

Private equity *et capitalisme français*

Rapport

*Jérôme Glachant,
Jean-Hervé Lorenzi
et Philippe Trainar*

Commentaires

*Élie Cohen
Christian Saint-Étienne*

Compléments

*André Alexandre, Patrick Artus, Marc Auberger,
Annabel Bismuth, Adrian Blundell-Wignall, Gaby Bonnand,
Quentin Boucly, Bernard Daugeras, Jérôme Gallot,
Oliver F. Gottschalg, Bertrand Jacquillat, Ghizlane Kettani,
Emmanuel Mermet, Ludovic Phalippou, Antoine Renucci,
René Ricol, Jean-Bernard Schmidt, Dominique Sénéquier,
David Sraer, Patrick Suet, David Thesmar et Alain Villemeur*

*Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique
par Christine Carl*

© La Documentation française. Paris, 2008 - ISBN : 978-2-11-007275-7

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

Sommaire

Introduction	7
<i>Christian de Boissieu</i>	
 RAPPORT	
Private equity et capitalisme français	9
<i>Jerôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar</i>	
Introduction	9
Chapitre 1. Le capital-investissement existe-t-il ?	17
1. <i>Nature du capital-investissement</i>	21
1.1. Les structures du capital-investissement	22
1.2. Diversité des formes du capital-investissement	23
1.3. Histoire et perspectives d'évolution du capital-investissement	29
2. <i>Unité du capital-investissement</i>	31
2.1. Régime de gouvernement d'entreprise	32
2.2. Le capital-investissement : une industrie non régulée	35
2.3. Inciter, contrôler et accompagner le <i>management</i> : une ingénierie organisationnelle commune au capital-investissement	39
2.4. Capital-investissement et innovation financière	41
2.5. Le capital-investissement et l'horizon temporel	44
2.6. Capital-investissement et croissance	46
Chapitre 2. Le capital-investissement est-il performant ?	49
1. <i>Performance de l'actif capital-investissement :</i> <i>une énigme du rendement ?</i>	50
1.1. Mesurer la performance « privée »	51
1.2. Un rendement, pour quels risques ?	57
2. <i>Économie politique des rendements du capital-investissement</i>	67
2.1. Les déterminants de la performance des fonds	67
2.2. Les enseignements de l'études des performances privées	71
3. <i>Performance « sociale » du capital-investissement</i>	76
3.1. <i>Venture capital</i> et croissance	77
3.2. LBO : « l'atelier de réparation du capitalisme »	81

Chapitre 3. D'un instrument financier à un instrument de croissance	85
1. <i>Offrir un environnement favorable au capital-investissement</i>	88
1.1. Lever les obstacles à l'investissement dans le capital-investissement	88
1.2. Faciliter le développement du capital-investissement	96
2. <i>Encourager l'investissement dans le capital-investissement</i>	101
2.1. Dynamiser les segments les plus innovants du capital-investissement	101
2.2. Favoriser l'acceptation sociale du capital-investissement	105
3. <i>Assurer, à court terme, la liquidité du capital-investissement</i>	110
3.1. Éviter une rupture temporaire de la liquidité des PME	110
3.2. Exonérer d'impôt sur les sociétés l'investissement dans les PME	111
<i>Groupe de travail et auditions</i>	119

COMMENTAIRES

<i>Élie Cohen</i>	123
<i>Christian Saint-Étienne</i>	131

COMPLÉMENTS

A. Capital-investissement, gouvernance des entreprises et marchés financiers	135
<i>Bertrand Jacquillat</i>	
B. Capital-investissement, marchés financiers : le rôle de l'information	151
<i>Marc Auberger</i>	
C. Gouvernement d'entreprise et capital-investissement	157
<i>Adrian Blundell-Wignall et Annabel Bismuth</i>	
D. Hedge funds activistes, private equity et corporate governance	167
<i>Ghizlane Kettani</i>	
E. Innovations financières dans l'industrie du capital-risque	179
<i>Antoine Renucci</i>	
F. Private equity : un succès transitoire dû à l'environnement ou un succès durable ?	189
<i>Patrick Artus</i>	

G. Vous anticipez des performances spectaculaires dans le capital-investissement ?	
Regardez-y à deux fois !	201
<i>Oliver F. Gottschalg et Ludovic Phalippou</i>	
H. Les effets réels des LBO : une étude du marché français entre 1994 et 2004	209
<i>Quentin Boucly, David Sraer et David Thesmar</i>	
I. Le capital-investissement et ses leviers pour accélérer l'innovation	219
<i>Alain Villemeur et André Alexandre</i>	
J. Les LBO et leur impact social	257
<i>Gaby Bonnard et Emmanuel Mermet</i>	
K. L'impact du <i>private equity</i> sur l'économie	265
<i>Dominique Sénéquier</i>	
L. Les aspects fiscaux du <i>private equity</i>	273
<i>Patrick Suet</i>	
M. Bourse et financement des entreprises de croissance : le divorce ?	293
<i>Jean-Bernard Schmidt</i>	
N. Le financement de la création et de la croissance des « <i>start-up</i> » de technologie	297
<i>Bernard Daugeras</i>	
O. France Investissement : un premier bilan	301
<i>Jérôme Gallot et René Ricol</i>	
 RÉSUMÉ	 309
SUMMARY	319

Introduction

Au sens habituel, le capital-investissement (*private equity*) désigne l'ensemble des instruments et des procédures visant à augmenter les fonds propres des entreprises non cotées. La pratique a un peu bousculé cette approche, sans vraiment la rendre obsolète. Assez récemment, des fonds de capital-investissement ont investi une part de leurs ressources dans des sociétés cotées (par exemple, parmi d'autres, de l'entrée significative de Wendel dans le capital de Saint-Gobain). Alors que le débouché logique du capital-investissement est la sortie en bourse sur des compartiments spécialement accueillants (par exemple, d'Alternext), dans le même temps certaines entreprises préfèrent effectuer le chemin inverse en sortant de la cote, pour de très bonnes et parfois de moins bonnes raisons. Certaines frontières habituelles sont donc remises en cause par la dynamique même du capitalisme.

Le rapport qui suit commence légitimement par prendre la mesure du phénomène. Par delà le découpage en deux étapes séquentielles, le « *venture capital* » (capital-amorçage, capital-risque et capital-développement) et le capital-transmission (tout spécialement les LBO), il apparaît une grande unité du capital-investissement. Les facteurs d'unité sont nombreux et convergents : le mode de gouvernance en découlant pour les entreprises concernées, le caractère non ou très faiblement régulé de l'activité, l'horizon temporel des projets, la forte composante en innovation et en R&D...

L'analyse comparée des performances du capital-investissement et d'autres investissements débouche sur des conclusions plus incertaines. Une incertitude qui va même jusqu'à toucher les comparaisons des rendements du capital-risque, du capital-développement et des LBO. En revanche, les effets macroéconomiques positifs du capital-investissement sur la croissance, l'emploi... sont plus nets alors même que certains facteurs d'ordre microéconomique comme la réglementation ou la fiscalité sont susceptibles de freiner son essor.

Les recommandations sont nombreuses et cohérentes. Elles concernent aussi bien l'allègement de la fiscalité, le renforcement de la transparence, l'amélioration de la liquidité des fonds de *private equity* (en particulier grâce au développement d'un vrai marché européen), l'aménagement de

certaines standards prudentiels comme ceux de Bâle II et de Solvabilité II, l'ensemble des dispositifs visant à accélérer la croissance des PME et l'intensification de l'innovation et de la R&D. Les mesures déjà adoptées passant par des déductions de l'ISF de sommes investies dans certains fonds ou par un crédit impôt-recherche plus attractif vont dans la bonne direction ; elles doivent être renforcées et complétées. La création de France Investissement et le mariage entre OSÉO et l'AIIF fournissent désormais des leviers intéressants, à condition de ne pas surpondérer une vision et une approche hexagonales.

Ce rapport a été présenté lors de la séance plénière du CAE du 31 janvier 2008. Il a également fait l'objet d'une présentation à Jean-Paul Faugère, Directeur du Cabinet du Premier ministre, le 17 avril 2008.

Christian de Boissieu
Président délégué du Conseil d'analyse économique

Private equity et capitalisme français

Jérôme Glachant

*Professeur à l'Université d'Évry-Val-d'Essonne,
Conseiller scientifique au CAE*

Jean-Hervé Lorenzi

Professeur à l'Université de Paris-Dauphine

Philippe Trainar

Économiste en chef à la SCOR

Introduction

L'année 2008 sera, sans nul doute, celle de la réorganisation la plus importante que le capitalisme financier mondial ait connue depuis un demi-siècle. Nul ne peut, aujourd'hui, se prononcer clairement sur l'impact qu'elle aura sur la conjoncture mondiale. Mais une chose est certaine, elle modifiera profondément le rôle, l'importance, le statut et le développement du capital-investissement ou *private equity*, et cela sur deux points :

- ce qu'on appelle les grandes opérations de LBO (*leveraged buyout*) voient déjà leurs conditions de financement être modifiées significativement, au point qu'on peut raisonnablement imaginer qu'elles ne représenteront plus un patrimoine de rentabilité sur les marchés financiers ;
- mais le ralentissement de ce type d'opération s'accompagnera probablement d'un renforcement très significatif des opérations de capital-investissement de taille plus modeste, moins fondées sur des effets d'endettements.

En un mot, telle est la thèse développée dans ce rapport, la crise des marchés financiers va entraîner globalement un renforcement très significatif de ce type de financement de l'économie, jusqu'à lui donner un rôle majeur dans la restructuration du tissu productif des grandes économies développées. Cette conviction, nous jugeons qu'elle est particulièrement vérifiée dans le cadre de l'économie française. Tout simplement parce que

les milliers d'entreprises, de taille moyenne qui composent une large partie de la structure productive de notre pays, n'ont pas aujourd'hui et auront encore moins demain, d'autres sources de financement que celles du capital-investissement. C'est la raison pour laquelle ce rapport est à la fois un diagnostic – non le capital-investissement n'a pas de résultats exceptionnels sur le marché financier – une analyse – oui le capital-investissement a une efficacité très forte dans la relation actionnaire-*management* – et une force de proposition, pour permettre à cette classe d'actifs de se développer de manière accélérée en France.

Le rapport développe, dans son troisième chapitre, de nombreuses propositions, mais quatre d'entre elles nous paraissent devoir être retenues parce qu'emblématiques et parce que facteurs de dynamisation de notre économie. Ce sont à elles que nous pensons prioritairement pour optimiser le financement de l'économie française et tout particulièrement de ces petites et moyennes entreprises (PME), dont nous n'arrêtons pas de parler dans les derniers rapports⁽¹⁾ et qui, en fait, ne font rarement l'objet d'une véritable politique économique significative.

Pour résumer et schématiser, il nous semble d'abord qu'il faut revoir la régulation du système bancaire et du monde des assurances de manière à ne pas freiner, ou même pénaliser l'investissement dans le capital-investissement. Aujourd'hui, c'est tout l'inverse qui se passe.

Ensuite, nous avons inventé de multiples formes de détaxations fiscales pour les fonds communs de placement à risque (FCPR), fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et autres catégories de supports financiers destinées à investir dans des PME non cotées. Tout cela est bien, mais trop compliqué et il nous faut garantir une simplification et neutralité fiscale totale. Notre proposition est claire : tout investissement dans une PME doit faire l'objet d'une incitation significative, mais uniquement à due proportion de la partie du véhicule financier qui a cet objet. Au contribuable de faire la preuve qu'il s'agit d'investissement dans le non-coté.

Troisième acte, nous n'arrêtons pas de parler de *small business administration*. Tous les motifs juridiques sont bons pour justifier l'absence d'action dans ce domaine. Faisons-le une fois pour toute en y intégrant un volet absolument nécessaire, qui est celui de la prise en compte des *business angels*, si essentiel dans la création d'innovations aux États-Unis.

Enfin, chacun connaît les débats qui ont eu lieu aux États-Unis et au Royaume-Uni, à propos de la fiscalité des gérants de fonds du capital-investissement. Décidons une fois pour toute, que les avantages fiscaux dont ils disposent sont directement liés au partage, au sein des entreprises, des plus-values réalisées.

(1) Cf. les rapports du Conseil d'analyse économique de Cohen et Lorenzi (2000) et Betbèze et Saint-Étienne (2006).

Ainsi, quatre principes pourraient relancer le financement des PME et de l'innovation en France en instituant le capital-investissement comme instrument privilégié : une régulation favorable, une neutralité fiscale, un objectif de la politique des PME et une équité dans la redistribution des résultats.

Mais pour que tout cela ait lieu, il faut bien comprendre le rôle central que pourrait jouer le capital-investissement dans le renouvellement du capitalisme français.

En effet il y a une vingtaine d'années, avant la chute du Mur de Berlin, les économistes débattaient de la confrontation entre capitalisme et socialisme avec la vision simplificatrice de deux systèmes en compétition, homogènes l'un et l'autre. Et puis, tout cela s'est évanoui avec la disparition du bloc soviétique, et il a été progressivement admis que l'économie de marché s'était totalement et définitivement imposée, créant ainsi les conditions d'émergence d'un capitalisme mondial. Les maîtres mots étaient tous rattachés à l'idée même du marché : dérégulation, déréglementation, financiarisation, mondialisation. Dans la réalité, les concepts de marché et de capitalisme avaient totalement été assimilés, à tort faisant oublier les profondes divergences entre types de capitalismes : le capitalisme anglo-saxon, le capitalisme familial ou le capitalisme para-étatique. Cependant, à l'intérieur même de chacune de ces formes, il y a désormais ce qui ressort du système traditionnel – économie de marché ou modèle anglo-saxon – et ce qui tient du capital-investissement c'est-à-dire du non-coté.

En effet, le capital-investissement est peut-être l'élément le plus perturbateur d'une vision simplificatrice de l'économie mondiale. Il est donc normal que le capital-investissement suscite beaucoup d'intérêt de la part des économistes et des décideurs, et occupe une place prépondérante dans le débat politique. Cette attention est d'autant plus forte que ce phénomène a connu un développement important depuis les années quatre-vingt et a attiré des investissements toujours croissants vers cette classe d'actifs, ou plutôt ces classes d'actifs. Il est en effet d'usage d'en différencier au moins deux catégories : d'une part les fonds de capital-risque ou *venture capital*, qui investissent dans de jeunes entreprises technologiques et se caractérisent par leur impact favorable sur l'innovation. L'investisseur apparaît dans ce cas comme un intermédiaire financier actif qui endosse de nombreux rôles, notamment celui de directeur, de conseiller ou même de *manager* de l'entreprise dans laquelle il investit ; d'autre part, les fonds de *buyout* ou LBO (*leveraged buyout*) sont déterminés, eux, par l'utilisation d'un fort effet de levier pour racheter des entreprises générant des *cash-flows* (liquidités) importants. Les LBO s'appuient alors sur les *cash-flows* que l'entreprise générera pour rembourser les intérêts de la dette. Et ce sont ces deux types d'actifs, constitutifs du capital-investissement, qui vont se trouver au cœur de tous les débats et interrogations financières, et donc économiques d'aujourd'hui. Pourquoi tout particulièrement aujourd'hui ?

Parce qu'ils sont au cœur d'une formidable contradiction. D'une part, ils se présentent comme une véritable alternative aux modèles traditionnels et comme la seule véritable incitation à développer l'innovation et, d'autre part, ils sont, aujourd'hui et demain, confrontés aux difficultés financières mondiales qui se traduisent déjà par une difficulté à les financer. Selon le succès ou non du capital-investissement des toutes prochaines années, on saura s'il s'agissait d'un feu de paille ou d'une véritable réorganisation de l'économie mondiale. Plus précisément, le capital-investissement est questionné sur sa nature réelle. Peut-on créer de la valeur sans discontinuer ? Y a-t-il de nouveaux types de relations entre les actionnaires et le *management* de l'entreprise considérée ? Les succès du capital-investissement sont-ils essentiellement liés à la nature des montages financiers, principalement de la dette, que les fonds arrivent à lever ?

Voilà toute une série de questions qui méritent réponses sachant que cette nouvelle forme d'investissements non cotés a simultanément acquis une vraie importance quantitative et suscité des interrogations légitimes sur son impact macroéconomique. Tout cela mérite donc de la rigueur dans les définitions, de la précision dans les chiffres et une définition stricte de ce qui est connu et de ce qui ne l'est pas. Et il est parfaitement exact que le sujet n'est pas simple, ce qui a de lourdes conséquences sur la clarté des débats. Les derniers mois, notamment, ont vu toutes les interrogations prendre un tour vraiment polémique. Steven Kaplan (1997) avait bien indiqué à quel point le capital-investissement avait mauvaise réputation ou plus précisément, à quel point un large public avait une attitude de grande suspicion, particulièrement vis-à-vis, des grands fonds de LBO. Qu'il s'agisse de l'information – jugée trop insuffisante –, de l'impact salarié – considéré trop rapidement et injustement comme négatif –, des risques systémiques liés à l'abus du levier d'endettement ou des problèmes de répartition des plus-values et donc d'éventuels conflits d'intérêts, tout est jugé dans le meilleur des cas, comme sujet à doutes. Ceci s'est déjà traduit par la sortie de nombreux rapports tout au long de l'année 2007 (Orszag, 2007, Treasury Commitee, 2007 et Gottschalg, 2007). Le plus significatif et controversé fut celui de Sir David Walker, ancien Président de Morgan Stanley International. Il publia en juillet 2007 un document⁽²⁾ préconisant plus de transparence des fonds de capital-investissement. Dans un contexte où les fonds de LBO sont au cœur d'une polémique sur leur fiscalité, le rapport se voulait une forme de réponse. En effet, rappelait-il, le manque de données dont on dispose sur ce secteur est à l'origine des soupçons et des spéculations sur la nature exacte de son activité. Le rapport Walker demandait donc la création d'un organe au sein duquel toutes les firmes de capital-investissement seraient tenues de déposer des informations sur la performance des entreprises prises en charge, ainsi que sur les caractéristiques des fonds levés. Ne pouvant contraindre les firmes de capital-investissement à se conformer à

(2) Cf. Walker (2007a et b).

ces recommandations, le rapport leur proposait une période de consultation à l'issue de laquelle elles devaient donner leur réponse. Dans le même esprit et à peu près en même temps, en France, la Commission bancaire⁽³⁾ s'est précisément interrogée sur l'exposition des banques au risque lié au financement des LBO. Et l'Autorité des marchés financiers (AMF) a produit en juin 2007 une étude (Pansard, 2007) dressant une cartographie des risques en matière de stabilité financière et de production de l'épargne dans laquelle elle porte une attention toute particulière aux opérations de LBO et aux transferts de cette dette au travers des *collateralized debt obligations* (CDO). C'est dire si le monde des institutions financières veut désormais intervenir dans la régulation de cette industrie. Mais, la réflexion sur le plan théorique n'est pas en reste de celle des opérationnels, comme nous le verrons tout au long du rapport.

Une véritable école de l'analyse du capital-investissement s'est créée, sous l'autorité de M. Jensen. À partir de son article fondateur intitulé « The Eclipse of the Public Corporation » publié en 1989 (Jensen, 1989), de nombreux économistes réputés ont étudié tous les thèmes propres à cette organisation capitaliste : la gouvernance, la rentabilité, la liquidité... S'il ne fallait en citer que quelques-uns, on se doit d'évoquer Steven Kaplan, Josh Lerner, Tim Jenkinson. Tous considèrent qu'ils sont confrontés au sujet majeur de ce début de siècle. Mais, ce qui est plus récent, c'est leurs intérêts pour des sujets très liés à une nouvelle phase du capital-investissement : le caractère cyclique du capital-investissement qui jouera, s'il est mis en évidence, un rôle déterminant dans la conjoncture, troublée, à venir. Surtout, un autre thème de réflexion souligne encore plus les bouleversements que connaît son développement : la naissance de ce qu'on appelle le « *Private Equity 2.0* ». L'expression ci-dessus n'est pas sans rappeler l'évolution des sites internet autour des années 2000. Auparavant, les sites web étaient statiques, reposant sur des bases de données figées. L'évolution vers le « web 2.0 » s'est observée avec une plus grande possibilité d'interaction des internautes avec le contenu des pages. Le web s'est adapté aux utilisateurs. C'est Jenkinson (2007) qui est l'auteur de cette analogie, entre l'évolution du web et celle du capital-investissement. Selon lui, l'industrie du capital-investissement est en train de s'adapter à l'environnement économique auquel elle est confrontée. En effet, devant les plus grandes difficultés des fonds à effectuer les *delistings*, les opérations évoluent maintenant vers de nouvelles voies :

- un investissement minoritaire persistant. Certains fonds de LBO considèrent que le retrait de la cotation n'est plus un élément indispensable à la mise en place d'un dispositif de contrôle de la firme. Blackstone détient, par exemple, 4,5 % du capital de Deutsche Telecom et intervient dans le *management* de celle-ci, et Wendel a pris en octobre – novembre 2007 une participation de plus de 15 % dans Saint-Gobain ;

(3) Cf. Commission bancaire (2007).

- une prise de participation patiente, en vue d'un rachat à terme moins coûteux. Devant les résistances du marché face aux opérations de rachat des firmes cotées, le mode opératoire des fonds de LBO évolue sur un horizon prolongé. KKR détient 54 % de la société Pages jaunes et envisage son rachat total sur une perspective de plus long terme afin que le coût d'achat ne nuise pas à ses performances.

Ainsi, théorie et pratiques professionnelles se rejoignent sur le caractère inconnu, incertain et mouvant de ces activités. Chacun a le sentiment de défendre des territoires inconnus et ainsi de dessiner les caractéristiques du monde à venir. Dans ce monde en ébullition, certains prennent cependant des positions définitives. C'est le cas de Patrick Artus (*cf.* le complément F à ce rapport) qui démontre que le capital-investissement a « une capacité à obtenir une gestion des entreprises meilleures que celle que peuvent obtenir les actionnaires des sociétés cotées ». Le non-coté aurait donc des vertus intrinsèques en ce qui concerne la qualité de *management* des entreprises, ce qui serait la cause essentielle des rendements élevés du capital-investissement. Tout ceci peut même conduire à s'interroger, comme le fait Jenkinson (2007), sur la possibilité de la fin des marchés financiers traditionnels. C'est dire si, entre la suspicion lourde et la constatation d'une efficacité économique des fonds, il y a une marge très importante pour aboutir à un diagnostic définitif.

Dans le cas français, ce diagnostic présente une importance encore plus grande. D'abord parce que, avec un retard notable sur les États-Unis, la France est devenue, en Europe, un lieu privilégié de collectes et d'investissements du capital-investissement sous toutes ces formes. On peut même souligner que, juste derrière le Royaume-Uni, elle est aujourd'hui le deuxième marché européen. C'est un signe positif, mais là n'est pas l'essentiel. Nous disposons, en France, d'une épargne abondante, essentiellement tournée vers des produits peu risqués, tout simplement parce qu'il s'agit d'épargne de terme assez court. Le résultat en est bien connu : peu de financement de l'innovation, des PME qui ont du mal à grandir en taille et donc en capacité d'exportation et surtout un système financier qui ne dispose plus, comme par le passé, d'investisseurs de haut de bilan. C'est dire si l'émergence de fonds de capital-investissement, de l'amorçage jusqu'au LBO mérite une étude très approfondie pour connaître leur efficacité et imaginer des mesures de politiques économiques permettant de les développer. C'est bien là tout l'objectif de ce rapport qui s'est appuyé largement sur les travaux d'un groupe de professionnels et d'académiques (*cf.* les compléments en fin de rapport).

Le rapport prend position clairement sur le caractère très positif que représente le capital-investissement pour l'économie française, peut-être plus que pour toute autre économie d'un grand pays développé. Nous avons essayé, en effet, de souligner ce que cette nouvelle industrie financière pouvait apporter en matière de dynamisme dans notre structure productive, notamment pour les secteurs de nouvelles technologies. C'est la raison pour

laquelle, nos propositions s'inscrivent clairement dans la perspective de son développement. Mais, les réticences que le capital-investissement peut créer à son égard, ont des fondements tout à fait justifiés. Et, c'est la raison pour laquelle nous avons été attentifs à des formes de régulations spécifiques de cette activité. C'est donc à ce double objectif, de favoriser le capital-investissement tout en le rendant plus acceptable socialement, que ce texte s'emploie en essayant dans un premier temps de cerner l'existence même d'un capital-investissement qui regroupe des formes diverses d'investissements non cotés – capital-risque, capital-développement, LBO – (chapitre 1) puis d'explicitier la performance du capital-investissement dans ses différents segments (chapitre 2), et enfin de proposer des mesures destinées à le développer dans et pour l'économie française dans la transparence et le partage équitable de la valeur qu'il crée (chapitre 3).

Chapitre 1

Le capital-investissement existe-t-il ?

Une grande confusion règne aujourd'hui sur la nature du capital-investissement et donc sur ses contours. Au caractère non échangeable et non coté (en un mot : *privé*) du titre de propriété « capital-investissement », nous devons y ajouter l'intermédiation réalisée par une société de gestion entre entrepreneur et investisseurs, qui le distingue d'une détention directe souvent associée au « capitalisme familial ». Au-delà du mode de propriété, le développement du capital-investissement participe à l'avènement d'un nouvel activisme actionnarial, qui s'affranchit volontairement du marché. La définition retenue par l'OCDE rend bien compte de cette dimension : le capital-investissement est le contrôle des entreprises par un *pool organisé* d'actionnaires privés.

La question des frontières est donc d'abord externe, et concerne les différentes formes d'activisme actionnarial. À ce sujet, existe-t-il un continuum entre les fonds d'arbitrage (*hedge funds*) activistes, qui agissent par le marché, et les fonds de capital-investissement, qui sont en dehors du marché ? Une vraie controverse s'est créée à ce propos dont témoignent les compléments à ce rapport rédigés par Bertrand Jacquillat, d'un côté (*cf.* le complément A) et Ghizlane Kettani, de l'autre (*cf.* le complément D). Les frontières sont ensuite internes, lorsqu'il s'agit de trier entre le « bon » capital-risque (au sens de *venture capital*) et le « mauvais » capital-transmission (au sens de *buyout*).

Ce chapitre montre que le capital-investissement représente une entité spécifique et homogène. Spécifique en ce qu'elle introduit un régime de gouvernement des entreprises original, qui se distingue à la fois du capitalisme de marché et du capitalisme familial. Homogène car les éléments d'unité de ses différents compartiments (*venture capital* et *buyout*) l'emportent sur ce qui les éloignent, de sorte qu'il existe un véritable continuum, une chaîne de l'activité des fonds d'investissement. Saisir cette nouvelle catégorie d'appropriation et de gestion du capital nous permettra d'en analyser l'utilité et l'efficacité, en un mot la *performance* dans le deuxième chapitre du rapport.

Le chapitre est organisé en deux sections. La première section est consacrée à la nature du capital-investissement. Qu'elle concerne l'entreprise

dans l'amont (*venture capital*) ou dans l'aval (*buyout*) de son cycle de vie, l'industrie du capital-investissement s'appuie sur un partenariat formalisé entre le fonds et les investisseurs. La section décrit également les conditions historiques de l'émergence du capital-investissement et les tendances actuelles. La seconde section constitue le cœur du chapitre. Nous y mettons en évidence les points communs qui fondent l'unité du capital-investissement.

Dans l'introduction à ce chapitre, nous voulons insister sur deux aspects spectaculaires du « phénomène » capital-investissement. Le premier point est la formidable croissance de ces investissements, qui s'accompagne, et c'est notre second point, d'un exceptionnel caractère cyclique.

Un volume d'affaire exceptionnel...

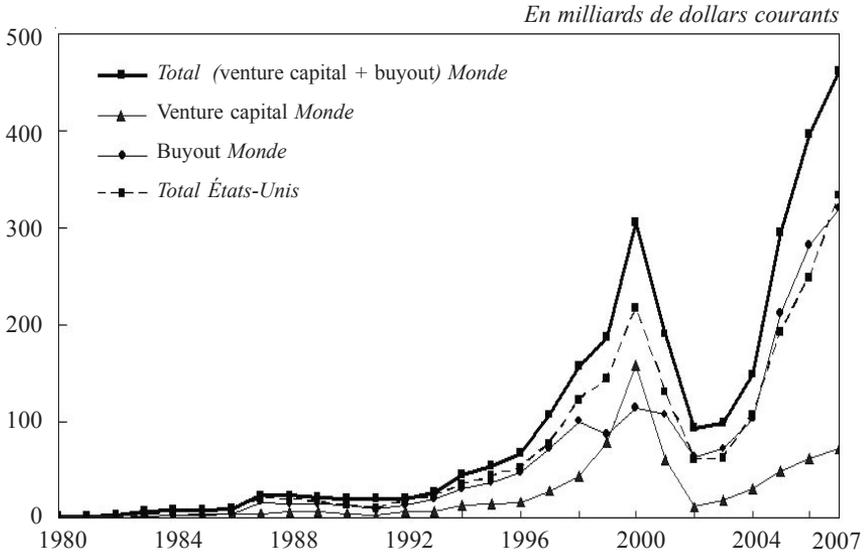
Le graphique 1 rend compte des flux de capitaux levés par le capital-investissement depuis 1980 dans le monde et aux États-Unis. Au cours des six dernières années (2002-2007), l'activité du capital-investissement n'a cessé de progresser pour atteindre de manière très probable un pic en 2007.

Selon des chiffres encore provisoires collectés par Private Equity Intelligence (Prequin), le volume de montants levés dans le monde par 726 fonds en 2007 dépasserait les 500 milliards de dollars. En France, selon l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), le montant des capitaux levés par les fonds en 2007 stagnerait à 10 milliards d'euros, alors que les montants investis par ces fonds progressent de 24 % à 12,6 milliards d'euros. La situation européenne, relevée par l'European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), marquerait une nette décroissance des fonds levés (74,3 milliards d'euros en 2007 contre 112,3 milliards en 2006) avec un maintien du flux d'investissement autour de 70 milliards d'euros. Les perspectives pour l'année 2008 sont évidemment moins favorables, mais le volume des participations gérées par les fonds restera à un niveau substantiel (selon Prequin, le montant des fonds levés par le capital-investissement au premier trimestre 2008 reste à un niveau élevé de 163,5 milliards de dollars).

Lorsqu'on les ramène au niveau de la capitalisation boursière, ces chiffres peuvent sembler modeste. Ainsi Jenkinson (2007) estime que le stock d'actifs sous gestion du capital-investissement est de l'ordre de 1 000 milliards de dollars, ce qui représente moins de 1 % du stock total d'actifs. Ceci sous-estime le poids d'un secteur qui intervient sur des segments stratégiques du monde des affaires. En effet, comme le souligne Morgan Stanley, cité par Jensen (2007), en 2006 les 2 700 fonds existants ont été à l'origine de 25 % de l'activité mondiale des fusions acquisitions, de 50 % du volume des financements structurés d'acquisitions, de 33 % du marché *high yield*, et de 33 % du marché des introductions en bourse (IPO).

On notera également que la taille des transactions (*deals*) LBO (*leveraged buyout*) s'est très sensiblement accru au cours des dernières années, jusqu'à atteindre le chiffre formidable de 45 milliards de dollars pour US-TXU.

1. Montants levés par le capital-investissement, 1980-2007

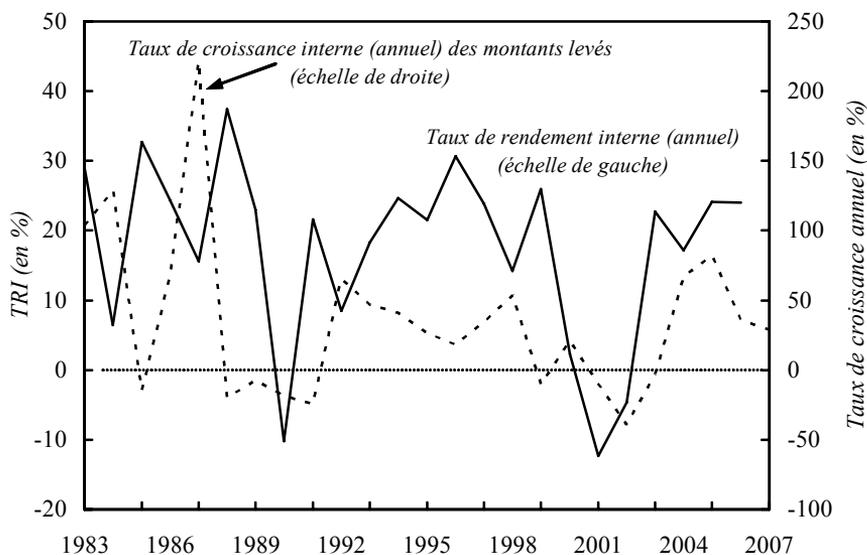


Source : Thomson Financial.

... perturbés par des cycles profonds liés à la nature de l'activité et au contexte macroéconomique

Le graphique 1 révèle aussi la brutalité des mouvements à la hausse et à la baisse, qui affecte depuis trente ans le capital-investissement. Ces cycles concernent également le niveau des rendements servis, de sorte qu'il s'agit bien d'analyser une dynamique jointe « flux de fonds/rendement ». Prenons le cas des fonds de LBO (*buyout*) dont rend compte le graphique 2 : les rendements (et les multiples) sont élevés dans la première moitié des années quatre-vingt. Les levées de fonds qui suivent « chassent ces bons rendements » dans la deuxième moitié des années quatre-vingt. Les levées de fonds sont donc plus faibles dans le début des années quatre-vingt-dix, ce qui améliore les rendements. Les levées de fonds s'intensifient à la fin des années quatre-vingt-dix suivis d'un mouvement en sens inverse des rendements. Les levées de fonds sont faibles durant la période 2001-2003, ce qui poussent les rendements vers le haut, et provoquent des levées de fonds de très grosse taille en 2005-2007 avec des « *mega-buyouts* ». Ces va-et-vient affectent également le financement par le capital-investissement des entreprises innovantes (*venture capital*).

2. Taux de croissance des montants levés par les fonds BO et taux de rendement interne (*pooled average*), États-Unis, 1983-2007



Source : Thomson Financial.

L'origine du cycle est d'abord à rechercher dans les impulsions macroéconomiques, notamment celles concernant les évolutions du taux d'intérêt et de la liquidité pour le segment *buyout*, dont on sait qu'il recourt au levier de la dette. Elles tiennent également à l'évolution des cours boursiers *via* la valorisation des entreprises lors d'une sortie par introduction en bourse (IPO). Ces impulsions macroéconomiques sont amplifiées par le fonctionnement particulier du « marché » du capital-investissement, qui parvient mal à équilibrer l'offre et la demande. De ce fait, des projets non rentables sont financés lors des phases de « boom », ce qui pèse sur le rendement, alors que projets profitables ne trouvent pas de financement en phase de recul. Cette dynamique particulière de l'industrie, en partie issue du calendrier de vie des fonds, a retenu l'attention de nombreux auteurs au point que Gompers et Lerner (2000) ont intitulé « The Venture Capital Cycle » le recueil d'articles qu'ils ont consacré au capital-investissement.

Steve Kaplan et Antoinette Schoar (2005)⁽⁴⁾ étudient le lien entre la taille du fonds, le montant des capitaux levés et le niveau du rendement servi aux investisseurs. Il apparaît que le rendement d'un fonds dépend positivement

(4) L'étude de Kaplan et Schoar (2005) est l'objet d'une attention particulière dans le chapitre 2 du rapport.

de l'expérience de son équipe de gestion et négativement de sa taille. La sensibilité des rendements à l'expérience conduit à une levée de fonds plus élevés des meilleures équipes, ce qui accroît la concurrence entre fonds pour effectuer des transactions. Cette concurrence accrue génère une augmentation du prix d'acquisition des entreprises, qui pèse sur le rendement. Consécutivement à la baisse des rendements, les fonds levés à la période suivante, sont donc de moindre importance. Mais le cycle reprend ensuite dans la mesure où les équipes de gestion, ayant surperformé le marché une première fois, auraient tendance à le surperformer à nouveau. Ainsi, il y a une incitation pour les équipes de gestion à lever des fonds plus importants, en dépit de l'effet de cycle. Kaplan et Schoar (2005) parlent notamment de la persistance des rendements qui fait que les gestionnaires de capital-investissement les mieux établis continuent d'afficher les mêmes taux de rendements élevés.

Au-delà du contexte macro-financier, l'histoire des fonds a toujours été liée à des bouleversements de nature institutionnelle qu'il s'agisse du *venture capital* ou du *buyout*. Chacun se souvient à propos de la naissance du capital-risque, du formidable développement que lui a donné en 1980 le « Bayh-Dole Act » (cf. le complément I rédigé par Villemeur et Alexandre) et la « *Prudent Man Rule* » (cf. section 1.3.1). La réglementation SOX (Sarbanes-Oxley), mise en place en 2002, a multiplié les contraintes pesant sur les entreprises américaines cotées, et a ainsi favorisé le mode de détention « privé ». Dans un cas comme dans l'autre, ces changements réglementaires décidés par l'administration américaine ont donné un coup de fouet exceptionnel aux mouvements de ces fonds⁽⁵⁾. Ce point est essentiel à retenir dans les préconisations que nous serons amenés à développer. Cette histoire apparaît donc comme atypique, cyclique et explosive.

1. Nature du capital-investissement

Le capital-investissement désigne un titre de propriété qui ne peut s'échanger librement sur un marché boursier. Plus précisément, le terme fait référence à la manière par laquelle les actifs ont été levés, à savoir sur les marchés privés, et aux processus des choix des investissements ainsi que leur mode de gestion et de cession. Sur tous ces points la logique diffère de celle des marchés financiers traditionnels, c'est-à-dire du *public equity*. Dans cette section, nous nous intéresserons d'abord à la structure organisationnelle du capital-investissement, puis à la manière dont le capital-investissement se décline sur les segments *venture capital* et *buyout* selon la nature du risque associé au projet financé.

(5) De même, Jensen (1989) explique-t-il le développement phénoménal du LBO au début des années quatre-vingt par la défaillance des marchés financiers.

1.1. Les structures du capital-investissement

Le fonds d'investissement est l'unité ou le véhicule élémentaire du capital-investissement. Au-dessus, une société de capital-investissement se constitue en abritant plusieurs fonds, levés à des dates successives, et opérant sur des segments et des secteurs différents. Même si la structure des fonds est le fruit de l'histoire, on peut penser à la suite de Axelson, Stromberg et Weisbach (2006), qu'elle permet une gestion « efficiente » de la relation d'agence entre les investisseurs, d'une part, et l'entrepreneur, d'autre part. Rappelons-en donc les grandes lignes. Le fonds s'organise légalement comme un *limited partnership* regroupant des investisseurs dont la responsabilité est limitée à l'apport de fonds (*limited partners* – LPs) et un gestionnaire de fonds (*general partner* – GP)⁽⁶⁾, dont la responsabilité est pleine et l'apport en capital réduit.

Le véhicule du *partnership* autorise une transparence fiscale complète : la taxation des revenus du fonds s'effectue au niveau de chacun des partenaires avec le cas échéant des régimes fiscaux particuliers.

Le fonds est constitué pour une durée limitée, typiquement de dix à douze années. Lors de la constitution du fonds, les *limited partners* s'engagent à fournir au GP un montant de capital promis (*committed capital*). En début de vie du fonds (à horizon de cinq ans), le GP repère des opportunités d'investissement (des entreprises) et réalise des transactions (*deals*) en levant progressivement des fonds auprès des LPs dans la limite du plafond du capital promis. Le financement sur fonds propres de chaque transaction est éventuellement complété par une dette supportée par la société cible. Au fur et à mesure qu'il mûrit (à l'approche de la date de liquidation du fonds), chaque investissement est liquidé sous la forme d'une sortie en bourse (IPO), d'une revente à une entreprise (*industrial sales*) ou d'une cession à un autre fonds de capital-investissement (*secondary deals*). Le GP réinvestit alors les montants « désinvestis » dans des nouvelles transactions, ou les redistribue vers les LPs en liquide ou bien en nature sous forme d'actions.

Le contrat passé entre les partenaires prévoit la répartition des plus-values entre les LPs et le GP, en sachant que l'apport en capital de ce dernier est autour de 1 % du capital promis. Le schéma typique de rémunération du gestionnaire est celui dit du « 2-20-8 % ». Il combine une fraction fixe et un intéressement au résultat, éventuellement contingent : 1) une commission de gestion (*management fees*) annuelle de 2 % du montant du capital promis ou effectivement investi, 2) une option (*carry* ou *carried interest*)⁽⁷⁾

(6) Le gestionnaire de fonds (GP) peut lui-même être un partenariat associant plusieurs associés-gérants. Nous conserverons néanmoins le singulier pour qualifier ce *general partner* à têtes multiples.

(7) La structure de rémunération « 2-20-8 % » est un standard, même si le détail du schéma de rémunération diffère grandement d'un fonds à l'autre (cf. Metrick et Yasuda, 2007 et Gottschalg, Kreuter et Phalippou, 2007).

sur 20 % de la plus-value effectivement dégagée sur chaque opération, 3) s'exerçant à échéance de l'investissement au-delà d'un taux de plus-value de 8 % (*hurdle rate*).

Ce contrat laisse beaucoup de discrétion au GP pour organiser les investissements, et pose de nombreuses contraintes sur les LPs, qui sont tenus d'apporter les fonds, ne maîtrisent ni le calendrier des *cash-flows*, ni la sélection des projets.

Même si cette structure est commune, sa déclinaison dépend du segment dans lequel le fonds opère. Ainsi, dans le segment *buyout*, l'apport du fonds à chaque investissement est complété par l'émission d'une dette le plus souvent syndiquée qui crée un levier (*leveraged buyout*), alors que dans le segment *venture capital*, le fonds recourt à une syndication de fonds propres pour compléter l'apport sur chaque projet.

Le complément L rédigé par Patrick Suet offre dans sa seconde section une présentation des différents véhicules mis en place en France pour organiser le capital-investissement. Même si le détail des structures diffère d'un pays à l'autre, on retrouve une fiscalité dérogatoire en application de la transparence fiscale. En France, la structure la plus ancienne dite de société de capital-risque (SCR) est une société par actions dont les actionnaires sont les investisseurs par actions. Créée en 1984, le statut de SCR prévoit des avantages fiscaux (exonération de l'impôt sur les sociétés (IS), régime de faveur des actionnaires, fluidité de la circulation des dividendes et plus-values...), qui se sont aujourd'hui banalisés avec la création des fonds communs de placement à risque (FCPR), des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ou des fonds d'investissement de proximité (FIP). Ces derniers véhicules sont plus souples, car ils correspondent à des copropriétés de valeurs mobilières, sans personnalité morale et gérées par une société de gestion.

1.2. Diversité des formes du capital-investissement

Les formes du capital-investissement sont fondamentalement liées au degré de développement de l'entreprise concernée, et donc aux risques de projet associé. C'est cela qu'il faut bien souligner : la nature des relations entre le fonds, l'innovation sous toutes ses formes, et le risque qui lui est associé.

1.2.1. Du *venture capital* au *buyout*...

Dans ce rapport, nous suivons l'usage de scinder en deux segments le capital-investissement :

- le *venture capital* (VC), en amont du cycle de vie des entreprises, qui regroupe le capital-amorçage, le capital-risque et le capital-développement ;
- le *buyout* (BO, capital-transmission) qui concerne des entreprises déjà stabilisées.

Le premier stade d'investissement est celui du capital-amorçage. Les investisseurs, le plus souvent des personnes physiques, apportent du capital, ainsi que leurs réseaux et expériences à des projets entrepreneuriaux qui n'en sont encore qu'au stade de la recherche et développement. Le complément I rédigé par Villemeur et Alexandre explique le rôle et l'importance de ces *business angels*.

L'objectif de cette première phase d'investissement, très risquée sur le plan financier, est de finaliser le développement d'une technologie sous la forme d'un prototype permettant de valider la réussite du pari technologique, et de commencer à tester l'existence d'un marché. La signature d'un premier client assure la transition au stade du capital-risque, à partir duquel le capital-investissement intervient.

La deuxième phase d'intervention, assez semblable à la précédente, se distingue par la présence des investisseurs en capital-risque. Ces derniers apportent encore du capital, des réseaux et de l'expérience à des entreprises, déjà constituées, innovantes à fort potentiel. Selon la définition de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), le capital-risque est un investissement en vrai fonds propres, c'est-à-dire, exposé aux risques de l'entreprise, sans garantie ni de l'entrepreneur ni de la société. Il prend la forme d'une prise de participation au capital, le plus souvent minoritaire, pour une durée généralement limitée à celle prévue pour la réussite du projet (3, 5 ou 7 ans le plus souvent), qui doit offrir un fort potentiel de croissance et de rentabilité. À la définition de l'AFIC, on ajoute que la prise de participation au capital s'accompagne généralement d'une collaboration plus ou moins active des capital-risqueurs avec l'équipe dirigeante.

Le couple risque-rendement se transforme lorsque l'on parle de capital-développement. Il concerne maintenant des entreprises qui ont franchi le stade du capital-risque, et ont donc validé le potentiel de leur marché. À ce moment de leur histoire, elles ont besoin de financements additionnels pour pouvoir supporter et accélérer leur croissance. Cette croissance peut être interne (besoin en fond de roulement), ou bien externe (acquisitions). Parce qu'elle concerne des petites et moyennes entreprises à potentiel de croissance, le capital-développement est la catégorie du capital-investissement qui doit, en France, interpeller le plus. En effet, on sait depuis longtemps (cf. les rapports du Conseil d'analyse économique : Cohen et Lorenzi, 2000 et Betbèze et Saint-Étienne, 2006) que le principal handicap de la structure productive française est sa faiblesse en PME de 500 à 2 000 salariés, avec les consignes macroéconomiques que cela entraîne, notamment sur les capacités d'expatriation. Le capital-développement est vraisemblablement l'instrument financier le plus efficace pour pallier à l'insuffisant rôle du système bancaire traditionnel. Nous y reviendrons dans le chapitre 3.

Le capital-transmission, connu en anglais sous le nom de *buyout* (BO), est quantitativement le compartiment le plus important du capital-investissement représentant autour de 80 à 90 % des montants investis par les fonds. La distinction capital-développement capital-transmission tient à l'apport de fonds propres qui caractérise la première catégorie, alors qu'il s'agit

pour la seconde d'une opération d'acquisition, impliquant des transactions de titres. De nombreux acteurs interviennent simultanément sur les deux compartiments, ainsi 147 des 149 membres de l'AFIC ayant une activité BO déclarent également être présent en capital-développement. Toutes les transactions de *buyout* s'appuient sur un emprunt, d'où le terme anglais LBO, (*leveraged buyout*). Elles consistent à acquérir la totalité du capital d'une société rentable, évoluant généralement sur un marché mûr, par une combinaison de capitaux et de dette structurée. Ils permettent à un dirigeant, associé à un fonds de capital-investissement de transmettre son entreprise, ou plus généralement de préparer sa succession en cédant son entreprise en plusieurs étapes (LBO à double détente).

À côté de ces catégories traditionnelles, on ne peut pas ne pas citer le capital-retournement, parce qu'il joue un rôle très original, que le système bancaire n'a que rarement assumé. Les investisseurs en capital-retournement acquièrent généralement la totalité, ou une part majoritaire, du capital d'une société en difficulté, puis y injectent les ressources financières permettant la mise en œuvre d'un plan de redressement. Même si nous sommes à la marge quantitativement du capital-investissement, on peut dire qu'il s'agit là de sauver les emplois alors que le *venture capital* est censé financer les emplois de demain tandis que les LBO sont, en quelque sorte, des ateliers de renforcement et de réparation des entreprises. Ce qui signifie dans un premier temps, maintien des emplois existants.

1.2.2. Distinguer le *venture capital* du *buyout* : logique financière, logique d'innovation

En réalité, ce qui sépare le *venture capital* du *buyout*, ce sont la forme de financement, la nature du risque traité et la répartition de ce risque.

Les *general partners* d'une firme de *venture capital* sont les cadres de la firme, généralement désignés sous le terme de *venture capitalists*. Ce sont eux qui ont la responsabilité des projets en *venture capital*, et à ce titre, ils sont totalement exposés au risque d'échec. Aux États-Unis, les *limited partners* du VC, sont soit des fondations (notamment adossées à des universités) (*endowments*), soit des fonds de pension, soit des compagnies d'assurance ou des fonds communs de placement ou encore des organismes publics. Le financement public est notamment présent dans l'amorçage, tout simplement parce que nul autre acteur n'est susceptible de prendre ces types de risques.

La logique en œuvre dans le VC est d'abord et avant tout industrielle, et par la même créatrice d'innovations. On peut se reporter au complément I de Villemeur et Alexandre pour un éclairage supplémentaire.

À l'abord, Le LBO développe une approche financière, en ce qu'il s'agit d'optimiser la structure financière de l'opération en choisissant une combinaison appropriée de dettes et de capitaux propres. Faut-il rappeler que *leveraged buyout* signifie rachat par effet de levier ? Une transaction de LBO associe le fonds de capital-investissement, qui utilise le capital des investisseurs comme fonds propres, et des financeurs extérieurs, qui sous-

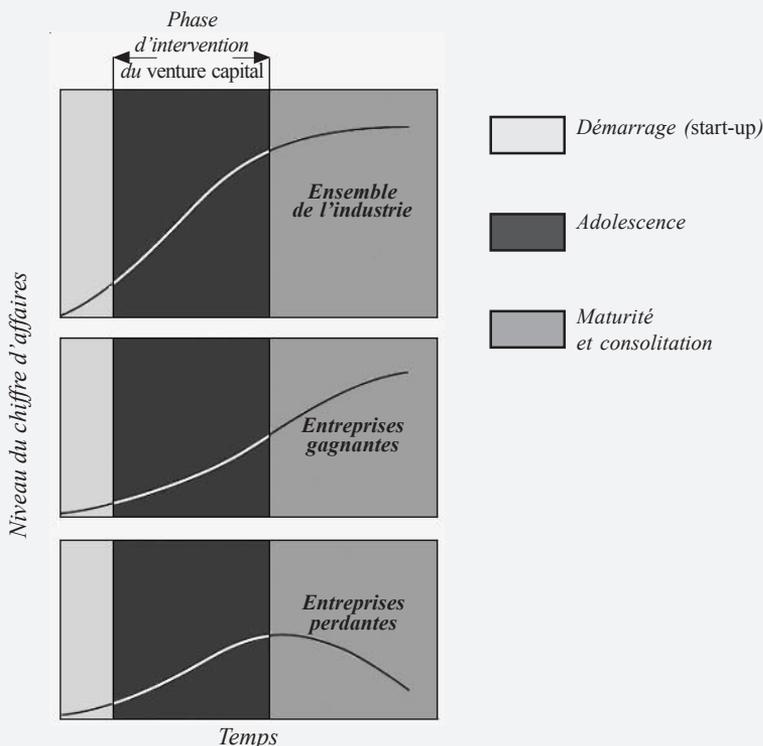
1. Comment le *venture capital* sélectionne-t-il les projets ?

Un *venture capitalist* finance des entreprises à fort potentiel de croissance. S'appuyant sur des compétences spécialisées, le *venture capitalist* cible, non pas une idée ou un projet, mais un secteur d'activité. C'est ainsi que dans les années quatre-vingt, aux États-Unis, 20 % des investissements en capital-risque concernaient le secteur de l'énergie. Dans les années quatre-vingt-dix, ce sont les secteurs de l'informatique, du multimédia, de la génétique qui étaient visés. Ces secteurs d'activités doivent promettre une croissance de l'ordre de 15 % par an, et ce, pendant au moins cinq ans. Ceci n'est possible que durant une période d'innovation, puisque lorsqu'il devient mature, le secteur voit nécessairement sa marche ralentir.

Dans l'objectif de servir un rendement attractif aux investisseurs, la croissance du secteur doit en fait compenser la prise de risque spécifique à chacun des projets. Le risque total géré par le VC est donc très lié à l'activité du secteur dans lequel le fonds s'est spécialisé.

À l'intérieur de ces secteurs, plus de 80 % des fonds investis par les *venture capitalists* vont vers les entreprises qui sont dans ce que l'on pourrait appeler leur « phase d'adolescence » du point de vue du cycle de vie de la firme.

La sélection des projets par le *venture capital*



crivent à la dette d'une *holding* créée pour racheter l'entreprise cible. Le remboursement de la dette se fera grâce aux bénéficiaires de l'entreprise cible.

L'effet de levier, évoqué ici, est triple. Le premier, le plus évident, est issu du levier financier et s'appuie sur le différentiel entre le taux d'intérêt sur emprunt et le rendement économique de l'entreprise. En même temps qu'il accroît le rendement des fonds propres, le levier augmente mécaniquement le risque (volatilité des *cash-flows* après intérêt, risque de défaut), qui est porté par une base plus étroite de fonds propres. La dette expose ainsi les investisseurs à une augmentation des taux d'intérêt.

Le deuxième effet de levier est fiscal. En effet, la *holding*, une fois le rachat par endettement effectué, peut demander à être rattachée au régime d'intégration fiscale. Cela lui permettra de diminuer son assiette fiscale du montant des intérêts de la dette⁽⁸⁾. En d'autres termes, c'est comme si l'État prenait en charge une partie du remboursement de la dette d'acquisition.

Le troisième effet de levier est juridique. Il s'agit de la multiplication de la puissance de contrôle de l'actionnaire majoritaire par la mise en place d'une succession de *holdings* dont celui-ci ne sera possesseur, que par la majorité simple. L'exemple décrit dans l'encadré 2 permet d'illustrer le propos.

La présence du levier modifie profondément la relation au risque associée au capital-investissement. En choisissant le niveau de la dette, le fonds de capital-investissement opère un arbitrage risque-rendement et décide du niveau de risque auquel s'exposent les investisseurs. Le risque opérationnel est limité, car ces transactions concernent le plus souvent des entreprises mûres, opérant sur des marchés stabilisés et dont les *cash-flows* sont récurrents. Cette situation contraste avec celle du segment *venture capital* où les risques opérationnels, qu'ils viennent du secteur d'activités ou de l'entreprise elle-même, sont dominants.

Le *buyout* se distingue du *venture capital* par le type de sortie traditionnellement utilisé. Il existe en effet différents modes de sortie possibles pour les investisseurs en capital-investissement. L'entreprise peut être introduite en bourse (IPO), elle peut également être revendue à un industriel (*trade sales*) ou aux dirigeants (*management buyout* – MBO). Mais pour le LBO, il y a une autre solution dont l'importance n'a cessé de progresser au cours des années récentes⁽⁹⁾ : la sortie vers un autre LBO. Bien entendu si un deuxième LBO est conclu, c'est que la firme contient toujours en elle des perspectives de rendements futurs élevés. Il s'agit alors de substituer les premiers actionnaires (et porteurs du projet initial) à de nouveaux actionnaires avec leur propre projet, grâce à une nouvelle opération de LBO. Une

(8) L'amplitude de ce levier est limitée par la réglementation fiscale (*cf.* le complément L à ce rapport rédigé par Patrick Suet) qui pose des restrictions à la déduction des intérêts de l'assiette. On sait ce débat féroce aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'Allemagne vient de limiter la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.

(9) Selon l'EVCA, les LBO secondaires ont représenté en 2007 29,6 % des montants désinvestis par les fonds européens (contre 16,6 % en 2006).

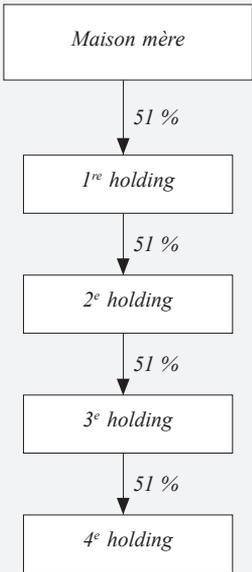
nouvelle *holding* est alors créée, et endettée pour racheter l'ancienne. Dans ce contexte, on ne peut s'empêcher de penser au risque de bulles spéculatives. En effet, les entreprises peuvent passer d'une transmission à l'autre, puis encore à une autre, et ainsi de suite. En l'absence de second marché organisé, la liquidité est extraite dans un temps limité, en cédant la firme à un autre fond de capital-transmission. Ce comportement raccourcit singulièrement l'horizon du LBO, et peut déboucher sur la formation d'une bulle de valorisation identique à celle que l'on a pu observer dans des processus équivalents de survalorisation, notamment dans l'innovation.

2. L'effet de levier juridique

Afin de réduire son apport en fonds propres, la maison mère peut créer des *holdings* en cascade. Pour être actionnaire majoritaire de la 4^e *holding* en cascade, l'actionnaire majoritaire n'aura eu besoin d'engager que 6,7 % de ses fonds ($0,51^4 = 0,067$).

Toutefois, ce levier juridique présente de nombreux inconvénients, ce qui conduit les entrepreneurs à l'utiliser beaucoup plus rarement que dans les années quatre-vingt. Parmi les inconvénients, il y a le caractère très peu liquide des actions des différentes *holdings*. En effet, les actions d'une *holding* ne présentent pas un fort pouvoir de décision puisqu'elles sont dans une coquille dont les seuls actifs sont les titres d'une autre coquille. Cela a pour résultat une forte décote des actions par rapport à la valeur estimée de la société cible.

La cascade des *holdings*



Source : Auteurs.

1.3. Histoire et perspectives d'évolution du capital-investissement

1.3.1. Une histoire révélatrice

Commençons par décrire brièvement l'évolution et l'expansion du capital-investissement depuis sa création aux États-Unis en 1946.

1.3.1.1. Naissance et évolution du capital-risque aux États-Unis

La première entité de capital-risque, ARD, a été fondée en 1946 par Karl Compton, président du MIT, et Georges Doriot professeur à Harvard ainsi que d'autres personnalités de l'état du Massachusetts. Ces investisseurs ont décidé d'investir dans des compagnies à risque élevé et qui développaient des technologies issues de la deuxième guerre mondiale. ARD connut beaucoup de succès dans ses investissements qui sont passés en valeur de 70 000 dollars à 335 millions de dollars en 26 ans. ARD était constitué sous la forme d'un fonds d'investissement coté en bourse et vendu essentiellement à des particuliers en raison de la résistance des institutionnels à investir dans un tel support risqué. Les fonds de capital-risque qui suivirent furent aussi structurés en tant que fonds cotés. En 1958 fut fondée la première firme de capital-risque Draper, Gaither, et Anderson organisée sous la forme juridique de la *limited partnership* (LP). Cependant, le format de LP n'était pas le plus utilisé pendant les années soixante et soixante-dix. En effet, le fonds coté en bourse ainsi que les *small business investment company* (SBICs) étaient les véhicules d'investissement les plus communs. Pendant les décennies soixante et soixante-dix, les sommes consacrées au capital-risque se limitaient à quelques centaines de millions de dollars.

Par la suite, au début des années quatre-vingt, les changements de régulation relatifs aux règles d'investissement des institutionnels (fonds de pension, assurances) ont permis un afflux plus important de fonds vers le capital-risque. Progressivement, le format *limited partnership* (LP) est devenu la forme juridique dominante, utilisée pour réunir des fonds destinés à être investis dans le capital-risque. Ce format a été plébiscité en raison des avantages fiscaux qu'il procure (transparence fiscale, notamment), qui ont séduit les investisseurs institutionnels. Mais, les origines de la croissance sont directement liées à la modification de la *Prudent Man Rule*. Par ce moyen, en 1978, le département du travail américain a levé les barrières réglementaires à l'entrée qui empêchaient les fonds institutionnels américains d'investir une partie de leurs portefeuilles dans le capital-risque. Cette modification réglementaire a eu un impact majeur sur le développement de l'industrie du capital-risque américain. Ainsi, dès les années quatre-vingt, on constate une forte poussée des sommes allouées au capital-risque du fait de la participation des institutionnels américains. Mais le vrai démarrage du capital-risque n'a lieu qu'au milieu des années quatre-vingt-dix lorsque ce contexte réglementaire fournit un terrain fertile à la révolution des technologies de l'information et de l'accélération de la productivité qui l'a ac-

compagné. En 2000, le capital-risque aux États-Unis connaît alors un épisode de croissance spéculative en raison de la conjonction de plusieurs éléments favorables (révolution des technologies de l'information, inflation maîtrisée et expansion économique). L'éclatement de la bulle en 2001 fait revenir le montant des investissements à des niveaux relativement bas. Le capital-risque américain tente de se remettre de cette crise et n'a pas encore retrouvé les niveaux d'investissements atteints en 2000.

1.3.1.2. L'apparition des LBO

L'industrie des LBO est apparue vers le début des années quatre-vingt avec une histoire fondamentalement différente de celle du capital-risque, plus difficile à appréhender.

Dans le complément A à ce rapport, Bertrand Jacquillat montre commun le modèle organisationnel dominant des années soixante et soixante-dix, celui du conglomérat diversifié, s'est grippé pour laisser la place à de nouvelles formes comme le LBO. À l'appui de cette thèse, on a observé qu'une partie des LBO prend la forme d'opération de *spin-off*, c'est-à-dire de séparation d'une filiale d'une entreprise de sa maison mère. Le plan de développement élaboré lors d'un LBO passe souvent par le retour vers le cœur de métier (*business core*). Ces stratégies de « recentrage » sont-elles susceptibles de créer de la valeur ?

Une littérature empirique s'est développée sur le lien entre diversification des activités et performance des entreprises. En utilisant des données microéconomiques américaines⁽¹⁰⁾, Schoar (2002) s'intéresse ainsi aux conséquences de la diversification sur la productivité des établissements⁽¹¹⁾ d'une entreprise cotée diversifiée. La diversification de l'entreprise est mesurée par le nombre de secteurs dans lesquels elle intervient. Pour Schoar (2002), il est essentiel de distinguer l'impact *statique* de la diversification de ses conséquences *dynamiques*. D'un point de vue statique, la productivité des établissements d'une société diversifiée est en moyenne 7 % plus élevée que celle d'une société opérant dans un unique secteur. Cette prime statique de diversification profite plutôt aux salariés des entreprises concernés qu'à leurs actionnaires. En dynamique, la poursuite d'une stratégie de diversification par une société réduit sa productivité en affectant différemment les établissements nouveaux et anciens. Ainsi les établissements acquis lors de la diversification voient leurs performances s'accroître, alors qu'elles se dégradent pour les établissements préexistants. Schoar (2002) met en avant un effet « nouveau jouet » (*new toy effect*) qui veut que l'entreprise délaisse ses anciens segments à l'avantage des nouveaux, ce qui conduit au total à une diversion de ressources.

(10) Données de la base *Longitudinal Research Database* contenant des informations sur les établissements du secteur manufacturier appartenant à des entreprises cotées entre 1977 et 1995.

(11) Au sens de site de production, *plants* en anglais.

L'existence de cet effet dynamique, ainsi que celle de la prime salariale associée à la diversification, légitime la stratégie de « recentrage » associée au LBO.

Selon Jensen (1993), le développement impressionnant du LBO est la conséquence d'un mauvais *management* à la tête des entreprises américaines tout au long des années soixante-dix. En raison de l'augmentation du prix du pétrole à la suite des crises pétrolières de 1974 et de 1979, certaines entreprises, notamment celles appartenant au secteur pétrolier, se sont retrouvées avec des excédents de liquidités sans savoir où les réinvestir. De même, certaines industries, suite à des changements technologiques et à des changements concernant la régulation, se sont retrouvées avec beaucoup d'excédents financiers. À l'époque, de telles entreprises n'avaient pas encore l'habitude de rendre du *cash* à l'actionnaire au moyen de rachats d'actions par exemple. Aussi, ces *managers* continuaient d'investir même si les projets étaient peu rentables. Pour Jensen (1993), ce sont les marchés de capitaux qui se sont chargés de rappeler ces *managers* à l'ordre en inventant de nouveaux instruments pour réduire ces liquidités excessives. C'est ainsi que furent utilisées massivement et avec un certain succès les acquisitions à effet de levier, les LBO ainsi que les rachats d'actions ou encore les OPA hostiles. Ces différents montages financiers opèrent à travers la discipline imposée par le service de la dette, discipline qui force les *managers* à trouver les moyens de créer du *cash* afin de pouvoir rembourser les intérêts des emprunts.

2. Unité du capital-investissement

Doit-on considérer que les points communs des différentes catégories du capital-investissement suffisent à définir une entité bien déterminée ? Ce rapport apporte une réponse positive à cette question, et cette section est consacrée à repérer ces éléments communs.

Le capital-investissement constitue un régime de gouvernement d'entreprises spécifique, qui vient compléter le régime de gouvernement associé aux marchés financiers. Notre premier objectif est donc d'abord d'expliquer ce que l'on entend par régime de gouvernement d'entreprise, et d'en dresser la logique. Puis, nous verrons en quoi le régime associé au capital-investissement se distingue de celui du marché selon cinq angles, qui constituent autant de spécificités construisant l'unité du capital-investissement :

- une activité hors marché et non régulé ;
- inciter, contrôler et conseiller le *management* : ingénierie organisationnelle du capital-investissement ;
- rôle de la dette : ingénierie financière du capital-investissement ;
- horizon temporel élargi des projets ;
- capital-investissement, innovation et croissance.

2.1. Régime de gouvernement d'entreprise

2.1.1. Définition

Quelle que soit sa taille, son secteur d'activité ou son âge, l'entreprise a besoin de fonds. En l'absence de trésorerie ou d'actifs non stratégiques facilement réalisables, cet argent est levé auprès d'actionnaires ou de créanciers. Dans son ouvrage *The Theory of Corporate Finance*, Jean Tirole (2006) définit le gouvernement d'entreprise comme tous les éléments qui ont trait à la manière pour l'entrepreneur de « crédibiliser » le retour sur investissement aux yeux des offreurs de capitaux.

En effet, la relation entrepreneur-investisseur se heurte à un double problème d'agence, qui bride l'accès au financement :

- avant réalisation de l'investissement (*ex ante*), l'investisseur ne connaît pas les caractéristiques fines du projet et est donc dans l'incapacité de le valoriser. En posant des conditions de financement trop contraignantes, l'investisseur s'expose à une *sélection adverse*, qui pousserait à n'attirer que les projets les plus risqués ;
- après réalisation de l'investissement (*ex post*), l'entrepreneur est tenté de pratiquer *l'aléa moral*, en s'engageant dans des actions opportunistes profitables pour lui au détriment de l'investisseur.

Un régime de gouvernement d'entreprise rassemble toutes les règles, les institutions, les pratiques qui visent à gérer au mieux cette relation d'agence. Selon le principe 1A des principes de l'OCDE, énoncé dans le complément C à ce rapport rédigé par Adrian Blundell-Wignal et Annabel Bismuth le « régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré en tenant compte de ses effets sur les performances globales de l'économie, de l'intégrité des marchés, en promouvant leur transparence et leur efficacité, ainsi que des incitations qu'il crée pour les participants au marché ».

2.1.2. Gouvernement d'entreprise et marchés financiers

Comme le souligne l'OCDE, le marché occupe la place centrale dans le régime de gouvernement d'entreprise. En opérant sur le marché financier, l'entreprise lève des capitaux à moindre coût parce qu'il permet la diversification du portefeuille de l'investisseur et assure sa liquidité. L'intermédiation par le marché de la relation entrepreneur-investisseur est efficace lorsqu'elle parvient à limiter le double problème d'agence caractérisant cette relation : sélection adverse (*ex ante*) et aléa moral (*ex post*).

En ce qui concerne la sélection adverse, en affichant un prix de l'action, le marché produit l'information *ex ante*, qui « signale » à l'investisseur la qualité du projet à financer, et alloue ainsi efficacement l'épargne vers les investissements les plus pertinents. La réglementation des marchés demande aux sociétés cotées de rendre publique toute l'information susceptible de modifier la valeur de ses projets. Dans le même temps, afin d'éviter les abus et manipulations, cette même réglementation interdit à un actionnaire

l'utilisation d'une information privée pour réaliser un gain financier sur le titre. Dans le complément B à ce rapport, Marc Auberger explique qu'en de très nombreuses circonstances (environnement concurrentiel pressant...), la société cotée rend public des informations édulcorées, difficilement interprétables par le marché sans une expertise supplémentaire. Dans ces circonstances, seul l'activisme de certaines catégories d'actionnaire permet à l'information pertinente de s'incorporer au prix, et de produire une valorisation satisfaisante.

Cette activisme est toutefois limitée par le « paradoxe du vote », une expression de la parabole du « passager clandestin » : l'expertise et la recherche de l'information ont un coût « privé » (supporté par l'actionnaire activiste) et des bénéfices « publics » (l'intégralité du marché en profite). Le marché est donc victime d'un déficit d'information, qui écarte le cours de la valeur réelle de l'investissement, et désoriente ainsi l'investissement.

Le déficit d'information est d'autant plus élevé que l'actionnariat est dilué. En effet, seules les « gros » actionnaires sont en mesure d'internaliser l'arbitrage coût-avantage d'extraction de l'information. Une concentration accrue de l'actionnariat sur le marché se heurte pourtant à deux difficultés : d'une part, à rebours du principe de diversification, elle expose l'épargne publique au risque de l'entreprise⁽¹²⁾ ; d'autre part, elle peut conduire les actionnaires dominants à abuser de cette position au détriment des petits actionnaires.

La concentration de l'actionnariat est également un élément déterminant dans la gestion de l'aléa moral, qui concerne la conduite des affaires de l'entreprise dans l'intérêt de ses actionnaires. Des actionnaires activistes sont susceptibles par leur engagement de limiter la discrétion managériale, et seuls les « gros » actionnaires sont incités à exercer le contrôle et à mettre sous pression le *management* de l'entreprise.

Le régime de gouvernement d'entreprise reposant exclusivement sur le marché se heurte à un dilemme fondamental pointé dès 1932 par Berle et Means et repris par Blundell-Wignall et Bismuth dans le complément C. La dispersion de l'actionnariat, caractéristique essentielle du marché, limite l'activisme actionnarial, et contribue ainsi à une valorisation inadaptée tout en favorisant la discrétion managériale. Par ailleurs, cette dilution favorise une prise de contrôle externe, éventuellement hostile, de l'entreprise.

2.1.3. Le capital-investissement au secours du marché

Le capital-investissement se présente comme un régime de gouvernement d'entreprise complémentaire à celui du marché, lorsque ce dernier ne fournit pas une solution pertinente aux problèmes d'agence de la relation entrepreneur-investisseur.

(12) La réglementation prudentielle protège d'ailleurs l'épargne publique, en posant des limites sur la concentration des portefeuilles des investisseurs.

Dans le complément B, Marc Auberger montre que les difficultés du marché sont récurrentes pour certaines catégories d'entreprises, qui constituent donc des cibles naturelles du capital-investissement. Tout d'abord, la révélation de l'information *ex ante* est problématique lorsque sa production est coûteuse ; c'est le cas pour :

- les entreprises à activités complexes difficilement lisibles par les marchés, typiquement les entreprises technologiques ou en restructuration ;
- les entreprises soumises à une forte concurrence, qui ont tendance à édulcorer l'information qu'elles diffusent ;
- les petites entreprises, pour lesquelles naturellement le coût fixe d'acquisition de l'information est supérieur au gain potentiel que l'investisseur peut tirer.

Ensuite, le contrôle *ex post* du *management* trouve sa limite lorsque les caractéristiques de l'entreprise facilitent ces comportements. C'est évidemment le cas lorsque les *cash-flows* de l'entreprise sont récurrents, et que cette régularité constitue une tentation pour le *management* à l'indiscipline (stratégie fantaisiste de croissance externe, investissement aventureux...).

Même si les problèmes d'information *ex ante* et *ex post* sont mêlés, la première catégorie d'entreprises correspond bien à celles supportées par le *venture capital* (capital-risque et capital-développement), alors que la seconde est la cible d'opération de *buyout*. Le capital-investissement vient au secours du marché, explicitement lorsque une entreprise est retirée de la cote, implicitement lorsque sa gestion par le capital-investissement précède son introduction sur le marché.

Par sa prise de contrôle d'une entreprise, le fonds de capital-investissement opère *ex ante* et *ex post* : en déployant ses capacités d'expertise, il permet une valorisation correcte de l'entreprise (effet immédiat) ; en mettant en place un système d'incitation et de contrôle adapté, il aligne durablement les intérêts du *management* sur ceux des actionnaires (effet différé). Le capital-investissement scinde en deux la relation d'agence investisseur/entrepreneur en s'ajoutant comme intermédiaire. Il gère ainsi simultanément deux relations également caractérisées par des asymétries informationnelles : celle qui le lie en amont aux investisseurs, celle qu'il entretient en aval avec le *management* de l'entreprise.

Nous avons déjà décrit dans la section 1 de ce chapitre comment s'organise le partenariat entre les investisseurs (*limited partners*) et le fonds (*general partner*). La relation d'agence entre le fonds et le *management* (au sens large, inclus l'entrepreneur) des entreprises en portefeuille a été plus étudié dans la littérature, et donne lieu à une véritable « ingénierie organisationnelle », visant à inciter, à contrôler et à conseiller les *managers*. Nous y reviendrons dans la section 2.3.

2.2. Le capital-investissement : une industrie non régulée

2.2.1. Échapper à la réglementation des marchés

Le capital-investissement est défini à travers son caractère non coté, par opposition aux investissements cotés sur les marchés financiers réglementés. La faiblesse des réglementations pesant sur le capital-investissement se justifie par le mode de détention privée⁽¹³⁾, qui le réserve à des investisseurs expérimentés.

Plusieurs raisons amènent les investisseurs à vouloir éviter les marchés financiers réglementés :

- la régulation impose aux entreprises des obligations de transparence et de communication financière périodique qui sont très coûteuses, de plus en plus coûteuses, en termes de gestion administrative, comme la loi Sarbanes-Oxley en apporte l'illustration ;
- ces obligations de communication régulière induisent une forte préférence des marchés pour le court terme avec une exigence de progression régulière des résultats de l'entreprise aux dépens des investissements rentables sur le long terme mais coûteux à court terme. Baker, Stein et Wurgler (2003) montrent ainsi que les sociétés cotées dont la stratégie d'investissement est sensible à l'évolution du marché sont aussi celles qui obtiennent ensuite les rendements les moins élevés ;
- la régulation actuelle, tout en favorisant l'activisme des actionnaires, en limite l'étendue dans la mesure où elle enserme le *monitoring* actif des *managers* dans des limites étroites et réduit de fait la capacité des actionnaires à influencer la stratégie menée par les *managers*⁽¹⁴⁾.

Les avantages d'une non-cotation sont nombreux. La concentration de l'actionariat des entreprises non cotées rend les prises de contrôle agressives difficiles (DeAngelo et DeAngelo, 1987). Bierman (2003) souligne que le processus de gestion est simplifié : conséquence du retrait de la cote, moins de documents financiers sont à fournir notamment en ce qui concerne les obligations réglementaires propres à la Security of Exchange Commission (SEC) ou à l'AMF. Une fois en dehors de la cote, l'entreprise ne subit plus la réaction des marchés suite aux publications de documents financiers annuels ou trimestriels. Certains auteurs montrent que le choix des membres du conseil d'administration s'effectue davantage sur des critères de compétence plutôt que sur des critères de réputation.

(13) Pour nuancer ce point, on doit noter que certaines sociétés engagées dans le capital-investissement sont cotées sur des marchés publics, et que certains fonds investissent dans des entreprises cotées. C'est le cas d'Eurazeo, ou de Wendel Group en France, de 3I au Royaume-Uni, ou de KKR aux États-Unis.

(14) Des auteurs comme Roe (1990) ou Coffee (1991) remarquent que le cadre réglementaire et fiscal concernant les marchés financiers aux États-Unis limite considérablement l'activisme actionnarial.

Certes, pour le non-coté, il y a un manque évident de transparence. Mais, cette opacité permet de conserver les secrets de l'entreprise (confidentialité de la propriété industrielle), de développer ses activités de R&D et de mieux gérer sa politique d'innovation que dans les sociétés cotées (DeAngelo et DeAngelo, 1987). Enfin, le retrait de la cote permet également de prendre le temps pour une entreprise de définir sa stratégie et de mettre en œuvre ses décisions, sans craindre les critiques des analystes chaque trimestre (Jensen, 1993). Il y a une plus grande souplesse, une grande liberté d'action par rapport aux sociétés cotées.

2.2.2. Capital-investissement et marché : vers une architecture équilibrée ?

Doit-on en déduire de ce qui précède qu'il faut opposer le capital-investissement (*private equity*) à la cotation sur des marchés réglementés (*public equity*) ? Notre conviction est qu'il existe une architecture « idéale » du gouvernement d'entreprise qui associe le marché et le capital-investissement. La mise en place de cette architecture suppose un équilibre des relations entre les deux modes de gouvernance, qui rend possible une respiration « optimale » des entreprises d'un régime à l'autre. Lorsqu'il s'agit de capital-développement ou de capital-transmission (*buyout*), le passage par le capital-investissement est une forme d'interlude, dont la durée ne peut se prolonger du fait du caractère coûteux du « traitement » effectué par le capital-investissement. Pour les segments amonts du capital-investissement, le marché n'est qu'une sortie.

Dans le complément M à ce rapport, Jean-Bernard Schmidt explique que des marchés dynamiques sont indispensables à un fonctionnement sain de l'industrie du capital-risque dont l'action est nécessairement transitoire du fait du coût d'intermédiation associé.

La valorisation par le marché est en effet la référence pour l'entrée et la sortie, et permet d'évaluer la performance des gérants de fonds. En analysant la stratégie d'investissement de 2 179 firmes de VC ayant investi dans 16 354 sociétés entre 1975 et 1998 aux États-Unis, Gompers, Kovner, Lerner et Scharfstein (2005) constatent que les signaux envoyés par le marché orientent les décisions d'investissement des fonds parmi les secteurs. Cette sensibilité au signal du marché est d'autant plus grande que la capacité du fonds à analyser le marché et le secteur (c'est-à-dire son expérience) est importante. La performance élevée réalisée par ces fonds expérimentés est donc aussi liée à leur capacité à décoder les informations transmises par le marché. Si l'on rapproche ce résultat de celui obtenu par Baker, Stein et Wurgler (2003) pour des sociétés cotées, il apparaît ainsi de manière paradoxale qu'un avantage du *private equity* sur le *public equity* réside dans une capacité supérieure à exploiter l'information des marchés pour la transformer en valeur.

Dans le segment du *buyout*, le « retour » périodique vers le marché apparaît comme un élément d'évaluation indispensable, une manière d'éclairer le travail des gérants, de concrétiser la création de valeur en ne se référant pas simplement à une évaluation d'expert.

Il existe donc une architecture équilibrée, qui associe *public equity* et *private equity*, réalisant une gestion optimale de la relation d'agence investisseur-entrepreneur. Pourtant, la multiplication des LBO secondaires (cession d'une entreprise en portefeuille à un autre fonds de capital-investissement), la montée en taille des *deals*, le recours croissant des fonds à des véhicules cotés ou encore le rapprochement entre capital-investissement et fonds d'arbitrage modifient cette architecture. L'encadré 3 rend compte de l'opinion de Tim Jenkinson (2007) sur ce sujet.

Le maintien de cette architecture est extrêmement dépendant du contexte réglementaire dans lequel opèrent le marché et les fonds. On a vu précédemment comment le *Prudent Man Rule Act*, ou plus récemment le *Sarbanes-Oxley Act*, ont favorisé le *delisting* et accéléré le développement du capital-investissement. L'inefficacité des marchés, notamment leur surréglementation, alimente certes le segment *buyout* du capital-investissement, mais elle constitue aussi une formidable barrière à la sortie des projets, et donc à la création de valeur.

L'encadrement étroit du fonctionnement des marchés est une condition absolue de leur efficacité. Il reste toutefois à trouver le bon équilibre entre la protection de l'épargne publique et la possibilité pour les actionnaires des sociétés cotées d'effectuer leur travail, c'est-à-dire de pratiquer l'actionariat actif pour mettre sous pression le *management*. En revanche, les travaux de la commission Walker (2007a et b), les recommandations contenus dans les rapports de l'autorité de contrôle britannique (FSA, 2006 et 2007), ou encore celles du groupe de travail Sterling de l'OCDE (*cf.* le complément C à ce rapport rédigé par Adrian Blundell-Wignall et Annabel Bismuth) montrent qu'il n'y pas de lieu d'organiser une régulation spécifique du secteur du capital-investissement, car ce dernier concerne des investisseurs sophistiqués et ne mobilise donc pas directement l'épargne publique. Il est évidemment nécessaire de surveiller les opérations qui ont un impact sur le fonctionnement des marchés publics afin de protéger les intérêts des actionnaires (opération de retrait de la cote), mais la réglementation des marchés existante le permet. Il est aussi important d'imposer des normes prudentielles sur le niveau des engagements des investisseurs dans le capital-investissement. Ces points sont discutés dans le chapitre 3.

Le rapprochement des fonds d'arbitrage activistes et des fonds de capital-investissement est une question cruciale, car elle infirmerait la thèse d'une spécificité du capital-investissement. Les compléments rédigés par Bertrand Jacquillat (*cf.* complément A) et Ghizlane Kettani (*cf.* complément D) offrent deux points de vue opposés sur le sujet. L'OCDE regroupe les deux catégories sous le label « *pools* de capitaux privés » ou encore « structures de placement alternatives ». Le point commun entre les deux

3. Peut-on imaginer la fin du *public stock market* ? La réponse de Tim Jenkinson (2007)

Face à la montée spectaculaire des capitaux collectés par les fonds de *buyout* et la multiplication des opérations de P2P (*public to private*), Tim Jenkinson (2007) s'interroge sur la possibilité d'une transformation profonde des économies de marché. Le *private equity* peut-il évincer progressivement le *public stock market* ?

L'apparition des méga-*buyouts*, la comparaison entre le volume des introductions en bourse (aux alentours de 200 milliards de dollars) et celui des fonds collectés par les fonds de *buyout* (au-delà de 300 milliards de dollars) et la multiplication des *buyouts* secondaires plaident en faveur d'une éclipse progressive du *public equity*. Pourtant, Tim Jenkinson reste prudent en notant qu'il est difficile de mesurer les flux nets d'actifs qui passent du *public* au *private equity*. Par exemple, on ne distingue pas parmi les sorties par cession (*trade sale*) celles qui s'effectuent vers une société cotée des autres. Il apparaît que l'Europe est beaucoup moins affectée que les États-Unis par les opérations de P2P.

Le déploiement de grosses opérations de *buyout* en Europe se heurte à la difficulté de recourir au P2P : barrières réglementaires, fiscales voire politiques ou syndicales... sans compter la capacité accrue des actionnaires à faire monter les enchères de ces opérations. L'assèchement actuel de liquidités ne risque pas d'inverser cette tendance. Le marché des *buyouts* secondaires, comme celui des recapitalisations, a été en partie nourrie par la baisse des taux d'intérêt, qui a permis d'accroître davantage le levier, plutôt que par de nouvelles perspectives de développement offerts par l'acheteur. Le resserrement des conditions du crédit peut favoriser un retour vers le *public equity* des entreprises concernées.

On est donc loin d'assister à la mort du coté. Bien au contraire, le capital-investissement peut le revivifier comme en témoigne la mise en place de ce que Jenkinson nomme le *Private Equity 2.0*. Par ce terme, il désigne les stratégies hybrides « cotés/non-cotés » suivies par des fonds de *buyout*, qui cherchent à s'affranchir des opérations « sèches » de P2P (contrôle progressive des sociétés cotées, maintien d'un flottant coté...) et approchent ainsi leur activisme actionnarial de celui des *hedge funds*.

En ce qui concerne le segment du *venture capital* (VC), Jenkinson souligne le succès (y compris international) du marché londonien déréglementé AIM (*Alternative Investment Markets*), qui, non seulement, accueille un nombre croissant d'introduction en bourse, mais aussi opère comme un substitut direct au financement par le capital-investissement.

activités est d'utiliser l'activisme actionnarial pour créer de la valeur. Le fonds de capital-investissement agit à l'extérieur du marché et de manière durable, alors que les fonds d'arbitrage utilisent les mécanismes de marché. En s'impliquant dans la gestion opérationnelle de l'entreprise, les premiers « construisent » la création de valeur, alors que les seconds la « concrétisent instantanément » en affectant le mécanisme décisionnel de vote des actionnaires. Il n'appartient pas à ce rapport de savoir si l'action à court terme des fonds spéculatifs activistes améliore l'efficacité des marchés et la gouvernance des entreprises. En revanche, nous devons constater que le capital-investissement agit sur un horizon fondamentalement différent.

2.3. Inciter, contrôler et accompagner le *management* : une ingénierie organisationnelle commune au capital-investissement

2.3.1. Inciter le management

L'alignement des intérêts des *managers* et des actionnaires est un thème habituel de la « corporate governance ». Selon Jensen et Meckling (1976), les conflits entre actionnaires et *managers* se produisent lorsque ces derniers possèdent moins de 100 % des droits résiduels sur l'entreprise et ne récoltent donc pas la totalité des fruits des efforts engagés pour faire prospérer les projets de l'entreprise. Les *managers* s'emploient alors à effectuer un transfert des ressources de l'entreprise en faveur de leur intérêt personnel aux dépens de l'intérêt des actionnaires.

Le capital-investissement utilise pleinement les outils d'incitation à destination du *management*, au point que cette ingénierie constitue une « marque de fabrique ». Il est vrai que les sociétés cotées y recourent également, mais on doit reconnaître que le capital-investissement, surtout aux États-Unis, a été à l'avant-garde dans ce domaine.

Les bons de souscription d'action, les *stock-options* ou le *management package* sont autant de mécanismes qui participent au système d'incitation. Tout d'abord, les bons de souscription d'actions (BSA) : le nombre d'actions auquel ils donnent droit dépend du taux de rendement interne (TRI) atteint. Cependant, des mécanismes dilutifs peuvent être mis en place, dans lesquels le *management* dispose dès le départ de la part maximale du capital à laquelle il peut prétendre en cas de succès (TRI maximal) ; celle-ci venant se réduire à la concurrence des contre-performances enregistrées. Les *stock-options* constituent le second instrument d'intéressement : leur nombre est souvent indexé sur le taux de rendement interne et leur versement peut être réalisé sur toute la durée, si on prend le cas des LBO. Mais l'incitation ne s'arrête pas là : le *management package* comprend deux principaux éléments :

- l'avantage incitatif à l'entrée ou *sweet equity* : c'est l'intéressement accordé par les investisseurs à l'équipe de *management* et qui est fonction de l'atteinte ou du dépassement d'objectifs fixés par le *business plan*. Ce mécanisme confère au *management* un effet multiplicatif ;

- la participation supplémentaire à la sortie ou *ratchet* : ce mécanisme fonctionne à l'aide de BSA et s'applique à partir du moment où le capital-investisseur réalise un niveau de plus value seuil.

En résumé, la rémunération des *managers* est devenue un sujet de négociation très important aujourd'hui. Cette tendance est d'autant plus forte que des banques, des cabinets d'avocats, d'audit, ou des sociétés indépendantes se sont spécialisées dans le conseil en rémunération pour les dirigeants.

2.3.2. Contrôler et discipliner le management

Le *monitoring* est l'ensemble des actions visant à mesurer la performance des agents et à mettre en œuvre les récompenses s'y rapportant. Ce *monitoring* réduit les coûts d'agence en concentrant les *managers* sur les activités qui sont créatrices de valeur et en les empêchant de s'engager dans des projets contreproductifs pour la firme. De même, les fonds de capital-investissement exercent un *monitoring* et une surveillance stricts des *managers* par le biais des membres qu'ils désignent au sein des conseils d'administration, avec pour objectif principal de créer de la valeur pour les investisseurs.

Dans les opérations de *buyout*, la dette est aussi utilisée pour discipliner les *managers*. Les *managers* sont disciplinés par la dette puisqu'ils ne sont rémunérés que lorsque les rendements du capital dépassent le coût du capital. Le recours massif à l'effet de levier signale au *manager* que le capital possède un coût élevé et que les firmes managées en LBO doivent gagner un retour sur investissement suffisamment élevé pour pouvoir payer à la fois l'intérêt et le principal de la dette. Les investisseurs en LBO cherchent ainsi à faire reconnaître au *manager* le vrai coût du capital.

2.3.3. Accompagner le dirigeant dans sa prise de décision

Mais la symbiose entre l'investisseur et le *management* n'est pas que du niveau du contrôle, de la carotte et du bâton. En réalité, toutes les décisions managériales sont modifiées par cette relation spécifique, qui donne une perspective nouvelle à l'articulation *shares holders* et *stakes holders*⁽¹⁵⁾. L'intérêt d'une forte implication du capital-investisseur réside dans l'accompagnement du dirigeant dans sa prise de décision. C'est peut-être là que se situe une alchimie très particulière et très efficace. C'est ainsi que Fama et Jensen (1983 et 1985) distinguent quatre étapes dans le processus de décisions dans des entreprises de capital-investissement qui associe actionnaire et *management* :

- l'initiative, qui se décompose en deux sous étapes : l'élaboration des projets et la définition de l'ensemble des choix réalisables. Durant cette étape, le capital-investisseur apporte son expertise en matière de :

- réseaux de contacts tant sur le plan technique, financier, commercial... ;

(15) Voir Tirole (2006) pour une discussion du concept et des avantages du concept de « *stakeholder society* ».

- connaissance du secteur ;
- expérience dans la pratique du métier d'investisseur ;
- la ratification du projet d'investissement : dans cette étape, l'investisseur va chercher à connaître l'adéquation du projet avec les perspectives futures préalablement définies. Elle est fonction des orientations contenues dans le *business plan* ;
- la mise en œuvre : elle consiste à exécuter les différentes décisions ratifiées. Le capital-investisseur peut contrôler l'utilisation des ressources qui est faite par l'entreprise. Le niveau de risque et la nature du projet à financer peuvent amener l'investisseur à réaliser son apport par étapes ;
- la surveillance : cette étape implique la mesure des performances. Elle permet de vérifier si les résultats obtenus répondent aux objectifs fixés. C'est à cette étape que d'éventuelles sanctions peuvent être prises.

L'expérience des dirigeants est un facteur explicatif de l'impact du capital-investisseur dans les décisions managériales : moins le dirigeant a d'expérience et plus il est réceptif aux conseils de l'investisseur.

On mesure en décrivant cette ingénierie organisationnelle sophistiquée que le travail réalisé par le fonds pour le compte de ses investisseurs est coûteux, car faisant appel à des compétences rares en matière de *management*, conseil... qui créent des rendements décroissants. Le coût de l'intermédiation réalisée par le fonds d'investissement pour le compte des investisseurs est donc substantiel. Nous verrons dans le prochain chapitre comment la rémunération du fonds grève le rendement net servi aux investisseurs.

2.4. Capital-investissement et innovation financière

Le capital-investissement se singularise par la manière dont cette industrie a promu et mis en place des outils financiers sophistiqués. Cette inventivité a affecté les deux segments *venture capital* et *buyout* pour des raisons différentes.

Soulignons d'emblée que la logique financière du capital-investissement participe pleinement à la gestion de la double relation d'agence entre fonds et investisseurs, d'une part, et fonds et *managers*-entrepreneurs, d'autre part. Il serait donc absurde de vouloir séparer l'optimisation financière, dont l'objectif serait de réduire le coût du capital, de l'optimisation opérationnelle ou réelle. C'est au contraire par l'imbrication de ces deux logiques que le capital-investissement crée de la valeur.

Du point de vue de la finance, le segment *venture capital* se distingue en ce qu'il cible des entreprises jeunes, risquées, opérant sur des marchés en expansion, dégageant de faibles *cash-flows* et dépourvues d'actifs matériels. Dans le complément E de ce rapport, Antoine Renucci montre en quoi cette situation particulière a favorisé le développement de dispositifs financiers originaux, qui ne sont ni de la dette traditionnelle, ni des actions or-

dinaires. La séparation des droits au flux financiers et des droits de contrôle, la multiplication des droits contingents à des mesures de performance et l'utilisation de titres hybrides comme les *convertible preferred stocks* participent à ce mouvement.

Le segment du *buyout* a également eu recours à ces instruments originaux, mais il y a ajouté l'utilisation systématique de la dette. Rappelons que le *buyout* concerne des sociétés opérant sur des marchés matures, dégagant des *cash-flows* réguliers, et donc susceptibles de supporter une dette importante. Le recours au levier d'endettement permet tout à la fois d'organiser les incitations pesant sur le *management* et de réaliser une optimisation financière réduisant le coût du capital en gérant et répartissant au mieux les risques. Au cours des dernières années, la liquidité disponible et la recherche de rendements élevés par les investisseurs ont encore contribué à augmenter la complexité de la finance associée aux transactions de *buyout*.

Dans le but d'acquérir une société, le fonds de *buyout* crée une *holding* destinée à porter la dette émise pour financer l'opération. Cette structure reçoit des fonds propres apportés par le fonds *buyout* en provenance des investisseurs, et émet une dette garantie par l'actif de la société cible. Dans la plupart des cas, un syndicat est constitué pour porter la dette. Cette dette revêt ainsi une forme hybride⁽¹⁶⁾ à mi-chemin entre une dette bancaire traditionnelle et une dette désintermédiée.

Comme indiqué dans l'encadré 4, la dette est structurée en tranches senior et subordonnée. L'étendue des instruments destinés à financer les opérations LBO est vaste et se trouve enrichie en permanence par des nouveautés issues de l'innovation financière.

Les techniques directement inspirées des dernières innovations financières ont été utilisées par les intermédiaires financiers et le marché pour redistribuer le risque spécifique à certaines opérations financières, comme le risque spécifique relatif à la dette LBO. Les opérations de syndication de la dette entre plusieurs investisseurs LBO, réunis pour acquérir une même entreprise cible, servent aussi à partager le risque. De même, grâce aux instruments issus de l'innovation financière, comme les dérivées de crédit, les marchés et les intermédiaires bancaires ont adopté de nouvelles pratiques de *management* du risque. Ces pratiques permettent aux banques de se couvrir contre les risques liés à l'émission de dettes très risquées, à destination des fonds LBO par exemple. Un *management* du risque adéquat a permis aux banques de prêter davantage aux fonds LBO tout en gardant le même niveau de risque souhaité. Une fois l'entreprise cible rachetée, les investisseurs LBO peuvent effectuer des recapitalisations qui leurs permettent d'obtenir des fonds supplémentaires destinés à satisfaire les besoins opérationnels de l'entreprise rachetée ou plus simplement à extraire des

(16) Le développement de la dette syndiquée et du marché associé (*syndicated loan market*) est décrit dans Gadanez (2004).

4. Nature de la dette dans les transactions de LBO

La dette associée à une acquisition par LBO se structure autour d'une dette senior et d'une dette mezzanine. La dette senior est proche d'un endettement bancaire classique dont les modalités sont habituelles, à savoir : une maturité du contrat de dette qui va de cinq à sept ans avec une partie amortissable, et l'autre remboursée à l'échéance terminale, et des « clauses de limitations » (*covenant*) de la marge de manœuvre des propriétaires (limitation de l'investissement et non versement des dividendes pendant la durée du contrat), avec un taux d'intérêt contractuel, qui est légèrement supérieur au taux de refinancement interbancaire.

La dette mezzanine, elle, est plus spécifique, dans la mesure où elle est conditionnée par le remboursement préalable de la dette senior. Ses modalités sont donc différentes de celles d'une dette senior et se distingue donc d'une dette bancaire classique en de nombreux aspects. Outre le fait que la maturité du contrat de dette soit supérieure à celle de la dette senior (entre sept à dix ans), les *covenants* sont moins contraignants (ils ne proscrivent pas, par exemple, les opérations de croissance externe). Bien évidemment, le taux d'intérêt sur l'emprunt mezzanine est plus élevé que sur le senior. Et surtout, les prêteurs en mezzanine (les « mezzaneurs ») ont un accès au capital de la cible, par bons de souscription d'action, dont le paiement intervient après le remboursement des intérêts de la dette.

Le montant de l'emprunt en mezzanine est nécessairement inférieur à celui de l'emprunt senior. Selon les chiffres fournis par Axelson et *alii* (2007), l'emprunt senior atteint en moyenne 4,5 fois l'EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) alors que l'emprunt mezzanine permet d'augmenter ce ratio en moyenne à 5,5.

Le financement par mezzanine autorise donc une plus grande liberté que le financement par contrat de dette senior, mais à un coût plus élevé. Dans l'échantillon de Axelson et *alii* (2007), le *spread* (écart au LIBOR) associé à la dette senior est de 264 points, alors que le *spread* de la dette mezzanine est à 826 points. En dépit de ce coût supplémentaire, la dette mezzanine augmente significativement l'effet de levier financier au-delà de ce que permettrait un financement bancaire classique.

dividendes pour les actionnaires LBO. Les recapitalisations, réalisées dans un contexte macroéconomique favorable peuvent conduire à des structures d'endettement très risquées en raison de l'effet de levier élevé.

L'article de Afelson, Jenkinson, Stromberg et Weisbach (2007) constitue l'étude de référence en matière de structure financière des transactions de LBO. En rassemblant des données exhaustives de sources diverses, il apparaît que sur les dix dernières années, en Europe comme aux États-Unis, les fonds propres apportés par le (ou les) fonds LBO couvrent autour

de 30 % du prix d'acquisition, le complément étant apporté par différentes formes de dette. La proportion dette/fonds propres s'est accrue lors des dernières années, mais c'est surtout lorsque l'on rapporte le niveau de la dette à l'EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) que l'on observe une augmentation sensible : en 2006, en Europe comme aux États-Unis, la dette émise lors de l'acquisition représente plus de cinq années d'EBITDA contre quatre années en 2000. Le chargement en dette de la société sous LBO est transitoire : le ratio dette/fonds propres décroît après l'acquisition par le fonds pour atteindre lors de la sortie un niveau comparable à celui des sociétés cotées équivalentes.

La structure « 70-30 % » dette/fonds propre d'une société sous LBO est exactement à l'inverse de celle d'une société cotée. Comment peut-on expliquer cette différence ? Est-elle due aux spécificités des sociétés ciblées par les fonds LBO, ou à la capacité de ces fonds à optimiser la structure financière ? Alfenson et *alii* (2007) examinent ces questions en confrontant un échantillon de 153 transactions LBO réalisées en Europe et aux États-Unis entre 1985 et 2006 à des sociétés cotées équivalentes.

Il apparaît qu'il n'existe aucune relation systématique entre le niveau de levier d'une société LBO et celui d'une société cotée équivalente en termes de secteur d'activité et de zone géographique. Dans le même sens, les auteurs observent que le levier s'accroît considérablement lors du LBO sans qu'il ne soit possible de repérer une relation systématique entre les leviers *ante-LBO* et *post-LBO*. Ces deux faits montrent que les déterminants du niveau de levier lors d'un *buyout* sont différents de ceux d'une société publique. En particulier, à l'inverse des sociétés publiques équivalentes, le niveau du levier des sociétés sous LBO est plus lié aux conditions du marché du crédit qu'aux caractéristiques spécifiques de l'entreprise.

Parmi les sociétés sous LBO, il existe une relation systématique entre les ratio dette/EBITDA et prix d'acquisition/EBITDA, ce qui peut indiquer que le recours au levier pousse les prix vers le haut. Les conditions sur le marché financier pèsent ainsi simultanément sur ces deux ratios. Le développement rapide du marché des prêts syndiqués (*cf.* Gadanez, 2004) au cours de la période a eu son influence sur l'essor du segment LBO. Le retournement auquel nous assistons actuellement va profondément modifier cette donne.

2.5. Le capital-investissement et l'horizon temporel

Dans son article fondateur de 1989, Michael Jensen présente l'allongement de l'horizon comme un avantage décisif de la gouvernance du capital-investissement dans son segment *buyout*. En s'isolant de la pression des marchés, les *managers* correctement incités disposent d'un horizon long pour orienter les investissements de la société.

Pourtant, dans ce segment *buyout*, la multiplication des *deals* secondaires, des opérations de recapitalisation, des IPO rapides ainsi que l'augmen-

tation du levier ont conduit à s'interroger sur la volonté des fonds à orienter véritablement leur stratégie vers une création de valeur durable plutôt que sur la recherche d'un profit de court terme facilité par le traitement fiscal de la dette et du *carried interest*.

La question de l'horizon se discute moins pour le segment *venture capital*, même si l'on a observé aux États-Unis une multiplication des étapes et des tours de financement, qui fait passer l'entreprise innovante d'un fonds à un autre. Pour Hege, Palomino et Schwienbacher (2006), cette « séquentia-lisation » est un moyen de mieux spécialiser les fonds et accroît la performance des entreprises concernées.

Sur les deux segments *venture capital* et *buyout*, la période de référence du capital-investissement est plus longue que celle de l'univers coté. Ju-geons-en, la durée de vie d'un fonds de capital-investissement est de dix à treize ans en moyenne. Cette durée se décompose en trois périodes : une première période (trois à cinq ans) où les gestionnaires réunissent des fonds auprès des *limited partners*, une deuxième période où ces fonds sont réinvestis et enfin, une troisième période où les gestionnaires récupèrent les fonds investis, matérialisent leurs gains et les rendent aux investisseurs après une période d'immobilisation de dix ans. Les investisseurs accompagnent donc les entreprises rachetées dans le fonds de capital-investisse-ment pendant une longue période.

Sur un échantillon de 2 798 *buyouts* réalisés entre 1971 et 2004, Gottschalg (2007) estime qu'une entreprise cible reste en moyenne 5,3 années dans le portefeuille du fonds. Ljungqvist et Richardson (2003) estiment que le délai moyen parmi les fonds (73 fonds matures levés entre 1981 et 1993) pour que le montant cumulé des *cash-flows* négatifs et positifs soit nul (*payback period*) est de 7 ans. Kaserer et Diller (2004) obtiennent un délai moyen de 7,4 ans parmi 777 fonds européens levés entre 1980 et 2003. Ce lent retour contraste avec la durée moyenne d'un placement dans une entreprise cotée sur les marchés financiers, qui serait de 1,1 mois ! Cette comparaison a évidemment peu de sens.

C'est pourquoi Gottschalg (2007) compare la durée de détention d'une société par un fonds LBO à celle d'un bloc d'actions (> 5 % de la capitali-sation) d'une société cotée par un investisseur stratégique. Il apparaît que l'engagement du fonds est significativement plus long que celui de l'investis-seur stratégique dans une société cotée.

L'augmentation des LBO secondaires ces dernières années a certaine-ment réduit la durée de détention. En même temps, nous avons déjà indiqué en quoi ce phénomène n'était pas pérenne.

En ce qui concerne l'efficacité opérationnelle de l'entreprise, des auteurs comme Coffee (1991) ou Bhidé (1993) affirment que seuls les investisseurs orientés « long terme » peuvent exercer un *monitoring* efficace. En effet, cet horizon long permet aux investisseurs, de concert avec le *management*, de s'engager à opérer des changements au niveau de la stratégie de l'entre-

prise. Or, ces changements de stratégie, destinés à rendre l'entreprise plus efficace, demandent du temps pour se traduire dans les résultats. Le non-coté privilégie donc les stratégies de création de valeur qui ne se matérialisent que sur de longues périodes. Comme l'ont noté Stein (1988) ou Baker, Stein et Wurgler (2003), ces stratégies de création de valeur ne peuvent pas être réalisées alors que l'entreprise est cotée car les marchés financiers, focalisés sur la progression régulière des résultats opérationnels à court terme ne valorisent pas la création de valeur à terme.

2.6. Capital-investissement et croissance

Le capital-investissement est particulièrement adapté à des entreprises dont le dynamisme est crucial à la croissance.

Le complément I réalisé par Villemeur et Alexandre analyse avec précision le lien entre capital-investissement et innovation. Ce lien est évident pour le capital-risque, il l'est un peu moins pour le *buyout*, dans lequel la performance se mesure plutôt en gains de productivité interne à l'entreprise. Il nous semble tout de même pertinent d'accoler le mot innovation à ce segment du capital-investissement pour souligner qu'il constitue en lui-même une innovation de nature organisationnelle, qui accroît la performance macroéconomique.

5. Mesurer le lien entre capital-investissement et taux de croissance macroéconomique

Le lien entre capital-investissement et croissance s'appréhende d'abord de manière microéconomique, au niveau des firmes et de leurs dynamiques de développement. Peu d'études ont donc tenté d'établir un lien au niveau macroéconomique entre le taux de croissance du PIB et la part de ce dernier que l'économie consacre au capital-investissement.

Meyer (2006) examine cette corrélation parmi vingt économies européennes entre 1994 et 2005 en décomposant le capital-investissement en trois segments : *early stages*, *venture capital* et *buyouts*.

Le taux de croissance du PIB est régressé sur ces différentes variables, ainsi que sur le niveau initial du PIB et un « effet fixe » pays. Il apparaît alors qu'il existe une relation robuste et positive entre taux de croissance et intensité du capital-investissement. Selon l'auteur, une augmentation de 0,1 % de la part du capital-investissement dans le PIB est associée à une hausse du taux de croissance du PIB de 0,2 % s'il s'agit de *buyout*, de 0,4 % pour le *venture capital* et de 1,2 % pour le *early stage*.

Ces chiffres sont très spectaculaires et présentent le capital-investissement comme la poule aux œufs d'or de la croissance. Il convient donc d'être prudent notamment sur le sens de la causalité entre les variables. Toutefois, ils indiquent que le capital-investissement est bien associé à un dynamisme de l'économie. Ce diagnostic sera affiné dans la section 3 du chapitre 2.

En fait le LBO vise moins à stimuler l'innovation qu'à créer de la valeur dans une entreprise en procédant à une réorganisation de ses actifs. De plus, lorsque l'entreprise se trouve dans un stade plus avancé de son cycle de vie, les innovations réalisées ont plus de probabilité d'être incrémentales et moins significatives que dans le cas du décollage où les entreprises ont une capacité d'innovation importante et où la probabilité d'une innovation de rupture est plus forte.

C'est surtout en augmentant la productivité des entreprises sous contrôle que le LBO agit sur la croissance. Ce gain de productivité passe par une réorganisation des actifs et par une réduction des problèmes d'agence à l'intérieur de l'entreprise. Ainsi, la rémunération des *managers* et éventuellement d'autres employés est davantage liée à la performance de la firme. De plus, la réduction du *free cash flow*⁽¹⁷⁾ découlant de l'opération de LBO a pour effet de diminuer la probabilité d'investir dans des projets « non productifs ». On peut résumer cela en affirmant que ce sont les changements aux incitants et aux opportunités auxquels se trouvent confrontés les *managers* à la suite d'un LBO qui peuvent mener à des améliorations de la productivité. Il s'agit donc d'une relation avec l'innovation différente de celle du capital-risque.

La relation entre croissance et capital-investissement sera examinée de manière approfondie dans la section 3 du chapitre 2.

(17) Le « *free cash-flow* » est l'excédent net de trésorerie après financement des investissements d'exploitation et de distribution (dividendes). Autrement dit, c'est l'excédent dégagé par l'entreprise qui serait mis à la disposition des créanciers et actionnaires.

Chapitre 2

Le capital-investissement est-il performant ?

Le chapitre précédent a montré que le capital-investissement constituait un mode spécifique de gouvernance et de financement des entreprises. La thèse défendue dans ce rapport est que le capital-investissement est un élément essentiel du renouvellement du capitalisme, particulièrement pertinent pour notre pays.

Ce chapitre est consacré à une analyse de la « performance » du capital-investissement. La performance est d'abord analysée du point de vue de l'investisseur. L'investissement dans cette classe d'actifs est-il attractif comparé à un placement boursier ? Le capital-investissement est-il un simple moyen de diversifier un portefeuille, ou bien génère-t-il un sur-rendement ? Doit-on faire une différence entre les compartiments *venture capital* et *buyout* du capital-investissement ? Ces questions concernent la performance « privée » du capital-investissement.

La performance est ensuite comprise dans sa dimension sociale. Comment le capital-investissement contribue-t-il au dynamisme entrepreneurial ? Est-il susceptible de favoriser l'innovation par le *venture capital* ? La restructuration des sociétés sous LBO est-elle favorable à la productivité et à l'emploi ?

Considérer simultanément ces deux aspects de la performance est crucial, car l'écart entre la performance « privée », d'une part, et la performance « sociale » de l'autre conditionne deux alternatives de politique économique :

- offrir un environnement favorable au développement du capital-investissement, c'est-à-dire lever les barrières à son développement ;
- remettre le capital-investissement à sa juste place, c'est-à-dire redonner de l'importance au marché.

Les évidences collectées dans le chapitre aboutissent à une conclusion robuste, qui peut aller à l'encontre de l'opinion commune sur le capital-investissement. D'une part, la performance financière du capital-investissement n'est pas formidable. D'autre part, le capital-investissement est vecteur de croissance en ce qu'il favorise l'innovation et dynamise le tissu des

entreprises. L'écart entre ces deux angles de la performance nourrit les propositions présentées dans le chapitre 3.

Avant de présenter ces éléments, il est important de souligner que les études réalisées à partir de données françaises sont rares⁽¹⁸⁾. La littérature s'est d'abord focalisée sur le capital-investissement aux États-Unis, pays dans lequel il est le plus développé et les données sont les plus nombreuses. Le développement du capital-investissement en Europe a permis d'enrichir les bases de données et d'affiner l'étude de la performance du capital-investissement mondial. Peu d'études⁽¹⁹⁾ ont adopté une perspective comparative entre pays, ou entre l'Europe et les États-Unis, de sorte qu'il est délicat d'en tirer des conclusions sur l'hétérogénéité des performances parmi les pays. Ce chapitre s'appuiera donc pour l'essentiel sur des données collectées hors de France. Nous pensons que la généralité de ces résultats ou les interrogations qu'ils suscitent valent aussi bien pour la France que pour les autres pays industrialisés comparables. Le chapitre 3 présentera les enseignements à en tirer pour orienter l'action publique en France.

Ce chapitre est organisé en trois sections. La première examine la performance financière nette et brute de l'actif capital-investissement. La seconde section propose des éléments d'analyse économique de ces rendements. Enfin, la troisième et dernière section est consacrée à la performance sociale du capital-investissement. Les compléments F, G, H et I accompagnent le chapitre.

1. Performance de l'actif capital-investissement : une énigme du rendement ?

Cette première section est consacrée à l'examen des rendements « privés » de l'actif capital-investissement, c'est-à-dire au niveau de rémunération que les fonds servent aux investisseurs. Cette performance nette est l'aboutissement de la relation entre le fonds et les sociétés constituant son portefeuille, d'une part, et du contrat passé entre le fonds et les investisseurs, d'autre part.

Relativement à d'autres compartiments de la gestion d'actifs (*mutual funds, hedge funds...*), la littérature a cherché à repérer des « anomalies »

(18) L'AFIC (Association française des investisseurs en capital) publie annuellement des études réalisées par Ernst&Young pour les rendements (*cf.* AFIC, 2007), PriceWaterHouseCoopers pour l'activité (*cf.* AFIC, 2008). Parmi les quelques études académiques indépendantes exploitant des données françaises, on peut citer Desbrières et Schatt (2002) ou l'étude entreprise par Quentin Boucly, David Sraer et David Thesmar dont le complément H à ce rapport rend compte.

(19) Les études comparatives effectuées concernent le segment *venture capital*. On peut ainsi citer l'article de Da Rin, Nicodano et Sembellini (2007), qui identifie à l'aide d'un panel de pays européens les politiques économiques favorables au développement du capital-risque, et l'étude de Hege, Palomino et Schwienbacher (2006), qui compare les performances du *venture capital* européen et américain à l'aide de données microéconomiques.

dans les caractéristiques des rendements servis par le capital-investissement, qui seraient révélatrices des spécificités de cette activité. Cette démarche revêt un quadruple intérêt :

- relatif à la gestion de portefeuille opérée par l'investisseur : Le niveau de détention de l'actif capital-investissement est-il compatible avec les caractéristiques de son rendement ? Comment ce rendement compense-t-il l'investisseur du risque et de l'illiquidité associés à cet investissement ?
- relatif à la spécificité de la relation contractuelle nouée entre le fonds et les investisseurs : Comment la détermination du rendement participe-t-elle à cette relation ? Comment se partagent le risque et la rente des projets entre les investisseurs (*limited partners* – LP) et le fonds (*general partner* – GP) ?
- relatif à la sélection des projets parmi les fonds : Quel est le taux d'actualisation utilisée par le fonds pour retenir le projet ? Comment le fonds gère-t-il les entrées et sorties des sociétés de son portefeuille ?
- relatif à l'environnement concurrentiel dans lequel opère l'industrie du capital-investissement : le niveau de rendement permet-il de « trier » les fonds les plus performants ? la structure de ces rendements révèle-t-elle l'existence de barrières à l'entrée ou de rentes non concurrentielles ? la dynamique de l'industrie contribue-t-elle à alimenter le cycle qui caractérise l'activité de l'industrie ?

Pour exposer ces points, nous suivons la structure du survol de la littérature proposé par Ludovic Phalippou (2007). Dans une première sous-section, nous nous intéresserons aux mesures des performances brutes et nettes des fonds, puis, dans un second temps, nous verrons si l'exposition au risque explique le niveau de ces rendements. Les compléments F et G rédigés par Patrick Artus pour l'un, et par Oliver Gottschalg et Ludovic Phalippou pour l'autre, apportent un éclairage complémentaire.

1.1. Mesurer la performance « privée »

1.1.1. La performance moyenne des fonds

L'article de Kaplan et Schoar (2005) est la référence ; il s'agit d'évaluer le rendement net servi aux investisseurs par les fonds sur leur durée de vie. Ces auteurs utilisent un large échantillon de fonds américains matures⁽²⁰⁾, constitués au cours de la période 1980-1997. Les données proviennent de Venture Economics et couvrent 746 fonds opérant dans les segments *venture capital* (VC) et *buyout* (BO), dont le GP est identifié.

(20) Un fonds est mature s'il est effectivement liquidé ou bien inactif. Un fonds est inactif si une des deux conditions suivante est vérifiée :

- la mesure de rendement comptable du fonds est inchangée depuis six trimestres ;
- la valeur résiduelle nette, reportée dans les comptes du fonds, représente moins de 10 % du capital promis (*committed*).

Pour chacun de ces fonds, Kaplan et Schoar disposent jusqu'en 2001 des chroniques de *cash-flows* entre LPs et GP, ainsi que de la valeur résiduelle du fonds lorsque ce dernier est inactif. Pour un fonds liquidé, le rendement se calcule sur la base des versements effectivement réalisés sur son horizon de vie. Pour les fonds inactifs, la valeur résiduelle est considérée comme un *cash-flow* intervenant à la dernière date. Plutôt que d'utiliser un taux de rendement interne (TRI), Kaplan et Schoar mesurent la performance nette par un indice de profitabilité dit de PME (*public market equivalent*)⁽²¹⁾. Cet indice compare la performance du fonds à celle résultant d'un placement, à calendrier de *cash-flows* équivalents, dans un actif indicial S&P 500. L'indice moyen (pondéré par le *committed capital* des fonds) calculé sur l'ensemble des fonds est de 1,05, ce qui confère un avantage au capital-investissement sur le coté. À durée d'investissement identique, confier⁽²²⁾ 1 euro à un fonds de capital-investissement serait en moyenne aussi profitable que d'investir 1,05 euro dans un placement coté S&P 500. La profitabilité moyenne servie par le segment VC serait sensiblement supérieure à celle du compartiment BO avec un indice PME de 1,21 contre 0,93.

En termes annuels, c'est-à-dire en tenant compte de la durée de l'investissement⁽²³⁾, l'écart entre le rendement net moyen du capital-investissement et le rendement du coté est certes positif mais faible. Ce résultat est plutôt surprenant compte tenu des caractéristiques particulières de l'actif capital-investissement : risques attachés à la relation d'agence entre LPs et GP, à la nature des projets financés, au niveau de levier dette/fonds propres des transactions de BO et illiquidité du placement.

La faiblesse de cet écart est en contradiction avec des niveaux de rendement souvent plus flatteurs annoncés par les médias ou la profession⁽²⁴⁾. Dans le complément F, Patrick Artus analyse les rendements comparés du *private* et du *public equity* sur les marchés américains et européens, respectivement sur les périodes 1995-2006 et 1996-2006. De manière différente de la méthode de Kaplan et Schoar le rendement agrégé du capital-investissement est calculé trimestre après trimestre en tenant compte du solde des *cash-flows* de la période et des différences de valeurs nettes de l'actif (NAV, *net asset value*) des fonds entre début et fin de période. L'évaluation des

(21) Le recours à un TRI pour comparer différents investissements suppose implicitement que l'investisseur a la possibilité de réinvestir les flux positifs extraits de l'investissement à un taux égal à ce TRI. Cette hypothèse est inadaptée lorsque l'on compare un placement en capital-investissement, auquel est associé un calendrier complexe de versements, à un placement boursier. Le PME est le ratio du flux escompté des *cash-flows* positifs sur le flux escompté des *cash-flows* négatifs, avec un taux d'escompte issu du « coté », donné par l'indice S&P 500. Kaserer et Diller (2004) fournissent une discussion approfondie de ces points.

(22) En termes de valeur escomptée.

(23) La durée de vie d'un fonds est d'une douzaine d'années. L'horizon d'investissement est l'objet de la section 2.5 du chapitre 1.

(24) Cf. le complément G de Gottschalg et Phalippou.

NAV, reportée par le fonds, est une procédure comptable approximative, dont on peut penser qu'elle « lisse » les évolutions de la véritable valeur du fonds⁽²⁵⁾.

Avec cette méthode, l'écart de rendement net en faveur du capital-investissement sur le coté atteint 6,99 % annuel aux États-Unis et 8,29 % annuel en Europe. Compte tenu des volatilités et de la corrélation entre les rendements des deux catégories d'actifs, Patrick Artus estime que la détention de capital-investissement par les investisseurs est en deçà du niveau optimal résultant d'un modèle de choix de portefeuille.

Patrick Artus, d'un côté, et Kaplan et Schoar (2005), de l'autre, aboutissent à des conclusions opposées sur la performance agrégée de l'actif capital-investissement. Qui doit-on croire ? Patrick Artus calcule un rendement de court terme calculé période après période à partir des valorisations comptables (NAV) de l'actif des fonds. Kaplan et Schoar (2005) se concentrent sur le rendement de long terme, à l'horizon de vie du fonds, obtenus à partir des *cash-flows* effectivement réalisés.

Artus et Teïletche (2004) montrent que la mesure comptable du rendement, dite TWR (*time weighted return*) reposant sur le report des NAV par les fonds, utilisé par la profession, est affectée d'un biais « de lissage » issu de la méthode de valorisation de l'actif net par les fonds. Les résultats de Kaplan et Schoar (2005), ou ceux de Kaserer et Diller (2004) sur données européennes, laissent penser que ce biais affecte non seulement le profil temporel du rendement d'un fonds mais aussi le niveau du rendement moyen agrégé (le *pooled weighted return*), qui est calculé à chaque période.

Un rendement de court terme du capital-investissement n'a pas beaucoup de sens compte tenu de l'illiquidité de cet actif. Du point de vue de l'investisseur, ajouter du capital-investissement à son portefeuille est une décision qui l'engage, et s'appuie donc sur l'examen du rendement de long terme du fonds. Seule une approche, telle celle de Kaplan et Schoar (2005) s'appuyant sur la chronique des *cash-flows* réalisés apporte des éléments solides sur le niveau de ce rendement. La réalisation de l'investissement étant un événement rare, on comprend alors à la fois la difficulté de l'analyste et la prudence de l'investisseur.

1.1.2. Vers une énigme du rendement du capital-investissement

Peut-on en conclure que la mesure de rendement net moyen de Kaplan et Schoar (2005) est robuste ? Le complément G rédigé par Oliver Gottschalg et Ludovic Phalippou montre que cette mesure est affectée par différents biais. Ce complément rend compte d'une étude méticuleuse et complète réalisée par Phalippou et Gottschalg (2007). Le constat effectué par ces deux auteurs est donc difficilement contestable : la performance (nette des

(25) La littérature qualifie de *stale* (littéralement défraîchie, contaminée, périmée) les évaluations de la véritable valeur par la NAV.

rémunérations) moyenne du capital-investissement est sensiblement inférieure à celle obtenue par un investissement équivalent en actions cotées.

Les données utilisées proviennent de Thomson Venture Economics (TVE) et ont des contours comparables à celles de Kaplan et Schoar (2005) : 852 fonds matures, américains et non américains, créés entre 1980 et 1993, qui couvrent 57 % des montants investis dans le monde, et pour lesquels on dispose de données de *cash-flows* jusqu'en 2003⁽²⁶⁾. Sur cet échantillon, le TRI moyen (pondérés par la taille du fonds, *capital committed*) servi aux investisseurs est de 15,2 %, et le PME moyen (toujours pondéré par le *capital committed*) est de 1,01⁽²⁷⁾.

Les auteurs apportent une correction d'agrégation en calculant les pondérations en termes de montant effectivement investi (valeur actualisée des versements effectués par les investisseurs), qui rend « transparente » l'agrégation⁽²⁸⁾ des PME. Le PME agrégé est alors de 0,99, ce qui constitue la référence.

Les données collectées par TVE auprès des fonds souffrent d'un double défaut. En premier lieu, il subsiste au sein de l'échantillon des fonds qualifiés de « morts-vivants », ayant dépassé l'âge de liquidation, ne montrant aucun signe d'activité, et auxquels est pourtant associée une valeur nette positive « résiduelle »⁽²⁹⁾. Ne plus considérer cette valeur résiduelle comme un *cash-flow* terminal abaisse l'indice PME de 0,99 à 0,92. En second lieu, en comparant les données TVE à l'échantillon plus large VentureXpert, Phalippou et Gottschalg (2007) remarquent que les fonds ayant connu des sorties d'investissement « favorables » (IPO ou *trade sales*) sont surreprésentés au sein de l'échantillon, or ces fonds sont aussi les plus performants. En exploitant la relation entre performance et taux de sortie favorable à l'intérieur de l'échantillon de base, Gottschalg et Phalippou (2007) extrapolent la performance sur un échantillon élargi, ce qui abaisse encore le PME de 0,04 à 0,88.

Après correction de ces biais, et en la rapportant à un écart de rendement annuel, la différence *private equity/public equity* serait de l'ordre de 3 % en défaveur du capital-investissement. Ceci constitue une sous-perfor-

(26) Rappel : Kaplan et Schoar (2005) : 746 fonds américains créés entre 1980 et 1995, avec des données de *cash-flows* jusqu'en 2001.

(27) Ces chiffres sont respectivement de 18 % et de 1,05 dans l'étude de Schoar et Kaplan (2005). L'escompte du PME est l'indice boursier S&P500.

(28) En utilisant cette pondération, tout se passe « comme si » l'intégralité des *cash-flows* était générée par un unique fonds, dont l'indice PME est le PME moyen.

(29) Dans une étude récente utilisant un échantillon de fonds comparable à celui de Phalippou et Gottschalg (2007), Driessen, Lin et Phalippou (2007) estiment le biais séparant la valeur résiduelle comptable des fonds inactifs de leur valeur de marché. Cette estimation repose sur la régression pour les fonds liquidés des *cash-flows* de fin de vie sur la valeur résiduelle et les caractéristiques du fonds. Selon ces auteurs, la valeur terminale du fonds ne représenterait en moyenne que 28,7 % de la valeur résiduelle comptable reportée par le fonds.

mance significative, dont on doit se demander si elle n'est pas le premier ingrédient d'une énigme du rendement du capital-investissement.

Mieux comprendre comment se forme ce rendement net exige de remonter vers sa source : tenir compte de la rémunération du fonds, puis examiner le rendement brut des sociétés composant le portefeuille des fonds.

1.1.3. Impact de la rémunération du GP sur le rendement net

Le rendement net servi aux investisseurs par le fonds est la différence entre le rendement brut obtenu des sociétés en portefeuille et la rémunération prélevée par le fonds. À quel hauteur le niveau de rémunération du fonds grève-t-il le rendement servi aux investisseurs ?

Phalippou et Gottschalg (2007) ou Metrick et Yasuda (2007) soulignent qu'il est difficile d'évaluer le niveau de ces rémunérations, qui prennent la forme d'une composante fixe (*management fees*), d'une composante variable (*carried interest*), auquel s'ajoute bien souvent des rémunérations accessoires (*transaction fees*).

Metrick et Yasuda (2007) constituent l'étude de référence sur ce sujet. Les auteurs utilisent des données détaillées fournies par un unique investisseur concernant 249 fonds⁽³⁰⁾ levés entre 1992 et 2006 aux États-Unis. Pour 100 dollars de capital promis, les auteurs estiment que la moyenne de la valeur actualisée des rémunérations prélevées par un fonds VC s'élève à 24,18 dollars (17,29 dollars pour les fonds BO), qui se partagent en 14,80 dollars de *management fees* (10,08 dollars pour les fonds BO) et 9,02 dollars de *carried interest* (5,59 dollars pour le BO)⁽³¹⁾.

À ce stade d'analyse, il est prématuré d'examiner si ce niveau de rémunération est justifié par l'activité du GP auprès des entreprises en portefeuille. On doit seulement souligner que l'écart entre le rendement net et le rendement brut est considérable, et que la majeure partie de la rémunération correspond à la composante fixe (indépendante de la performance) de *management fees*.

Gottschalg, Kreuter et Phalippou (2007) effectuent une évaluation rapide des conséquences sur le rendement de la structure de rémunération « 2-20-8 % » très répandue parmi les fonds. Il apparaît ainsi que servir un rendement net annuel de 10 % aux LPs exige un rendement brut de 18 %. En appliquant ces mêmes calculs à leur 852 fonds, Phalippou et Gottschalg (2007) estiment que la rémunération du LP crée un écart de 6,1 % entre les taux de rendement annuel brut et net. Le *management fees* pèse pour 3,95 % de l'écart, alors que le *carried interest* réduit le rendement des 2,15 % restants.

(30) 98 fonds *venture capital* (VC), 151 fonds *buyout* (BO).

(31) Pour les fonds BO, il convient d'ajouter 1,26 dollar de *transaction fees*.

Si l'on ajoute cet écart au rendement net, il apparaît que le rendement brut du *private equity* est plus élevé que celui associé à un placement boursier. Ceci illustre la qualité du travail de création de valeur effectué par le GP auprès des entreprises en portefeuille. Mais en même temps, la rente capturée peut sembler excessive à la fois par son niveau, mais aussi par sa structure, puisque la composante fixe excède le *carried interest*. Le poids de ces rémunérations grève lourdement le rendement net. Ce niveau constitue-t-il un obstacle au développement du secteur ? Nous reviendrons sur ce point important un peu plus loin.

1.1.4. Performance brute des investissements : « entrer dans la boîte noire »

La création de valeur brute générée par l'activité des fonds se mesure directement à partir de données relatives aux projets d'investissement, c'est-à-dire aux entreprises constituant le portefeuille des fonds.

Cochrane (2005) effectue une étude méticuleuse sur le segment VC, sur lequel les entreprises sont les plus petites et donc les plus nombreuses. Les données sont fournies par la base de données VentureOne, qui regroupe sur la période qui va de janvier 1987 à juin 2000, la valorisation de 7 765 entreprises américaines, pour 16 613 tours de financement avec un montant total de 112 milliards de dollars. Cette base est complétée par d'autres statistiques sur les résultats financiers des introductions en bourse (IPO) et des acquisitions et fusions, qui constituent des sorties favorables pour les projets.

Le rendement est calculé en mesurant la création de valeur effectuée entre un tour de financement et la sortie du *venture capital*, qu'elle soit favorable (IPO, *trade sales*) ou défavorable (*out of business*). D'un côté, exclure le rendement entre des tours intermédiaires permet d'avoir une mesure plus fiable de la création de valeur provenant du *venture capital*. De l'autre, cette fiabilité accrue a pour contrepartie l'existence d'un puissant biais de sélection, puisque la sortie du VC est massivement associée à un succès⁽³²⁾.

La distribution du rendement de ces projets sortis du VC est d'ailleurs spectaculaire : calculé sur 3 595 observations⁽³³⁾, le rendement arithmétique moyen non annualisé est de 698 % avec un écart-type considérable. Cette distribution est bien « capturée » par une loi log-normale, avec un rendement logarithmique moyen de 108 % et un écart-type de 135 %.

La distribution du log-rendement non annualisé est peu dépendante de l'âge du projet, témoignant ainsi de la stratégie de sortie suivie par les fonds. Une sortie favorable survient lorsque le multiple de création de valeur dé-

(32) Seules 9 % des sorties sont défavorables (faillite, *out of business*).

(33) Chaque entreprise connaît en moyenne 2,1 tours de financement durant son passage dans le VC. Une fraction des rendements se chevauche donc. Le traitement économétrique utilisé par Cochrane neutralise l'effet de chevauchement.

passé un seuil. Cette « règle du multiple » est utilisée par Cochrane (2005) pour corriger le biais de sélection⁽³⁴⁾, et obtenir ainsi une estimation de la distribution des (log-) rendements sur la totalité des projets.

La distribution « corrigée du biais de sélection » des log-rendements est plus raisonnable. Le log-rendement moyen annualisé est de 15 %, ce qui le rapproche des 15,9 % du log-rendement annualisé de l'indice S&P 500. La volatilité idiosyncrasique (parmi les projets) est forte : l'écart-type du log-rendement s'élève à 89 % bien au-delà de celui associé au S&P 500 (14,9 %).

La forte volatilité idiosyncrasique pousse le rendement moyen *arithmétique* annualisé à un niveau élevé de 59 %, nettement supérieur au rendement moyen du S&P 500 sur la même période. L'actif « projet financé par le VC » se singularise donc d'un actif coté moyen en ce qu'il a une petite chance de générer un énorme rendement. Cette propriété indique qu'il est essentiel de tenir compte du risque associé au capital-investissement : ce sera l'objet de la prochaine sous-section.

En même temps, la volatilité du rendement des projets façonne le processus de sortie des investissements, qui intervient à rythme lent et de manière géométrique. En effet, la forte volatilité pousse progressivement des projets vers les deux « queues » de la distribution, où se situent les sorties favorables (IPO, *trade sale*) et défavorables.

1.2. Un rendement, pour quels risques ?

Estimer les rendements net et brut du capital-investissement est utile pour effectuer une première évaluation de la performance « privée » de l'industrie et pour identifier les différents problèmes de méthodes auxquels donne lieu cette mesure. Mais une estimation du rendement moyen ne fournit pas d'indication sur l'opportunité qu'il y a à investir dans le capital-investissement, et ne suffit donc pas à conclure sur l'existence d'une énigme du rendement du capital-investissement.

Le rendement est offert en contrepartie d'une prise de risque de la part des investisseurs. Si l'on souhaite comparer le capital-investissement au coté, il est donc crucial d'évaluer les risques auxquels l'investisseur est exposé lorsqu'il investit dans ce secteur. Par ailleurs, s'intéresser au risque permet également d'appréhender la stratégie des fonds, qui transforme les risques des projets en un risque de véhicule, auquel est soumis l'investisseur.

1.2.1. Du risque de projet au risque de véhicule : distinguer les différents risques

Le risque intervient et s'évalue à trois niveaux : celui des projets financés, du fonds et de l'investisseur.

(34) Le biais lié à une sortie défavorable (faillite) est également corrigé.

6. Décomposition du rendement de l'actif capital-investissement et *capital asset pricing model* (CAPM)

Soient R le rendement aléatoire servi par un actif ou un projet risqué, R_m le rendement aléatoire servi par un portefeuille risqué composite dit de marché et r le rendement certain de l'actif non risqué.

Le risque de rendement associé à la détention de l'actif ou à l'investissement dans le projet s'analyse en examinant l'écart aléatoire de rendement $R - r$. En effectuant une régression linéaire, cet écart se représente comme la somme de deux composantes aléatoires non corrélées, l'une liée au risque de marché $R_m - r$ et l'autre purement aléatoire $\alpha + \varepsilon$:

$$(*) \quad R - r = \alpha + \beta \times (R_m - r) + \varepsilon,$$

ε est un aléa d'espérance nulle, de variance σ_ε^2 et non-corrélé avec R_m :

$$\text{cov}(R_m, \varepsilon) = 0$$

α et β , deux « facteurs » de la régression vérifiant :

$$\beta = \text{cov}(R, R_m) / \text{var}(R_m) \quad \text{et} \quad \alpha = E(R - r) - \beta \times E(R_m - r)$$

En assimilant risque et variance, le risque total associé à l'actif ou au projet risqué, $\text{var}(R)$, est ainsi la somme du risque idiosyncrasique (ou spécifique) σ_ε^2 amené par l'aléa ε et de l'exposition $\beta^2 \text{var}(R_m)$ au risque systématique provenant du portefeuille, c'est-à-dire commun à l'ensemble des actifs. Le coefficient α mesure la sur-performance déterministe apportée par l'actif, alors que β indique l'ampleur de la co-variation entre les deux rendements. La prime de risque est définie comme l'espérance $E(R - r)$.

À ce stade, la régression linéaire constitue une manière de représenter le rendement de l'actif plutôt qu'une « théorie » sur la détermination de ce rendement : aucune hypothèse n'est nécessaire pour poser l'équation (*).

Le CAPM (*capital asset pricing model*) indique comment se forme le niveau des rendements à l'équilibre du portefeuille. Des investisseurs averses au risque valorisent le rendement aléatoire à l'aide d'un critère espérance-variance, et sont libres de composer leurs portefeuilles comportant l'intégralité des actifs disponibles risqués et non risqué. Le premier résultat du CAPM montre alors que les investisseurs différents par leur aversion au risque composeront de manière identique le portefeuille risqué. Le second résultat montre qu'à l'équilibre des marchés, la composante idiosyncrasique du risque sera sans influence sur la prime de risque exigé par les investisseurs. Le facteur α de la régression (*) est nulle. Parce qu'ils sont capables de diversifier sans coût leur portefeuille, les investisseurs ne sont pas sensibles au risque idiosyncrasique (*i.e.* à la variance σ_ε^2). La concurrence entre ses investisseurs pour acquérir le titre implique alors qu'il n'exige pas de prime de risque en compensation du risque idiosyncrasique. La conséquence de second résultat est que seule la composante systématique du risque, celle « de marché », influence la prime de risque.

Ce modèle s'applique-t-il au capital-investissement ? Pour le savoir, il faut être en mesure d'estimer la régression (*), et d'identifier ainsi les facteurs « alpha », « bêta » et le risque idiosyncrasique σ_ε^2 . Indépendamment du test du CAPM, cette régression a de l'intérêt car elle identifie les origines du rendement de l'actif capital-investissement.

À un bout de la chaîne, le risque de projet (*business risk*) affecte le rendement brut que le fonds obtient de chaque entreprise en portefeuille (à l'exemple de l'étude de Cochrane, 2005). Ce risque est d'abord opérationnel, c'est-à-dire lié à la nature du projet financé (secteur d'activité, risque technologique, niveau de maturité de l'entreprise...), notamment lorsqu'il s'agit de VC⁽³⁵⁾. Il est aussi issu du mode de financement et de gestion que le fonds choisit pour optimiser la création de valeur. Ce point concerne particulièrement le segment BO, où le niveau du levier dettes/fonds propres accroît le niveau de risque porté par chaque euro de capital investi, mais aussi le segment VC où le risque opérationnel est partagé entre le fonds et le *management* avec des outils incitatifs sophistiqués⁽³⁶⁾. Le risque de projet se décompose en une composante idiosyncrasique (spécifique à chaque projet, non corrélée parmi les projets), et une composante systématique (commune parmi les projets), qui est alors liée au risque opérationnel des sociétés cotées, notamment à celles évoluant dans le même secteur d'activité.

À l'autre bout de la chaîne, le risque de l'actif capital-investissement (*vehicle risk*) est supporté par l'investisseur. Pour ce dernier, le plus souvent un institutionnel, le placement en capital-investissement s'inscrit dans une stratégie de gestion de long terme d'un portefeuille diversifié. En cohérence avec le *Capital Asset Pricing Model* (CAPM, cf. encadré 6), cet investisseur est en capacité d'éliminer la composante idiosyncrasique⁽³⁷⁾ du risque associé à chaque actif en diversifiant son portefeuille. Au moment d'effectuer son choix de portefeuille, seule importe la manière dont le risque systématique, commun à l'ensemble des actifs, affecte le rendement de l'actif. La concurrence entre investisseurs diversifiés pour acquérir l'actif devrait ainsi réduire la prime de risque associé à l'actif capital-investissement à l'exposition au risque systématique qu'il porte mesuré par son facteur « bêta ».

Entre les deux bouts de la chaîne que sont l'entreprise et les investisseurs, le fonds transforme les risques de projet en un risque de véhicule. Il gère un portefeuille réduit de projets, et est le plus souvent spécialisé dans un secteur particulier, ce qui limite la diversification qu'il met en place. De plus, face à des investisseurs diversifiés, il est peu vraisemblable que la diversification des risques soit une stratégie active menée dans l'intérêt des investisseurs. L'intérêt du fonds serait plutôt de transmettre les risques diversifiables issus des projets, et par ce biais de réduire l'exposition au risque de la rémunération de ses GPs. La composante variable de *carried*

(35) Sur ce point, on peut consulter l'article de Berk, Green et Naik (2004), qui explique comment se forme le risque associé à une entreprise innovante, et à la manière dont il détermine la valeur de la société.

(36) Cf. le complément E rédigé par Antoine Renucci.

(37) La composante idiosyncrasique du risque porté par un actif est spécifique à ce dernier, et donc sans corrélation parmi les différents actifs (cf. encadré 6).

7. Risque idiosyncrasique et prime de risque versé aux investisseurs

Jones et Rhodes-Kropf (2004) s'intéressent à la manière dont le fonds de capital-investissement (VC et BO) intègre le risque idiosyncrasique dans le niveau des rendements nets, et donc à la prime de risque versé aux investisseurs.

Un modèle théorique est construit dans lequel, même si les investisseurs sont parfaitement diversifiés et donc n'exigent pas de sur-rendement lié au risque idiosyncrasique, le risque total *ex post* influence systématiquement le rendement net servi aux investisseurs. Cette sensibilité est issue de la spécificité des relations entre investisseurs et fonds, d'une part, et entre le fonds et les sociétés en portefeuille, d'autre part. Selon Jones et Rhodes-Kropf (2004), le contrat entre VC et investisseurs prévoit *ex ante* (avant sélection et connaissance des projets) la manière dont le fonds est exposé (et rémunéré) au risque tel qu'il est anticipé. Un facteur « alpha » nul en moyenne fait partie des ingrédients du contrat avec les investisseurs diversifiés. Lorsque le fonds contracte avec un entrepreneur, il ne s'intéresse plus au risque moyen, mais au risque de projet et cherche à obtenir une compensation pour le risque auquel il s'expose personnellement. Une fraction de cette compensation est répercutée projet par projet vers les investisseurs. Ceci implique qu'en dépit d'un facteur « alpha » nul en moyenne, le risque total *ex post* influence le rendement du fonds.

Les auteurs proposent un test empirique de cette proposition. Pour cela, ils utilisent les rendements trimestriels, tels qu'ils résultent des livres de compte (utilisation de la NAV) de 1 242 fonds⁽¹⁾.

Afin d'identifier les facteurs « alpha » et « bêta » de chaque fonds, un portefeuille regroupant l'ensemble des fonds est formé et son rendement est régressé sur les taux de rendement du marché contemporains et retardés, ainsi que sur les facteurs supplémentaires suggérés par le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Conformément à la théorie, il apparaît que le facteur « alpha » est nul lorsque l'on considère simultanément l'ensemble des fonds.

Doit-on en déduire que le risque idiosyncrasique est sans conséquence sur la prime de risque servi aux investisseurs ? Pour examiner ce point, les fonds sont séparés en quatre groupes selon le niveau de risque idiosyncrasique mesuré par la variance résiduelle dans la régression du modèle à trois facteurs. Il apparaît alors que parmi ces quatre groupes le facteur « alpha » est une fonction croissante de la variance résiduelle. En termes trimestriels, il passe de - 1,09 à 2,52 % lorsque l'on considère le premier et le dernier quartile des fonds en termes de risque idiosyncrasique. Il existe donc bien un lien entre la prime de risque servi aux investisseurs et le niveau du risque idiosyncrasique, même si le facteur « alpha » est en moyenne nul parmi les fonds.

Cette conclusion est cohérente avec les enseignements du modèle théorique : les fonds tarifient le risque idiosyncrasique.

(1) L'échantillon est similaire à celui de Kaplan et Schoar (2005) : des fonds américains VC et BO levés entre 1980 et 1999 pour lesquels on observe trimestriellement les NAV (*net asset value*) reportés par les fonds, jusqu'en juin 2002.

interest constitue une option sur les plus-values réalisées, et ses modalités effectivement altèrent le risque de revenu supporté par le fonds. L'encadré 7 s'intéresse précisément à la manière dont le fonds transmet le risque diversifiable vers les investisseurs.

1.2.2. Mesurer les composantes idiosyncrasique et systématique du risque

Comment peut-on mesurer ces différentes expositions au risque de l'actif capital-investissement ? Habituellement, le rendement d'un actif particulier se modélise par le « modèle à facteurs » en identifiant les facteurs « alpha », « bêta » et le risque idiosyncrasique (*cf.* encadré 6).

Pour le non-coté, et donc le capital-investissement, cette décomposition se heurte à des problèmes de mesure, parce que le plus souvent, le rendement n'est observé qu'une seule fois, au moment où l'investissement se dénoue. Quatre types d'études ont tenté de contourner cette difficulté. Avant d'examiner plus précisément ces études, il est important de comprendre que la comparaison effectuée par Kaplan et Schoar (2005) en termes de *public market equivalent* du capital-investissement suppose implicitement une exposition au risque systématique identique des deux investissements, c'est-à-dire un facteur « bêta » du capital-investissement égal à un. Une valeur supérieure à un est défavorable au capital-investissement, et une valeur inférieure à un est à l'avantage de ce dernier.

Le premier type d'études utilise des données chronologiques régulières de rendements de Thomson Financial (*pooled weighted return*) reposant sur le report régulier effectué par le fonds de sa valeur comptable (*net asset values*, NAV, *cf.* la section 1.1 du chapitre). Ainsi, dans le complément F rédigé par Patrick Artus⁽³⁸⁾, le rendement agrégé trimestriel obtenu à partir des NAV des fonds de capital-investissement est régressé sur l'évolution d'un rendement boursier, ce qui fournit une estimation des facteurs « alpha » et « bêta ». Le niveau élevé du facteur « alpha », outre qu'il invalide le CAPM, montre que le sur-rendement du capital-investissement est d'abord lié à son efficacité dans la gestion des sociétés sous contrôle, plutôt qu'à sa capacité à exploiter le contexte macroéconomique (taux d'intérêt faible, liquidités importantes) *via* le levier d'endettement. Un facteur « bêta » proche de l'unité montre que le capital-investissement n'est pas davantage exposé au risque commun que le coté. Nous avons déjà indiqué dans la sous-section 1.1.1 de ce chapitre que ces résultats avantageux devaient être considéré avec prudence, compte tenu des caractères contestables des NAV (*stale pricing of funds*). De plus, Driessen, Lin et Phalippou (2007) montrent que le caractère approximatif (*stale*) des NAV conduit à des estimations biaisées vers le haut du facteur « bêta ».

(38) Pour une démarche plus générale et trimestrielle, on peut également se référer au travail de Artus et Teiletche (2004), qui fournissent également une approche complète en termes de choix de portefeuille. On peut également consulter le travail de Kaserer et Diller (2004).

Un second type d'études recourt aux cotations de l'industrie du capital-investissement. Pour identifier les facteurs « alpha » et « bêta », Bilo, Christophers, Degosciu et Zimmerman (2005) construisent un indice regroupant les différents véhicules cotés⁽³⁹⁾ de capital-investissement. Ils obtiennent alors un facteur « bêta » de 1,2 et un facteur « alpha » négatif de - 1,2 % annuel, un résultat peu favorable au capital-investissement. Phalippou (2007) souligne les limites de cette démarche, car l'activité de ces sociétés cotées est plus large que le seul capital-investissement.

Une troisième approche consiste à exploiter la variation parmi les rendements des projets pour identifier les composantes du risque. Cette démarche est empruntée par Cochrane (2005) pour le segment VC. Nous avons déjà décrit la méthode visant à corriger le biais de l'échantillon et indiqué l'extrême volatilité idiosyncrasique des rendements. Cochrane (2005) projette par une régression linéaire les 3 595 log-rendements (après correction du biais) sur les log-rendements correspondant à la période de l'indice S&P 500 et d'un bon du trésor non risqué (*T-bill*). Il reconstitue alors la manière dont les 59 % de rendement annuel moyen se décompose en facteurs « alpha » et « bêta ». Le rendement spécifique « alpha » atteint une valeur extrême de 32 %, contrepartie de l'exposition au risque spécifique associé au projet, alors que le facteur « bêta » est de 1,6. Cochrane (2005) montre comment l'obtention d'un facteur « alpha » élevé provient de la très forte volatilité idiosyncrasique qui affecte les rendements. Un test statistique rejette l'hypothèse d'une valeur nulle pour le facteur « alpha ». Le risque idiosyncrasique associé au projet a donc bien un effet sur le niveau de la prime de risque. Comment ce sur-rendement est-il partagé entre le fonds et les investisseurs ? Ces derniers obtiennent-ils une compensation en termes de rendement à l'exposition au risque idiosyncrasique des projets ? L'analyse de Cochrane (2005) ne permet pas de répondre à ces questions, car elle est basée sur le rendement des projets, et non sur les rendements nets servis aux investisseurs. L'encadré 7 fournit quelques éléments sur ce point.

Afin de comparer des actifs « privés » et « public » équivalents, Cochrane (2005) confronte les propriétés des rendements des projets VC à celles des rendements des plus « petites » valeurs cotées sur le Nasdaq entre 1987 et 2001. De manière plutôt surprenante pour des actifs cotés, il trouve pour ces actions des propriétés identiques au projet VC : un rendement moyen et un facteur « alpha » élevé, une volatilité idiosyncrasique des log-rendements considérable.

Doit-on en conclure que le « *private equity VC* » ne se distingue pas véritablement d'un « *public equity* » équivalent ? La régression des rendements des projets sur un indice des « petites valeurs » fournit une réponse négative : le facteur « alpha » de cette régression est élevé et le facteur « bêta » est très inférieur à un. Il y a donc bien une spécificité de l'actif

(39) 287 véhicules formant l'indice LPX, contenant, par exemple, 3I Group au Royaume-Uni, Allied Capital aux États-Unis, Eurazeo et le Groupe Wendel en France.

« projet financé par le capital-investissement » qui motive sa détention. Les rendements du capital-investissement ne sont pas seulement expliqués par ceux des petites capitalisations Nasdaq.

Même si elle aboutit à une conclusion favorable au VC, une limite évidente au travail de Cochrane (2005) réside en ce qu'il considère le risque associé au projet, et non celui auquel est exposé l'investisseur. Or, la structure de rémunération du GP, ainsi que sa stratégie de diversification modifie certainement la nature du risque transmis aux LPs.

La quatrième et dernière méthode est proposée par une étude récente de Driessen, Lin et Phalippou (2007) sur un échantillon très large⁽⁴⁰⁾, similaire à celui utilisé par Gottschalg et Phalippou (2007), dans lequel ces auteurs repèrent une sous-performance du capital-investissement. La technique utilisée par Driessen, Lin et Phalippou (2007) repose sur une modélisation commune à l'ensemble des fonds des relations entre les fonds levés auprès des investisseurs et les fonds rendus à ces mêmes investisseurs. Contrairement à Cochrane (2005), il s'agit donc bien de mesurer l'exposition au risque des rendements nets versés aux investisseurs, ceci à partir des flux effectifs de paiement. L'estimation des facteurs « alpha » et « bêta » est effectuée séparément pour les fonds de *venture capital*, d'un côté, et de *buyout* de l'autre.

Pour le VC, le facteur « bêta » est estimé à 2,18 alors que le facteur « alpha » est négatif à un niveau de - 15 %. Pour le BO, le facteur « alpha » est également négatif à - 9 %, alors que l'exposition au risque systématique (le facteur « bêta ») serait proche de zéro. Pour les deux types de fonds, il y aurait donc une sous-performance du capital-investissement, indépendamment de l'exposition au risque systématique de marché. Cette conclusion est à l'opposé de celle obtenue par Artus dans le complément F basé sur des NAV reportés par les fonds ou de celle de Cochrane (2005), qui s'intéresse à la distribution des rendements des projets et non à celui des fonds. Curieusement, le facteur « bêta » associé au BO est faible, alors même que l'on aurait pu penser que la force du levier exposerait ses fonds, plus que ceux du VC, au risque systématique. Un intérêt de cette étude, sur lequel nous reviendrons plus loin, est qu'elle permet également d'expliquer les facteurs « alpha » et « bêta » par les caractéristiques du fonds tel son expérience et sa taille.

Les quatre types d'études que nous venons d'examiner n'apportent pas de réponse véritablement convergente sur le niveau d'exposition au risque associé au capital-investissement. La prochaine sous-section fournit une conclusion plus robuste.

(40) 797 fonds levés dans le monde entre 1980 et 1993 pour lesquels on dispose de données de *cash-flows* jusqu'en décembre 2003. Ces fonds correspondent à 66 % des fonds levés sur cette période.

1.2.3. Corriger les effets du secteur d'activité et du niveau de dette sur le niveau d'exposition au risque

L'approche la plus commune pour tenir compte de l'exposition au risque de l'actif capital-investissement et évaluer son facteur « bêta » consiste à tenir compte des caractéristiques des entreprises en portefeuille. Deux facteurs sont susceptibles d'influencer l'exposition au risque systématique du fonds : d'abord, les activités et les secteurs dans lequel il investit, ensuite le niveau du levier associé à chacun des projets. Il est raisonnable d'anticiper des facteurs « bêta » supérieurs à 1 pour les fonds de capital-investissement, car d'un côté, les investissements VC pointent des secteurs technologiques, qui sont réputés pour exhiber un « bêta » supérieur à la moyenne. De l'autre, le niveau de levier du BO élève mécaniquement le « bêta ».

Ljungqvist et Richardson (2003) calculent le facteur « bêta » associé au fond en repérant les facteurs « bêta » des entreprises cotés opérant dans les mêmes secteurs que les entreprises en portefeuille, ce qui revient à supposer que le levier d'endettement ne dépend pas de la nature privée ou publique de la société. Les résultats de Ljungqvist et Richardson (2003) sont peu significatifs, car obtenus sur un échantillon très réduit (et certainement biaisé) de 73 fonds.

Phalippou et Zollo (2005) tiennent compte non seulement du secteur d'activité, mais également de l'influence du différentiel de levier entre entreprises cotées et non cotées pour déterminer le facteur « bêta » de 705 fonds européens et américains opérant dans le VC et le BO. Le résultat est net : le facteur « bêta » moyen est bien supérieur à 1 (autour de 1,5) que l'on considère les segments BO ou VC. La comparaison entre coté et non-coté effectuée par Kaplan et Schoar (2005) suppose implicitement une exposition au risque identique des deux classes d'actifs, *i.e.* un facteur « bêta » unitaire. Sachant que ce facteur « bêta » est supérieur à un, il apparaît donc que l'indice PME de Kaplan et Schoar (2005) surestime la performance corrigée du risque du capital-investissement pour l'investisseur.

Phalippou et Gottschalg (2007) appliquent la même technique de Phalippou et Zollo (2005) à leur échantillon complet de 1 328 fonds européens et américains. Ils confirment que le facteur « bêta » serait supérieur à un. S'ajoutant aux différents biais déjà décrits dans la section 1.1.2 et dans le complément G, la prise en compte du risque systématique obscurcit encore davantage le tableau des performances privées du capital-investissement : l'indice de profitabilité ajusté serait de 0,75 pour les fonds BO et de 0,77 pour les fonds VC.

Toutefois, la correction à l'exposition au risque systématique utilisée par Phalippou et Zollo (2005) ou Phalippou et Gottschalg (2007) n'est qu'approximative, car, faute de données individuelles, elle ne tient compte que grossièrement de la structure dette/fonds propres des entreprises⁽⁴¹⁾. Pour

(41) Ces auteurs considèrent que le ratio dettes/fonds propres est de 3 au moment de l'acquisition et décroît régulièrement jusqu'à la sortie pour atteindre le niveau des sociétés cotées opérant dans le même secteur d'activités.

remédier à cette difficulté, Groh et Gottschalg (2008) utilisent des données individuelles concernant les leviers dette/fonds sur un échantillon réduit de 133 transactions de *buyout*. Ce travail est décrit dans l'encadré 8. Obtenus sur un échantillon très restreint, les résultats de sur-performance du capital-investissement ne sont pas significatifs au niveau de l'industrie entière. Toutefois, cette approche permet d'examiner comment les fonds utilisent la dette pour gérer le risque des projets et augmenter les rendements nets. Après neutralisation de l'effet du levier sur l'exposition au risque systématique, le capital-investissement dégage une sur-performance significative par rapport au coté opérant dans le même secteur. Selon les auteurs, la supériorité du capital-investissement (sur cet échantillon restreint) réside dans son aptitude à combiner les optimisations financière et opérationnelle pour gérer le risque et accroître les rendements.

8. Évaluer l'exposition au risque systématique des fonds

Cet encadré montre comment la méthode de Phalippou et Zollo (2005) est encore raffinée par Groh et Gottschalg (2008) pour obtenir une mesure du risque associé au rendement brut des rémunérations des projets.

Groh et Gottschalg (2008) proposent de mesurer le rendement ajusté du risque (*risk-adjusted return*) pour 133 transactions de *buyout* (BO) effectuées par des fonds américains entre 1984 et 2004. Ce rendement est calculé sans défalquer les rémunérations capturées par le fonds. Le taux de rendement (brut des rémunérations) moyen annualisé associé à ces opérations est de 35,70 %. Comment ce niveau se compare-t-il à la performance des sociétés cotées ?

La démarche des auteurs consiste à construire pour chacune des transactions de BO une stratégie « équivalente » de placement dans un portefeuille indiciel S&P 500, en autorisant des prêts et des emprunts. Ce portefeuille simulé (*mimicking portfolio*) reproduit le calendrier des *cash-flows* et surtout le niveau d'exposition au risque systématique (le facteur « bêta ») de la transaction de BO. Cette exposition au risque est d'origine opérationnelle, un facteur que l'on peut penser commun au secteur d'activité, puis elle est amplifiée par le niveau du levier associé à la transaction. Le facteur « bêta » individuel d'une transaction BO n'est pas identifiable, car l'on ne dispose pas d'observations consécutives du rendement de cet actif.

À chaque transaction de BO, Groh et Gottschalg associent un groupe de pairs composés d'au moins trois sociétés cotées opérant dans un secteur identique (166 groupes de pairs comprenant au total 1 207 pairs). À l'aide des rendements réalisés entre 1999 et 2003 par ces titres cotés sur la période, on associe à chaque pair un facteur « bêta ». Ce facteur « bêta » des pairs est corrigé par la formule adaptée du surcroît d'exposition au risque systématique résultant du levier de ces sociétés cotées mesurées dans la base Datastream. La moyenne des facteurs « bêta » corrigés sur le groupe de pairs fournit une mesure de l'ex-

position au risque opérationnel systématique du secteur. Ce « bêta » sans levier est associé à la transaction BO qui concerne le même secteur d'activités, puis est augmenté de l'effet de levier du BO pour déterminer un facteur « bêta » correspondant à la transaction BO. Ces calculs sont effectués de période en période, de sorte que l'on dispose d'un facteur « bêta » évoluant dans le temps.

Groh et Gottschalg (2008) construisent alors pour chaque transaction de BO le portefeuille indiciel S&P 500 équivalent en termes de calendrier des flux et d'exposition au risque systématique.

Ils procèdent ensuite à la régression des taux de rendement interne des transactions BO sur les taux de rendement interne des portefeuilles équivalents cotés. Sous différents scénarios concernant les caractéristiques de la dette, le « alpha » de Jensen de cette régression est élevée, ce qui illustre la sur-performance de l'actif *buyout* avant prélèvement des rémunérations par le GP. La faiblesse du « bêta » (0,685) de cette régression indique de plus que l'actif « transaction BO » incorpore moins de risque systématique que l'actif indiciel équivalent.

Ces conclusions sont donc extrêmement favorables à l'actif BO, mais elles sont obtenues sur un échantillon susceptibles de présenter des biais de sélection considérables (*cf.* les arguments de Phalippou et Gottschalg, 2007).

L'intérêt principal de l'analyse de Groh et Gottschalg (2008) est qu'elle permet de séparer les différentes sources d'exposition au risque du capital-investissement : opérationnelle, d'un côté, financière de l'autre. Pour cela, il suffit de construire des portefeuilles équivalents de cotés sous des scénarios alternatifs : aucune correction (comme Kaplan et Schoar, 2005), correction du secteur seulement, correction de l'effet levier seulement, correction des deux effets. La stratégie du BO consiste à viser des secteurs à faible risque opérationnel, à optimiser la structure financière, et à transférer une partie des risques de dette vers les créanciers.

1.2.4. Conclusion sur l'énigme du rendement du capital-investissement

Dans le complément G, Oliver Gottschalg et Ludovic Phalippou aboutissent à une conclusion spectaculaire, que l'on peut penser robuste : une fois le risque ajusté et l'ensemble des biais corrigés, investir en capital-investissement dans les segments BO ou VC conduit l'investisseur à une perte *moyenne* de l'ordre de 25 % des sommes engagées, comparativement à un investissement dans le coté. De plus, ces 25 % de perte correspondent presque exactement (*cf.* Metrick et Yasuda, 2007) à la valeur actualisée des rémunérations capturées par le GP, pour le prix de son effort.

Pour moduler cette conclusion de sous-performance financière, il est essentiel de souligner l'extrême hétérogénéité des performances parmi les fonds.

La radicalité de la conclusion de Gottschalg et Phalippou constitue « l'énigme du rendement du capital-investissement », qui n'est finalement pas très éloignée des conclusions déjà signalées par Moskowitz et Vissing-Jorgensen (2002) concernant la classe plus large de l'investissement entrepreneurial. Ce tableau pourrait encore être noirci en ajoutant la nature illiquide de l'investissement en capital-investissement.

Avant de voir s'il existe une vraie difficulté de nos économies à récompenser la prise de risque entrepreneurial et l'investissement long qui l'accompagne, nous devons entrer un peu plus avant dans le détail, en examinant les déterminants des performances, et en cherchant à comprendre pourquoi en dépit de ces médiocres performances privées les investisseurs continuent à investir dans le capital-investissement.

2. Économie politique des rendements du capital-investissement

Cette section est consacrée à une analyse économique des rendements du capital-investissement. Il s'agit d'abord d'examiner les différents facteurs qui influencent le niveau du rendement servi aux investisseurs. Nous mettons ensuite en avant trois séries de questions relatives au rendement et à l'organisation de l'industrie du capital-investissement.

2.1. Les déterminants de la performance des fonds

2.1.1. Les faits stylisés : influences de la taille, de l'expérience et persistance des rendements

Au-delà de la performance moyenne des fonds, Kaplan et Schoar (2005) observent que la distribution des rendements nets parmi les fonds se caractérise par une forte hétérogénéité dans ses dimensions spatiales et temporelles. Cette hétérogénéité spatiale est très marquée au sein d'un même segment (VC ou BO) et, en cohérence avec Cochrane (2005) s'accompagne d'un écart important entre rendement moyen et rendement médian.

Selon les estimations de Kaplan et Schoar (2005), la taille du fonds, l'expérience du GP (mesurée par le nombre de fonds levés par un même GP) et une dummy VC/LBO expliquent aux alentours de 20 % de la variance totale des rendements nets. Dans la coupe de l'échantillon, les fonds de grande taille et ceux gérés par des GPs expérimentés génèrent des rendements plus élevés avec une relation concave. Une fois contrôlée l'identité du GP, cette relation devient décroissante que l'on considère la taille ou l'expérience⁽⁴²⁾. Ces derniers deux faits révèlent la présence de rendements

(42) La relation négative entre performance nette et expérience du GPs est plutôt défavorable à l'idée d'un phénomène d'apprentissage, nous y reviendrons.

décroissants internes au GP. Cette décroissance peut avoir deux origines. D'une part, la gestion d'un fonds exige un talent particulier difficilement reproductible parmi les GPs et à l'intérieur d'un même GP. D'autre part, le nombre de projets d'investissement disponibles pour chaque fonds est limité.

Driessen, Lin et Phalippou (2007, *cf.* la section 1.2.3 du présent chapitre) cherchent à identifier l'origine de cette performance supérieure des fonds expérimentés et de grande taille en termes de facteurs « alpha » et « bêta ». Cette supériorité provient-elle d'une exposition plus intense au risque systématique (un facteur « bêta » plus élevé) ou à une supériorité managériale absolue (un facteur « alpha » plus élevé) ? Que l'on considère les segments VC ou BO, il apparaît que c'est l'exposition au risque de marché qui crée le lien positif entre la taille ou l'expérience et la performance.

Kaplan et Schoar (2005) constatent que les performances nettes des fonds construits successivement par un même GP persistent significativement⁽⁴³⁾. Un GP ayant connu le succès des fonds précédemment levés est plus enclin qu'un autre à délivrer un rendement élevé à ses investisseurs. De plus, la taille d'un fonds est positivement liée par une relation concave à la performance passée des fonds levés par le même GP. Comme le souligne Kaplan et Schoar (2005), la concavité implique que les « meilleurs » GPs choisissent volontairement de limiter la taille de leurs fonds pour éviter la zone de rendements décroissants.

Ces éléments sont en cohérence avec la présence d'un facteur spécifique à chaque GP, tel le talent de son *management*, qui bornerait sa taille. Cette question de la taille est au cœur de nombreuses réflexions sur le caractère *scalable* de l'industrie, et sur le fait de savoir si les *mega-buyouts* auxquels nous avons assisté participent à une évolution ou bien sont révélateurs de son déclin, en mettant en cause son unité.

2.1.2. La compétence du fonds pour sélectionner les projets, premier facteur de succès

De nombreuses études ont cherché à examiner les facteurs qui déterminent le succès (sortie favorable) des fonds dans leurs investissements. Le premier facteur est lié à la capacité du fonds à mobiliser des compétences spécialisées indispensables à la sélection et à la gestion des projets. Ces études mettent ainsi en avant l'expérience du GP (Sorensen, 2007), sa spécialisation dans un secteur déterminé (Gompers, Kovner, Lerner et Scharfstein, 2006a), ses compétences et son expérience scientifiques (Zarutskie, 2006) ou encore la qualité de son réseau au sein de l'industrie du capital-investissement (Hochberg, Ljungqvist et Lu, 2007) comme autant de facteurs clés

(43) Ce résultat de persistance est en contradiction avec l'absence de persistance caractérisant l'industrie du *mutual funds* (*cf.* Berk et Green, 2002).

de succès. Peut-on identifier plus précisément la manière dont les compétences du fonds conduisent au succès de ses investissements ?

Sorensen (2007) estime un modèle structurel d'appariement entre le fonds de *venture capital* et les entrepreneurs. De la sorte, il montre que l'expérience des fonds joue plutôt sur la sélection des projets que sur la conduite de ces mêmes projets.

Dans leur étude sur le lien entre les cycles d'investissement en *venture capital* et les évolutions des cours boursiers, Gompers, Kovner, Lerner et Scharfstein (2005) montrent que les fonds expérimentés et spécialisés sont les mieux placés pour utiliser les signaux transmis par le marché afin de réaliser des investissements performants. Ce résultat d'une sensibilité plus élevée des fonds expérimentés au marché est cohérent avec l'analyse de Driessen, Liu et Phalippou (2007) décrit dans le paragraphe précédent, et illustre que la qualité de la sélection est essentielle.

À partir de données sur le *venture capital* américain, Gompers, Kovner, Lerner et Scharfstein (2006b) s'intéressent à la manière dont les compétences et l'expérience des entrepreneurs et des fonds interagissent pour créer de la valeur. De manière peu surprenante, parmi les entrepreneurs soutenus par le *venture capital*, les *serial* entrepreneurs ont plus de chance de succès (entrepreneurs ayant déjà connu un succès) que les primo-entrepreneurs. Par ailleurs, l'expérience du fonds accroît le taux de succès des investissements.

Les auteurs montrent que le succès du *serial* entrepreneurs ne dépend pas de la qualité, mesurée par l'expérience, du fonds de VC qui accompagne le projet. Ainsi les fonds les plus expérimentés se distinguent des moins expérimentés dans leur capacité à valoriser des projets émanant d'entrepreneurs n'ayant pas encore fait leur preuve. Ceci plaide encore une fois pour un effet de sélection : les fonds les plus expérimentés sont en capacité de repérer parmi les entrepreneurs ceux possédant une compétence entrepreneuriale spécifique.

2.1.3. Caractéristiques des contrats et performance des fonds

Les caractéristiques du contrat ont des conséquences sur la performance des fonds. Ainsi, Cumming et Walz (2004) concluent que l'association avec d'autres partenaires (*syndication*) et la taille du fonds influence positivement la performance, alors que l'expérience semble sans influence.

Hege, Palomino et Schwiendbacher (2006) comparent les rendements bruts générés par le VC en Europe et aux États-Unis. Au-delà du niveau de ces derniers, nettement plus élevés aux États-Unis, il apparaît que les mêmes facteurs (taille du syndicat, continuité de la relation) les influencent très différemment d'une rive à l'autre de l'Atlantique. Les auteurs en concluent que le degré de sophistication de la relation VC/entrepreneurs contribue de manière décisive à la sur-performance du VC américain.

2.1.4. Performance, environnement concurrentiel des fonds et cycle de l'industrie

Le fait stylisé de persistance des rendements nets des fonds obtenus par Kaplan et Schoar (2005) peut être révélateur d'une concurrence défaillante, s'effectuant à l'avantage des intervenants anciens du marché, qui parviendraient, notamment par un accès prioritaire aux investissements les plus rentables, à dresser des barrières à l'entrée de nouveaux GPs sur le marché. Sur ce point, l'évidence empirique apportée par Kaplan et Schoar (2005) est ambiguë : l'entrée de nouveaux fonds baisse effectivement la performance des fonds déjà présents, d'autant plus que ces derniers sont jeunes. Les fonds les plus établis semblent donc être moins sensibles à l'entrée de concurrents, surtout dans le segment VC.

Surtout, il est troublant que la persistance concerne les performances nettes des fonds. En effet, une concurrence sans entrave entre les GPs vis-à-vis des investisseurs devrait conduire à la disparition des différences de rendements nets anticipés (en tenant compte de l'observation des *track records*). Le GP devrait capturer par sa rémunération l'intégralité de la rente systématique provenant de son talent et des rendements décroissants. La persistance ne devrait ainsi affecter que les rendements bruts, et non les rendements nets. Faute de données sur les rémunérations, Kaplan et Schoar (2005) ne sont pas en mesure d'examiner la manière dont la rente se partage entre le GP et les LPs. Mais l'hétérogénéité et la persistance caractérisant la distribution des rendements nets indiquent que la relation qui se noue entre le GP et les LPs lors de la constitution d'un fonds relève plus d'une logique d'appariement frictionnel que d'une transaction en concurrence parfaite.

Ce point est confirmé par l'étude de Lerner, Schoar et Wong (2006). Ces auteurs croisent des données de rendements en provenance de LPs et de GPs. Ils montrent alors que le rendement net obtenu par l'investisseur dépend de la nature de ce dernier. Sur les deux dernières décennies, les universités et les fondations (*endowments*) dégagent annuellement un taux de rendement de leurs investissements supérieurs de 14 % à celui de l'investisseur moyen⁽⁴⁴⁾. Les banques et les conseillers en investissement sont les moins performants des investisseurs. La présence d'un investisseur de qualité au sein d'un fond accroît donc sa performance nette. Les auteurs montrent que l'expérience du LP sur le marché est un facteur déterminant de performance. Lerner, Schoar et Wong (2007) concluent que le comportement des LPs, leurs capacités à utiliser l'expérience acquise pour sélectionner non seulement les fonds mais aussi les projets d'investissement du fonds, est un élément essentiel de performance. Il note par ailleurs que l'entrée de LPs non expérimentés en période de boom contribue encore à amplifier le

(44) Ce résultat est robuste à l'introduction de *dummies* temporelles ou caractérisant la nature du fonds, même si le sur-rendement dégagé par les « *endowments* » est alors réduit de 14 à 8 %.

cycle de l'industrie. Il semble donc bien que l'appariement (*match*) entre LPs et GP s'exerce avec des frictions, ce qui justifie une logique de partage de rentes entre les deux côtés du *match*.

On peut également penser que l'investissement en capital-investissement peut avoir d'autres motivations que la réalisation d'un rendement direct provenant de l'opération. Une banque peut ainsi réaliser des revenus supplémentaires en participant aux opérations de syndication et de gestion de la dette qui accompagne le BO.

La nature de la concurrence, et de l'ajustement entre rendement et quantité, est aussi à l'origine d'une vaste littérature sur le caractère cyclique de l'industrie. Comment les caractéristiques intrinsèques de l'industrie et la de la concurrence qui s'y exerce contribue-t-il à amplifier le cycle qui l'affecte ?

Gompers et Lerner (2000) ont mis en avant le phénomène du « *money-chasing deal* » pour montrer que lors des phases hautes du cycle l'afflux de capitaux se heurte au nombre restreint d'opportunités d'investissement, ce qui augmente la valeur de ces opportunités, et est susceptible de réduire le rendement obtenu.

Kaplan et Schoar (2005) montrent que des performances nettes élevées attirent, après un délai, des nouveaux entrants GP, qui lèvent des fonds de taille importante. Ces premiers fonds, montés après un « *boom* », sont peu performants et donc peu susceptibles d'être suivi par un second fonds du même GP. En se rappelant que les GPs les plus performants limitent la croissance de leurs fonds, Kaplan et Schoar (2005) concluent que le dollar marginal investi en période de « *boom* » se dirige plutôt vers des nouveaux GP, qui seront moins à même à créer des nouveaux fonds. La croissance de l'industrie s'accompagne ainsi d'une dégradation des performances moyennes des fonds, ce qui dégonfle progressive le « *boom* » et propulse le cycle.

2.2. Les enseignements de l'études des performances privées

Les sous-sections précédentes ont fait apparaître trois caractéristiques remarquables de la performance privée des fonds.

La première est relative à la performance moyenne décevante du placement en capital-investissement. L'introduction du risque rend le tableau encore plus sombre puisqu'une estimation grossière aboutit à un écart de rendement net moyen avec le coté qui pourrait atteindre un niveau de 6 % sur une base annuelle. De manière assez frappante, cet écart correspond peu ou prou au montant des rémunérations versées aux gérants des fonds.

Cette performance privée moyenne cache de très importantes différences entre les fonds. La seconde caractéristique est que la performance dépend systématiquement de la taille et l'expérience du fonds, avec une persistance de la réussite parmi les fonds. Cet effet de persistance montre que ce sont bien les compétences entrepreneuriales (*entrepreneurial skill*), qui constituent la clé du succès. Nous tenons là notre troisième caractéristique

de la performance. Pour le fonds, la compétence est vecteur de performance *via* la sélection de projet plutôt que par la conduite de ces projets. Pour créer de la valeur, cette compétence doit être partagée entre les trois niveaux, l'entrepreneur, le fonds et l'investisseur, *via* un appariement particulier.

Ces caractéristiques conduisent à poser trois questions, qui débouchent sur une interrogation cruciale : la performance privée du capital-investissement constitue-t-il un frein à son développement ? La première question est relative à la stratégie des investisseurs. Comment expliquer qu'en dépit d'un rendement net aussi faible les investisseurs continuent à placer des fonds dans le capital-investissement ? La deuxième question concerne les facteurs à l'origine de cette sous-performance. À rendement brut donné, le niveau de rémunération grève-t-il de manière excessive le rendement net ? La troisième et dernière question concerne la création effective de valeur du capital-investissement, c'est-à-dire son rendement brut. Comment se caractérise la technologie de production du capital-investissement ?

2.2.1. Pourquoi les investisseurs recourent-ils au capital-investissement ?

Cette question n'est évidemment pas tranchée, mais Phalippou (2007) et Phalippou et Gottschalg (2007) fournissent un éclairage pertinent en évoquant quatre possibilités :

- l'apprentissage ;
- la mauvaise perception du rendement par l'investisseur (*mispricing*) ;
- l'existence d'autres motivations que le rendement (*side benefits*) ;
- et enfin, thèse provocatrice, la conspiration.

2.2.1.1. Apprentissage et appariement sélectif LPs-GPs

Investir dans le capital-investissement, et plus encore gérer des fonds de capital-investissement est une activité complexe et relativement récente, comme en témoigne l'augmentation des volumes des dernières décennies.

Les résultats de Kaplan et Schoar (2005), ceux de Sorensen (2007) ou de Phalippou et Zollo (2005) ont montré que l'expérience du GP est un élément déterminant de sa performance. Lerner, Schoar et Wong (2007) mettent en avant une caractéristique similaire du côté de l'investisseur.

Sur le marché GP-LP, l'appariement peut ainsi s'organiser de manière sélective dans un contexte d'apprentissage. Un LP peu expérimenté accepte ainsi d'investir dans un fonds peu performant, afin d'acquérir l'expérience, et donc la possibilité ultérieure de participer à un *limited partnership* plus profitable. Le rendement des fonds peu performants serait ainsi réduit du coût implicite de l'apprentissage du LP : la faible performance serait le coût à payer pour acquérir la compétence, nécessaire à un investissement plus rentable.

Selon Phalippou (2007), cette explication n'est pas totalement convaincante, car même si le capital-investissement est une activité récente, il ne semble pas que l'on observe une augmentation tendancielle des rendements témoignant d'un apprentissage par le marché. De plus, Kaplan et Schoar (2005) ont certes montré que performance et expérience sont positivement liés dans la coupe des fonds, mais aussi que ce lien disparaissait une fois contrôlé l'identité du GP. L'apprentissage affecterait surtout l'investisseur.

2.2.1.2. Mauvaise perception du rendement par l'investisseur

Du fait de leur inexpérience et d'un déficit de compétence, les LPs ne seraient pas toujours capable d'évaluer le niveau de rendement servi par les fonds. Cette observation est cohérente avec l'étude de Lerner, Schoar et Wong (2007).

Ce phénomène serait encore renforcé par la pratique des GPs, qui peuvent biaiser la présentation de leurs résultats : présentation de rendements bruts plutôt que nets, utilisation de multiple sans référence à la durée de l'investissement, communication autour de quelques opérations... Dans le complément G, Gottschalg et Phalippou notent que la profession tend à utiliser des indicateurs de performance, qui enjolivent les résultats.

Il apparaît essentiel que les études indépendantes sur la performance privée du capital-investissement se développent, et que les statistiques fournies par la profession soient fiables et publiques. Si les investisseurs ne sont pas capables de corriger leur perception des rendements, alors la déception sera sévère et destructrice pour l'industrie.

2.2.1.3. Autres motivations que le rendement

Tout d'abord, des LPs accepteraient un retour net faible sur leur investissement en compensation d'autres relations commerciales qu'ils peuvent établir avec le GP, compte tenu de leur participation au fonds. On peut notamment penser que les banques sont sensibles à ces revenus complémentaires provenant par exemple de la gestion de la dette, ou de services liés à la préparation des IPOs et des *trade sales*. Les résultats empiriques de Lerner, Schoar et Wong (2007), ainsi que l'étude de Hellmann, Lindsey et Pury (2005) concernant le VC, confirment cette hypothèse.

Ensuite, Phalippou (2007) souligne que certains LP poursuivent des buts plus généraux que la réalisation d'un rendement financier. C'est notamment le cas lorsque des organismes publics ou semi-publics interviennent sur le marché du VC (exemple de la BERD, Fonds européen d'investissement, Caisse des dépôts et consignation...). À l'inverse, Lerner, Schoar et Wong (2007) montrent que les fondations et les universités sont les investisseurs les plus performants.

Enfin, des avantages fiscaux associés à certaines opérations peuvent également réduire le rendement servi à l'investisseur. Cette critique est notamment récurrente en France où l'avantage fiscal à l'entrée dans les

FCPI (Fonds commun de placement dans l'innovation) n'inciterait pas les gérants de fonds à la performance⁽⁴⁵⁾.

2.2.1.4. La conspiration

Phalippou (2007) s'interroge sur l'existence d'une collusion entre le GP et le gérant *private equity* des LPs, afin d'enjoliver les performances du capital-investissement. La littérature a amplement montré en quoi les mesures de performance fournies par la profession (LPs comme GPs) étaient biaisées dans un sens favorable à cette catégorie d'investissement. Afin d'écarter ce soupçon, il serait utile d'obtenir des données fiables et gérées de manière indépendante. Les efforts de transparence préconisés par le rapport Walker (2007) vont dans ce sens.

2.2.2. La rémunération des fonds est-elle excessive ?

Selon Metrick et Yasuda (2007), la rémunération des fonds capture en moyenne 25 % du *capital committed*, ce qui grève considérablement le retour net du capital-investissement. Phalippou et Gottschalg (2007) considère que la rémunération abaisse le facteur « alpha » de 6 %. Gottschalg, Kreuter et Phalippou (2007) s'interrogent : la rémunération est-elle excessive ?

Constatons d'abord que, sur ce point, il n'y « rien de spécial » avec le capital-investissement. Ainsi Berk et Green (2002) commencent-ils leur article sur la gestion des fonds communs (*mutual funds*) par l'accroche suivante : « *One of the central mysteries facing financial economics is why financial intermediaries appear to be so highly rewarded in our economy, despite the apparent fierce competition between them and the uncertainty about whether they add values through their activities* ».

Ajoutons ensuite que plus que le niveau de rémunération, c'est surtout la manière dont il (n') évolue (pas) avec la taille des fonds qui suscite des interrogations. Dans son rapport consacré au capital-investissement, le Treasury Committee de la Chambre des Communes britannique souligne que « le pourcentage de frais payé aux *general partners* des plus grands fonds n'a que peu diminué (en passant de 2 % à 1,5 ou 1,75 %) en dépit de l'accroissement spectaculaire de la taille des fonds » (*cf.* Treasury Committee, 2007), ce qui conduit ce comité à s'interroger sur le niveau de concurrence dans l'industrie.

Enfin, la structure de la rémunération fait apparaître qu'elle est relativement peu sensible à la performance réalisée par le fonds. En effet, la composante fixe (*management fees*) absorberait de 65 à 80 % de la rémunération au détriment de la composante variable (*carried interest*).

(45) La seule étude effectuée sur la performance des FCPI en France est Mnejja, Sahut et Hentati (2007). La faible rentabilité des fonds est soulignée, sans que l'influence de la fiscalité ne soit testée. L'influence des avantages à l'entrée sur le rendement peut s'exprimer par le fait que les fonds les plus connus et les plus gros, ceux qui sont proposés par les grands réseaux bancaires comme un « produit fiscal », sont les moins performants.

La structure de la rémunération est un élément essentiel du schéma d'incitation et de partage des risques mis en place entre les LPs et le GP. La composante fixe doit couvrir le coût effectif de gestion du fonds. Un pourcentage excessif de composante fixe pousse le GP à accroître la quantité d'investissement plutôt que leur qualité⁽⁴⁶⁾. À l'opposé, un *carried* trop élevé peut inciter le GP à une prise de risque excessive. Afin d'équilibrer l'afflux vers les fonds à leur taille, on doit s'attendre à ce que la structure de rémunération dépende des performances passées réalisées, telles qu'elles apparaissent dans le *track record*.

Metrick et Yasuda (2007) constatent pourtant que la structure de base est étonnamment invariante parmi les fonds et obéit massivement au « 2-20-8 % »⁽⁴⁷⁾. Les raffinements dans l'application de cette « règle » par les fonds peuvent toutefois engendrer d'importantes différences en matière de commission. Phalippou (2007) considère qu'il existe une certaine opacité dans la rémunération, et que même les LPs ont quelque fois des difficultés à en cerner les contours.

Pour 100 dollars de capital engagé, le montant actualisé des rémunérations s'élève à 24,18 dollars pour le segment VC et à 17,29 dollars pour le BO. Metrick et Yasuda (2007) observent qu'il est pertinent de rapporter le montant des rémunérations aux nombres de gérants (*partners*) et de collaborateurs (*professional*) intervenant dans le fonds. Bien que dégageant moins de rémunération par dollar engagé, il apparaît que les fonds BO bénéficient d'un effet de taille, qui accroît sensiblement la rémunération par associés et collaborateurs. En termes actualisés, un associé dégagerait ainsi une moyenne de 13,22 millions de dollars de rémunération dans le VC contre 17,73 millions de dollars dans le BO. Sur une base annuelle, Gottschalg, Kreuter et Phalippou (2007) aboutissent à une rémunération par collaborateur (*professional*) de l'ordre du million d'euros.

Metrick et Yasuda (2007) régressent le montant des rémunérations par dollar investi, par associé et par collaborateurs sur les caractéristiques du fonds en termes d'expérience et de performance passé du GP. Dans ces régressions, la performance n'est jamais significative, ce qui implique que les GPs performants augmentent leur rémunération en augmentant la taille des fonds sous gestion, plutôt que les niveaux de rémunération. L'expérience du GP influence positivement la rémunération par associé et par collaborateur, mais pas celle par dollar investi.

On retient ainsi que les GPs performants et expérimentés préfèrent augmenter leur rémunération en jouant sur la taille des fonds (marge extensive) plutôt que sur le pourcentage de rémunération (marge intensive).

(46) Le *management fees* est bien souvent calculé sur la base du *committed capital* en début de vie de fonds, puis sur celle des investissements effectivement réalisés ensuite.

(47) 2 % pour le *management fees*, 20 % de *carried interest* et 8 % de *hurdle rate* (seuil à partir duquel le *carry* est prélevé).

Metrick et Yasuda (2007) montrent que l'effet de taille est bien plus sensible sur le segment BO que sur le segment VC : « *Taken together, these results suggest that the BO business is more scalable than the VC business* ».

En examinant les résultats de Metrick et Yasuda (2007), il ne semble pas que les composantes variables et fixes se comportent différemment en fonction des performances passées du fonds. Ceci confirme la remarque effectuée par le Treasury Committee de la Chambre des Communes, et laisse donc à penser que la perception d'une commission fixe invariante ne contribue pas à l'alignement des intérêts des LPs et du GP.

2.2.3. Rendements et économies d'échelle dans l'industrie du capital-investissement

Le capital-investissement est-il une activité artisanale, dont le développement se heurte à la rareté des projets et à la pénurie des compétences entrepreneuriales ?

Le rendement net servi aux investisseurs, ainsi que le niveau élevé des rémunérations des GPs, plaide en ce sens. L'extrême hétérogénéité des performances renforce encore cette impression. Si l'on en croit Metrick et Yasuda (2007), le segment VC serait plus rapidement affecté par l'existence de rendements décroissants. La liaison entre la taille, l'expérience et la performance, la persistance des performances ont montré que la compétence entrepreneuriale était le facteur clé du développement du capital-investissement.

Les professionnels ont coutume de pointer le caractère difficilement reproductible (*scalable*) de leurs activités. Les politiques publiques peuvent donc avoir pour objectif d'accumuler ses compétences pour repousser la limite des rendements décroissants.

3. Performance « sociale » du capital-investissement

Cette dernière section est consacrée à la performance « sociale » du capital-investissement, c'est-à-dire à sa capacité à créer de la croissance économique et de l'emploi. La question se pose différemment selon que l'on considère l'un ou l'autre des deux segments que sont le *venture capital* et le *buyout*.

La performance sociale du *venture capital* réside dans sa capacité en mettre en résonance les dynamismes entrepreneuriales et technologiques. Le fait que le *venture capital* soit associé à l'innovation ne nous dit pas dans quel sens joue la causalité. Est-ce le dynamisme technologique, le rythme d'innovation, qui favorise le développement du *venture capital* ? Ou bien, à l'inverse, l'existence d'une industrie du *venture capital* contribue-t-il à un environnement favorable à l'innovation, source de croissance

économique ? La littérature ne peut donner de réponses définitives à ces questions. Elle suggère pourtant quelques éléments en faveur d'un lien allant du *venture capital* vers l'innovation.

En matière de *buyout*, les controverses sont plus vives. Jensen (1987) voit le LBO comme un « atelier de réparation du capitalisme », ce qui laisse entendre que le traitement est coûteux à court terme. Le débat s'est donc d'abord porté sur l'effet du LBO en matière de performances opérationnelles des entreprises, c'est-à-dire de productivité. Les questions sont ensuite relatives à l'emploi et aux politiques de ressources humaines de l'entreprise. Même si certains résultats sont nuancés, le bilan des LBO sur le dynamisme du tissu d'entreprises est positif.

3.1. *Venture capital* et croissance

La performance « sociale » du capital-risque tient à sa capacité à favoriser l'innovation. La présence du capital-risque dans les secteurs les plus dynamiques et innovants de l'économie prouve qu'il existe bien un lien étroit entre innovation et *venture capital*. Toutefois, cette corrélation n'est évidemment pas causalité, et une première difficulté consiste à isoler l'impact spécifique du capital-investissement sur la dynamique et la stratégie d'innovation des entreprises. Les accroissements simultanés des investissements en R&D ou des dépôts de brevet, d'un côté, et des capitaux gérés par les fonds VC de l'autre peuvent témoigner d'un flux accru d'opportunités technologiques exogènes. Cette question de la causalité est cruciale, car de sa réponse dépend le type de politique publique à mettre en place pour favoriser l'innovation. Une deuxième difficulté tient au passage du niveau microéconomique à la croissance macroéconomique. Une intensité d'innovation accrue, éventuellement issue de l'augmentation du VC, crée-t-elle, d'abord des gains de productivité dans les secteurs concernés, puis ensuite de la croissance économique ? Enfin, une troisième difficulté réside dans le caractère extrêmement cyclique de l'activité du *venture capital*. Au-delà de l'effet de niveau éventuel du *venture capital*, son caractère cyclique ne nuit-il pas à sa performance sociale ?

3.1.1. *Venture capital* et intensité de l'innovation

Gompers et Lerner (1999) ont montré que les entreprises qui sont soutenues par les capital-risqueurs déposaient plus de brevets que les entreprises dont l'actionariat ne comportait pas de *venture capitalists*, avec une part plus élevée des brevets relatifs à des inventions de rupture.

Ce résultat ne permet pas d'identifier le sens de causalité entre présence du VC et dépôts de brevet. Kortum et Lerner (2000) répondent à cette critique en utilisant des données sectorielles américaines sur la période 1965-1992 pour estimer une « fonction de production », liant le nombre de brevets déposés au niveau des dépenses de R&D et à celui des engagements du *venture capital*. Le VC, qui couvre moins de 3 % des dépenses en R&D, est

à l'origine de 8 % des brevets déposés : il exercerait donc un rôle décisif sur la dynamique d'innovation. Ce résultat est confirmé par Ueda et Hirukawa (2006) pour la période de *boom* technologique 1992-1998, qui n'est pas incluse dans l'échantillon de Kortum et Lerner (2000).

Kortum et Lerner (2000) ne se contentent pas de détecter une corrélation, mais testent un lien de causalité, qui irait du VC vers le dépôt de brevet. Pour cela, ils exploitent la discontinuité liée à la modification réglementaire de la *Prudent Man Rule* de 1978, qui est un évènement exogène ayant accru les fonds collectés et investis par le VC. Cette augmentation exogène, sans rapport avec le flux d'opportunités technologiques, a eu un effet positif sur le flux de brevets déposés. À l'appui de ce sens de causalité, les auteurs montrent bien que la présence du VC n'accroît pas seulement le niveau des brevets déposés, mais aussi le ratio brevet-dépenses en R&D.

Selon ces auteurs, le *venture capital* a donc bien eu un impact positif sur le développement de l'innovation aux États-Unis, en introduisant un mode de *management* de l'innovation qui profite aussi bien aux jeunes *start-ups* technologiques qu'aux firmes déjà établies dans l'industrie.

Le nombre de brevets déposés constitue une mesure approximative de l'innovation. L'impact positif du VC sur cet indicateur peut aussi signifier que la présence d'un *venture capitalist* pousse la firme innovante à breveter ses innovations sans forcément innover. À l'appui de cette thèse, Ueda et Hirukawa (2003) expliquent que l'investissement du VC s'effectue plutôt vers les sociétés, notamment les *start-ups*, dont la propension à déposer des brevets est la plus élevée. De plus, le VC facilite l'entrée de nouvelles firmes, ce qui pousse les entreprises présentes à mieux protéger leur propriété intellectuelle.

Ueda et Hirukawa (2003) proposent d'utiliser les taux de croissance de la productivité totale des facteurs comme un indicateur plus pertinent de l'innovation dans chacun des secteurs. Au-delà du lien positif entre investissement VC et croissance de la productivité sectorielle, les auteurs cherchent à repérer une causalité en examinant la précédence historique⁽⁴⁸⁾ des co-mouvements affectant les deux variables parmi les secteurs. Ils en concluent que la causalité s'exerce plutôt de l'innovation vers l'investissement en VC que dans l'autre sens. Un accroissement du taux de croissance de la productivité est suivi, plutôt que précédé, d'un mouvement en même sens de l'investissement VC. Le rejet de la causalité « VC vers innovation » n'est toutefois pas robuste à l'introduction de variables supplémentaires dans l'équation.

Dans une étude ultérieure (Ueda et Hirukawa, 2006), les auteurs confirment ce résultat ambigu, et montre que le VC exerce une causalité positive

(48) Ueda et Hirukawa (2003) estiment un modèle VAR sur le panel sectoriel américain entre 1965 et 2001 (données comparables à Kortum et Lerner, 2000), puis testent une causalité au sens de Granger entre les deux variables.

sur la croissance de la productivité du travail parmi les secteurs. Cet effet de stimulation passe par une substitution de technologie utilisant plus de matériaux et d'énergie et moins de travail pour les secteurs dans lequel le *venture capital* est engagé.

Les études cherchant à repérer un lien direct entre taux de croissance macroéconomique et présence du *venture capital* sont peu nombreuses. On a déjà cité dans le chapitre 1 (encadré 5) le travail de Meyer (2006), qui aboutit à des résultats extrêmement (trop !) flatteurs pour un ensemble de pays européens. En utilisant des données nationales⁽⁴⁹⁾ de l'OCDE, Romain et van Pottelsberghe (2004) estiment une fonction de production liant le niveau de productivité totale des facteurs à différents stocks de capital : stock de *venture capital* domestique, stock de capital-R&D privé, stock de capital-R&D public. Cette estimation fournit une mesure de l'élasticité de la productivité à ces différents stocks, et donc une mesure de leur *rendement social*. Ainsi Romain et van Pottelsberghe (2004) considèrent qu'un accroissement de 1 euro du stock de capital VC accroît le niveau d'*output* de 3,33 euros. Ce rendement spectaculaire est bien au-dessus de celui associé aux stocks de R&D privé (1,99 euro) et public (2,69 euros).

De plus, les auteurs montrent que l'effet du VC est non linéaire : la présence du VC accroît la sensibilité de la productivité aux stocks de capital-R&D privé et public. Ils en concluent ainsi que l'influence du VC s'exerce de manière directe et indirecte *via* un effet de « cristallisation » ou d'augmentation de la « capacité d'absorption des connaissances ». Nous reviendrons sur ce concept un peu plus loin.

Ces résultats basés sur des données macroéconomiques peuvent susciter certaines réserves en ce qui concerne le niveau des effets obtenus. L'étude fine des stratégies d'innovation des firmes sous contrôle du *venture capital* confirme le sens des effets obtenus.

Si l'on parvient à repérer un effet positif du VC sur l'innovation, le caractère extrêmement cyclique de l'activité suscite des interrogations légitimes. Comment ces cycles sont-ils transmis à la dynamique d'innovation ? Favoriser le *venture capital* ne risque-t-il pas d'amplifier les fluctuations de l'économie ? Lerner (2002) apporte des réponses à ces questions. Il pointe d'abord les raisons de ces cycles marqués : structure temporelle de l'industrie, organisation du secteur, rôle de l'information... Il montre ensuite que le cycle du VC ne se transmet pas totalement à la dynamique d'innovation. L'effet du VC sur cette dynamique serait moins intense dans les périodes hautes du cycle que dans les périodes basses. Ce fait est à relier à l'évolution de la rentabilité financière des investissements VC, qui baisse dans les périodes hautes et augmente dans les périodes basses. La réflexion de Lerner touche aussi à la manière dont le VC dirige les investissements vers les secteurs prometteurs. Le VC peut-il constituer une boussole effi-

(49) Seize pays sur la période 1990-2001.

cace pour repérer les secteurs en devenir ? Lerner (2002) donne des exemples historiques témoignant d'un « emballement » irraisonnable des *venture capitalists* pour certains secteurs ou activités. Gompers, Kovner, Lerner et Scharfstein (2005) ont montré comment les fonds expérimentés utilisaient les signaux transmis par le marché pour repérer les opportunités d'investissement.

Lerner (2002) en tire des enseignements pour les politiques publiques à mettre en œuvre. Ces politiques doivent se garder d'ajouter du « combustible à l'incendie » en exacerbant le caractère cyclique de l'activité. Au-delà du niveau des investissements publics à effectuer, l'intervention publique doit veiller à combler les discontinuités à la fois parmi les secteurs et temporelles, qui affectent l'investissement privé en *venture capital*.

3.1.2. VC et stratégies d'innovation des entreprises

De très nombreuses études ont cherché à repérer la manière dont la présence d'un *venture capitalist* modifiait le comportement de l'entreprise. Nous avons retenu ci-dessous les enseignements de deux de ces études, qui examinent l'impact sur la stratégie d'innovation. Cette stratégie est susceptible d'affecter la croissance de l'économie. Une limite à ces résultats concerne la taille des échantillons.

Hellman et Puri (2000) utilisent une base de données originale regroupant 173 sociétés *start-up* de la *Silicon Valley* observées entre 1994 et 1997 ; 70 % d'entre elles ont reçu du capital d'un *venture capitalist*. Les auteurs montrent que les firmes ayant adopté une stratégie d'innovation plutôt que d'imitation sont davantage susceptibles d'être soutenu par un VC. De plus, la présence du VC accélère le passage du nouveau produit vers le marché.

Da Rin et Penas (2007) s'intéressent à la construction d'une « capacité d'absorption » (*absorptive capacity*) par l'entreprise innovante. Cette capacité, résultat de la stratégie de recherche et développement de l'entreprise, concerne la manière d'assimiler, d'exploiter puis de créer des nouvelles connaissances. Une « capacité d'absorption » élevée souligne un rôle actif de l'entreprise dans la dynamique d'innovation de l'économie. Griffith, Reeding et Van Reenen (2004) ont montré le lien empirique entre croissance de la productivité d'une économie et la « capacité d'absorption » de ses entreprises.

L'échantillon est constitué à partir de la base Community Innovation Survey qui rassemble des informations sur les activités d'innovation de 7 800 entreprises néerlandaises entre 1998 et 2004. Y sont collectées des informations microéconomiques sur la stratégie d'innovation de l'entreprise, la permanence du flux de dépenses en R&D et l'existence d'un financement public. Quatre stratégies d'innovations sont possibles définies par combinaison de deux types d'activités innovantes : « acheter » et « faire ». L'activité « acheter » consiste à orienter les dépenses de R&D vers l'acquisition de connaissances et de savoirs externes à l'entreprise, alors que

« faire » engage directement l'entreprise. La mise en place d'une capacité d'absorption consiste à opter pour une stratégie mixte « acheter/faire », plutôt que pour des stratégies pures de type « faire seulement » ou « acheter seulement ».

Sur ses 7 800 entreprises, Da Rin et Penas (2007) repèrent 91 entreprises présentes dans la base VentureXpert comme financées par le *venture capital*. À l'aide d'une méthode d'appariement, les auteurs montrent que ces entreprises recourent plus souvent à une stratégie d'innovation mixte « acheter/faire ». La présence d'un *venture-capitalist* oriente l'entreprise vers la construction d'une capacité d'absorption, alors que la présence d'un financement public semble sans effet sur la stratégie d'innovation de l'entreprise. Par un test de « traitement », les auteurs montrent que ce rôle du VC ne tient pas à la sélection qu'il opère parmi les entreprises, mais bien à son engagement dans la conduite stratégique. Da Rin et Penas (2007) en déduisent que les politiques publiques de soutien à l'innovation gagneraient à davantage s'appuyer sur le capital-risque, afin d'orienter les entreprises vers des stratégies d'innovation créatrices de croissance économique. Nous retrouverons cette proposition dans le chapitre 3 du rapport.

3.2. LBO : « l'atelier de réparation du capitalisme »

Beaucoup de chiffres circulent concernant l'impact positif du *segment buyout* sur les performances économiques des entreprises cibles. Dans ce domaine, la prudence s'impose. Connaître le nombre d'emplois créés dans des entreprises détenues par des fonds de capital-investissement ne fournit pas d'information sur l'efficacité comparative de ce mode de gestion. Il est en effet impossible de séparer ce qui relève d'une croissance de l'industrie de ce qui provient de la capacité effective du fonds à accroître l'emploi. De plus, certaines études présentent l'inconvénient d'être basées sur les réponses spontanées des entreprises ou des fonds, ce qui biaise vers le haut les échantillons.

Enfin, connaître la dynamique de l'emploi à l'intérieur des firmes n'informe pas sur les emplois créés ou détruits dans l'environnement de l'entreprise. On sait par exemple que la réorganisation des entreprises consécutives à des LBO s'accompagne bien souvent d'une externalisation de certaines tâches. Dans ce cas, le niveau d'emploi dans l'entreprise sous-estime l'impact du LBO sur l'emploi.

3.2.1. Effet du LBO sur l'innovation

La liaison entre LBO et innovation est certainement moins intense que celle entre *venture capital* et innovation, car les fonds ciblent des entreprises très différentes. De plus, on peut penser que le souci de réorienter l'entreprise vers son cœur de métier, un des principes de la gestion des fonds de LBO, s'effectue au détriment de la recherche et développement dont l'impact

est plus diffus. Pourtant, l'étude récente de Lerner, Sorensen et Stromberg (2008) montre que cela n'est pas le cas. En croisant différentes bases de données, ces auteurs examinent les caractéristiques de 6 938 brevets déposés par 495 sociétés sur une période s'étalant entre trois ans avant et cinq ans après la date d'un LBO. Premier constat : la prise de contrôle par un LBO ne réduit pas l'activité de dépôts de brevets de ces entreprises. Second constat : après le LBO, l'activité innovante de la firme est certes davantage orientée sur son cœur de métier, mais dans le même temps ses brevets sont plus cités, et les indices d'originalité et de généralité des brevets ne se détériorent pas. La capacité des sociétés sous LBO à mieux utiliser et concentrer ses ressources concerne donc aussi sa politique d'innovation.

3.2.2. Effet sur la productivité

Lichtenberg et Siegel (1990) utilisent des données d'établissements industriels américains sur la période 1972-1988. Ils constatent que les opérations de LBO et MBO⁽⁵⁰⁾ (*management buyout*) ciblent des établissements, dont la productivité totale des facteurs est supérieure à la moyenne de l'industrie. Ce résultat va à l'encontre de l'intuition, qui présente ces opérations comme ciblant des entreprises en mal de performance.

L'étude montre que les firmes qui ont subi une opération de LBO ont un taux de croissance de la productivité qui est supérieur de 14 % aux autres firmes de la même industrie sur une période de cinq années de 1981 à 1986⁽⁵¹⁾. L'amélioration de ces performances économiques ne passe pas par une diminution des dépenses en R&D, de la masse salariale, de l'investissement ou par le licenciement du personnel de production (*blue-collar*).

L'augmentation relative de la productivité dans ces firmes est donc d'abord due à meilleure utilisation des ressources, et notamment du travail qualifié dont la rémunération est davantage sensible à la performance. Les auteurs observent ainsi que le personnel non directement productif (*white-collar*) diminue après le LBO. La différence de gains de productivité entre les firmes ayant subi une opération de LBO et les autres firmes de la même industrie est due à une croissance plus faible du niveau d'intrants plutôt qu'un niveau d'*output* plus élevé.

L'examen de bases de données en Europe (notamment FAME et ONESOURCE UK Private database au Royaume-Uni) et aux États-Unis a permis de mener des études sur les gains de productivité des sociétés financées dans le cadre du capital-investissement. Elles s'attachent toutes à mesurer les gains de productivité totale des facteurs à travers des modèles de régression de fonctions de production de type Cobb-Douglas. Ces études⁽⁵²⁾,

(50) Un petit échantillon de 48 opérations au total.

(51) Dans le cas de MBO – c'est-à-dire des LBO dans laquelle l'investisseur met en place un *management* qu'il désigne – le taux de croissance de la productivité est encore plus élevé, de l'ordre de 20 %.

(52) Se reporter à l'article de Cumming, Siegel et Wright (2007) pour une synthèse.

qui prennent pour objet principalement les opérations de LBO et de MBO, forment un consensus général : les gains de productivité sont réels et les performances des firmes considérées sont significativement améliorées.

Ainsi Harris, Siegel et Wright (2005) utilisent des données d'entreprises sur le Royaume-Uni sur la période 1994-1998, et présentent un bilan exhaustif des 979 MBOs. Contrairement à Lichtenberg et Siegel (1990), les entreprises cibles sont sous-productives avant le changement de propriété. Ce dernier accroît très sensiblement la productivité, en réduisant l'utilisation du travail et en recourant à la sous-traitance.

3.2.3. Effet sur l'emploi et les politiques de ressources humaines

Les résultats empiriques sont plus contrastés que pour la productivité.

Des études anciennes comme celles de Kaplan (1989) ou Smith (1990) rapportent que les firmes cible d'un LBO augmentent leurs nombre d'employés. En même temps, cette augmentation est moindre que celle de leur secteur. Lichtenberg et Siegel (1990) constatent que l'emploi non directement productif souffre alors que l'emploi productif est maintenu.

Bruining, Boselie, Wright et Bacon (2005) analysent les conséquences des MBO au Royaume-Unis et au Pays-Bas sur les politiques de gestion des ressources humaines. Le tableau est plutôt positif en termes de niveau d'emploi et de salaire, surtout pour le Royaume-Uni.

Amess et Wright (2006) étudient un panel de 1 350 LBOs observés au Royaume-Uni sur la période 1994-2003. Les auteurs constatent que l'emploi croît plus rapidement après le MBO que dans la période le précédent, alors que c'est l'inverse pour les MBI⁽⁵³⁾. Pour les MBO comme les MBI, les salaires moyens sont plus faibles que dans le secteur d'appartenance.

Le complément H rédigé par Quentin Boucly, David Sraer et David Thesmar rend compte d'une étude de référence sur les effets réels des LBO opérés en France entre 1994 et 2004. Elle s'appuie sur un échantillon très complet de 480 entreprises cibles de LBO, et repérés dans la base SDC Platinum. La nature de l'opération y est également renseignée : MBO, LBO secondaire, MBI... Les auteurs utilisent l'identifiant SIREN de ces entreprises pour récupérer dans la base de données fiscales du ministère des Finances les données comptables de ces entreprises.

Pour chacune des entreprises, la démarche est de construire un groupe de « pairs » aux caractéristiques comparables afin de mesurer l'impact du LBO sur différents indicateurs de performance selon la méthode des « différences de différences ».

(53) Les écarts de croissance de l'emploi sont respectivement de 0,51 % et de - 0,81 %. Le management *buyin* (MBI) se distingue du management *buyout* (MBO) en ce que la prise de contrôle s'accompagne d'un changement de l'équipe managériale.

Les résultats sont favorables au LBO : la rentabilité économique, les ventes, l'emploi salarié et le salaire moyen s'accroissent. En ce qui concerne ces deux derniers postes, les auteurs font remarquer que les données ne permettent pas d'identifier d'éventuels effets de structure à l'intérieur de l'entreprise. L'effet sur l'emploi est durable : à échéance de quatre ans, le niveau d'emploi relativement à celui des entreprises pairs a augmenté de 20 %.

Ces résultats ne sont pas sensibles au type d'opération à l'exception du *spin off* (cession d'une filiale) dont l'effet sur l'emploi est moins favorable.

Chapitre 3

D'un instrument financier à un instrument de croissance

Comme nous l'avons vu dans les deux chapitres précédents, le capital-investissement est doublement irremplaçable. D'une part, il est porteur d'un nouveau modèle de gouvernement d'entreprise qui est plus efficace, en termes de création de valeur, que le modèle de gouvernance classique des sociétés anonymes cotées en bourse et qui devrait contribuer au renouvellement du capitalisme⁽⁵⁴⁾ :

- il permet à l'entreprise de bénéficier d'investisseurs homogènes dont les relations avec le *management* peuvent être fondées sur des objectifs clairs et rigoureux ;
- il lui permet aussi de bénéficier d'administrateurs à la fois plus impliqués, car investis dans l'entreprise, et plus compétents, car possédant une expertise sectorielle ;
- il met sous pression le *management* en lui imposant des contraintes de performance à moyen terme et en concentrant l'entreprise sur ses avantages comparatifs ;
- il aligne enfin les intérêts des actionnaires et du *management* en forçant celui-ci à investir des montants significatifs dans l'entreprise (une à deux années de salaire) ;
- sa création de valeur est imputable pour 50 % à la croissance de l'activité, 20 % à la valorisation du titre, 10 % à la réduction des coûts et 5 % seulement à l'effet de levier⁽⁵⁵⁾.

D'autre part, il est un vecteur de création d'entreprises et croissance irremplaçable dans la mesure où il oriente, vers les PME, des fonds qui ne s'y investiraient pas sinon :

- il se substitue aux banques qui se sont largement désengagées de ce marché au début des années quatre-vingt-dix, estimant que les risques y étaient devenus trop importants ;

(54) Cf. Boston Consulting Group (2006).

(55) Cf. chapitres 1 et 2 ainsi que Brigl, Herrera, Liechtenstein, Meerkatt, Prats et Rose (2008).

- plus fondamentalement, il constitue l'un des principaux canaux de financement de l'innovation et de la création d'entreprise ;
- il permet aux entreprises concernées de bénéficier d'un coût réduit du capital grâce à sa capacité d'endettement et à l'effet de levier procuré par celle-ci.

Cet apport du capital-investissement est d'autant plus important en France que tout montre que le tissu entrepreneurial s'y renouvelle moins vite et moins bien qu'aux États-Unis ou dans le reste de l'Europe, qui n'est pourtant pas lui-même exemplaire⁽⁵⁶⁾. De fait, les PME françaises, comparées aux PME allemandes par exemple, se heurtent à des contraintes financières, tant au niveau de l'endettement que des capitaux propres, qui les empêchent de jouer pleinement ce rôle de ferment du tissu économique national qu'elles jouent dans d'autres pays⁽⁵⁷⁾. Du fait de ce problème de financement, elles sont, en moyenne, plus petites et plus fragiles que leurs homologues, elles présentent un taux de survie moins élevé⁽⁵⁸⁾, elles croissent moins vite, elles sont moins exportatrices et elles préservent plus difficilement leur indépendance. La part des PME indépendantes dans l'ensemble des PME est ainsi passée de 79 à 51 % en dix ans tandis que la part des PME appartenant à un grand groupe a triplé. Et si la part des capitaux propres dans leur bilan a fortement augmenté, c'est d'abord parce qu'elles ont rencontré plus de difficultés que les autres entreprises, notamment les PME appartenant à un groupe, à s'endetter⁽⁵⁹⁾. Résultat : la concurrence des jeunes pousses et, par là même, l'incitation des entreprises à innover sont limitées par rapport à ce qu'elles pourraient être et à ce qu'elles sont dans d'autres pays européens ou aux États-Unis⁽⁶⁰⁾. Le dynamisme du capital-investissement français apparaît dès lors comme la condition *sine qua non* de la revitalisation du tissu entrepreneurial de notre pays. Avec une place de second en Europe, derrière le Royaume-Uni, on pourrait penser que la France est plutôt bien positionnée. En réalité, cette place de second en montant absolu recouvre une place de quatrième en termes de montant relatif rapporté au PIB en 2006 (derrière le Royaume-Uni, la Suède et les Pays-Bas) et de huitième sur la période 2004-2006 (derrière le Royaume-Uni, les pays nordiques, la Suisse, l'Espagne et le Portugal)⁽⁶¹⁾.

(56) Cf. Philippon et Véron (2008).

(57) Cf. Betbèze et Saint-Étienne (2006) et Aghion, Fally et Scarpetta (2007).

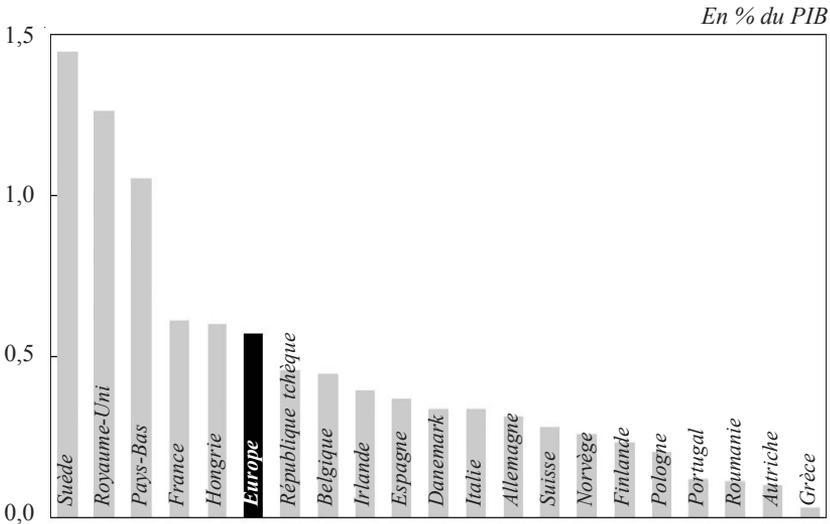
(58) Cf. Bartelsman, Haltiwanger et Scarpetta (2004).

(59) Cf. Gabrielli (2007).

(60) Cf. Aghion et Griffith (2005).

(61) Cf. Philippon et Véron (2008).

3. Investissement en capital-investissement, 2006



Source : EVCA, Thomson Financial, PricewaterhouseCoopers.

Pourtant, le capital-investissement s'est trouvé placé sur la sellette au cours des derniers mois, en France comme dans le reste du monde, les critiques pointant tour à tour :

- les excès de la rémunération des gestionnaires du capital-investissement qui, dans la plus grande opacité, propulseraient les inégalités de revenus, notamment dans les pays anglo-saxons, vers de nouveaux sommets ;
- les excès des LBO qui, dans le seul but de maximiser leurs rémunérations à court terme, auraient forcé les effets de levier à des niveaux susceptibles de mettre en danger la survie des entreprises cibles à plus long terme, en cas de crise ;
- les besoins importants en liquidité des fonds de capital-investissement qui auraient contribué, avec les « *hedge funds* » et les ABS (*asset backed securities*), à assécher la liquidité sur les marchés financiers ;
- la forte cyclicité de l'activité du capital-investissement, tout particulièrement du segment LBO, qui expliquerait ses rendements finalement décevants et qui aggraverait sa sous-performance sociale.

Ceci désigne clairement ce que devraient être les orientations prioritaires des politiques publiques à l'égard du capital-investissement au cours des prochaines années :

- il faut offrir un environnement globalement favorable à l'investissement dans le capital-investissement ;
- il faut encourager le capital-investissement en dynamisant les segments les plus porteurs d'innovation et en favorisant son acceptation sociale ;
- il faut enfin assurer, à court terme, durant la crise actuelle, la liquidité du capital-investissement.

Qu'on ne s'y méprenne pas : il n'est pas question ici de proposer une nouvelle politique publique spécifique, dont le capital-investissement n'a pas besoin, mais de s'assurer que les politiques publiques non seulement ne pénalisent pas le capital-investissement mais qu'elles offrent aussi un environnement favorable à son développement. D'une part, l'innovation doit être encouragée par delà la cyclicité de la collecte des fonds du capital-investissement. D'autre part, le couple risque/rendement qui détermine les choix d'investissement dans le capital-investissement ne doit pas être pollué par des rentes de situation. Pour cela, il est nécessaire non point de créer de nouvelles aides mais d'aménager les dispositifs existants de façon à les rendre plus incitatifs à l'investissement dans les PME qui innovent et qui s'ouvrent au capital extérieur, de façon aussi à améliorer la transparence des opérations concernées.

Pour cela le rapport propose de retenir quatre orientations principales de politique économique. Il propose tout d'abord de banaliser la fiscalité des investissements à risque et du capital-investissement, que ce soit au niveau de l'impôt sur le revenu ou à celui de l'impôt sur la fortune. Il suggère ensuite de reconsidérer le traitement discriminatoire du capital-investissement et du non-coté dans les standards prudentiels des institutions financières (Bâle II pour la banque et Solvabilité II pour l'assurance). Il recommande aussi de créer enfin une véritable administration dédiée, une SBA à la française, qui s'appuie sur un réseau dense de « *business angels* » et se substitue aux structures existantes. Enfin, il souhaite que la fiscalité des revenus tirés des opérations de capital-investissement, notamment des LBO, soit, à terme, proportionnée au partage de valeur ajoutée par ces opérations entre tous ceux qui y ont contribué.

1. Offrir un environnement favorable au capital-investissement

En France, rien ne s'oppose *a priori* à l'investissement dans le capital-investissement qui n'est guère obéré par des réglementations paralysantes et coûteuses. À l'examen, on s'aperçoit cependant, que l'environnement de l'investisseur potentiel dans le *private equity* n'est pas aussi favorable qu'il y paraît. D'une part, certains investisseurs qui sont clés pour le développement du capital-investissement sont, en fait, dissuadés d'optimiser leurs portefeuilles en ce sens. D'autre part, les structures de support au capital-investissement sont quasi-inexistantes alors qu'elles prolifèrent dans des secteurs peu porteurs pour notre économie.

1.1. Lever les obstacles à l'investissement dans le capital-investissement

Les obstacles auxquels se heurte aujourd'hui l'investissement dans le capital-investissement français sont au nombre de trois : la fiscalité dont différents rapports du Conseil d'analyse économique ont montré les con-

séquences dommageables sur la création d'entreprise et sur la croissance des PME, les réglementations prudentielles qui se profilent à l'horizon de cette seconde moitié de la décennie et qui pénalisent lourdement l'investissement en actions non cotées et l'absence d'un « nouveau marché » suffisamment profond qui réduit les possibilités de sortie du capital-investissement. Le défi est d'autant plus important que la France ne bénéficie pas de l'apport en capitaux qui alimente le capital-investissement dans les pays où les fonds de pension ont une place reconnue importante.

1.1.1. Désamorcer la fiscalité dans ce qu'elle a de plus malthusien

Il n'y a pas besoin de revenir sur le constat des effets négatifs de l'ISF sur l'économie française : il est amplement documenté par les rapports du Conseil d'analyse économique⁽⁶²⁾ comme par les enquêtes et les études économiques. Par rapport au sujet qui nous intéresse ici, une étude empirique récente de la Banque centrale européenne, portant sur plusieurs pays, a mis en évidence le rôle majeur de la fiscalité dans le dynamisme du capital-investissement, notamment du capital-risque⁽⁶³⁾.

Une réforme de l'ISF s'imposait donc, si ce n'est une réforme globale, à tout le moins une réforme centrée sur le financement des PME et du capital-investissement, de façon à autoriser l'investissement direct et indirect dans les sociétés non cotées en franchise d'ISF. La réforme de l'ISF d'août 2007 complétée par l'amendement de décembre va dans le bon sens. Elle autorise les ménages à déduire 75 % de leur investissement direct dans les PME non cotées, dans la limite de 50 000 euros, et 50 % de leur investissement intermédié par les Fonds d'investissement de proximité (FIP), les Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les Fonds commun de placement à risque (FCPR) qui investissent 40 % de leur actif dans les PME non cotées, dans la limite de 20 000 euros. Cumulés sur plusieurs années, les investissements concernés peuvent théoriquement atteindre des montants substantiels par ménage. Toutefois, il ne faut sous-estimer ni la faible compétitivité des véhicules fiscaux français, y compris les FCPR dont l'attractivité a été fortement réduite par les modifications réglementaires intervenues depuis un an, ni le caractère discontinu de ce type d'investissements qui dépend des fluctuations du revenu ainsi que de la réalisation des actifs patrimoniaux. Dans l'idéal, il nous semble qu'il eût été préférable de ne pas plafonner cet avantage si l'investissement est fait en direct dans l'entreprise et avec participation au conseil d'administration de l'entreprise bénéficiaire des fonds. Le coût de la mesure en aurait certes été accru mais il n'en aurait pas été fondamentalement bouleversé tandis que son efficacité aurait été démultipliée.

À côté de la fiscalité du patrimoine, il faut aussi considérer la fiscalité du revenu. L'intérêt du capital-risque, la prise de risque qu'il représente, n'oublions pas que le rendement médian du capital-développement en Eu-

(62) Cf. Betbèze et Saint-Étienne (2006).

(63) Cf. Da Rin, Nicodano et Sembellini (2007).

rope et en France est nul sur vingt ans, et la modestie de son espérance de rendement, le rendement moyen du capital-développement n'atteint même pas 6 % à comparer au rendement des valeurs cotées de l'ordre de 11 %, justifient d'accorder une attention particulière à la contribution que la fiscalité peut apporter à l'amélioration de ce rendement.

À défaut de subventionner les pertes du capital-développement, ce qui n'aurait aucun sens économique, il serait préférable de défiscaliser totalement l'investissement dans le capital-amorçage, capital-risque et capital-développement. La défiscalisation ne devrait plus être liée à des conditions complexes de structure d'actif, comme dans les FCPR, FCPI, SCR et FIP : elle devrait être générale et exclusivement réservée à la fraction des investissements directs et indirects réalisés par les investisseurs dans le capital-investissement, ceux-ci devant être en mesure de démontrer à l'administration fiscale, y compris par prise en transparence, que le bénéficiaire final de l'investissement est bien une société non cotée éligible dûment identifiée. La mesure allierait la simplicité à l'efficacité. Son coût serait modeste, voire nul, en raison du meilleur ciblage de la mesure ainsi que des montants circonscrits qui sont concernés. Elle compléterait la mesure Madelin qui accorde aux particuliers une réduction d'impôt sur le revenu égale à 25 % des sommes apportées à la souscription au capital des PME, dans la limite de 20 000 euros pour une personne seule et 40 000 euros pour un couple, sous réserve que ces PME soient détenues à plus de 50 % par des personnes physiques ou des fonds de capital-investissement.

La question qui pourrait se poser alors serait celle de savoir si les entreprises ne devraient pas elles aussi bénéficier, dans les mêmes conditions, d'une mesure de défiscalisation du revenu de leurs investissements directs et indirects dans le capital-risque et le capital-développement lorsque les sociétés non cotées bénéficiaires sont clairement identifiables. Il est à peu près certain que ceci inciterait les entreprises et, surtout, les investisseurs institutionnels à réallouer leur portefeuille d'actions en faveur de l'investissement dans le non-coté et, plus particulièrement, dans le capital-investissement. Comme nous le verrons plus loin, la conjoncture actuelle justifierait une mesure de ce type, au moins à titre temporaire.

1.1.2. Corriger des standards prudentiels devenus excessivement dissuasifs

Les placements des investisseurs institutionnels dans le capital-investissement ne dépendent pas seulement de la distribution des rendements après impôt attendus de ces placements mais aussi des contraintes prudentielles qui leur sont appliquées, ces contraintes ayant justement pour objet d'infléchir l'allocation d'actifs en faveur d'actifs liquides et de bonne qualité. De ce point de vue, les nouveaux standards prudentiels des CRD pour la banque (« *capital requirement directives* » qui intègrent Bâle II en droit européen) ainsi que les standards de solvabilité II en cours d'élaboration pour l'assurance comportent des éléments préoccupants.

Certes, concernant la dette bancaire des PME ainsi que des fonds de capital-investissement, les choses ne devraient pas se détériorer et pourraient même s'améliorer à la suite de la mise en œuvre de Bâle II. Les travaux de la Banque de France et du Secrétariat général de la commission bancaire montrent que la nouvelle pondération des crédits bancaires aux PME devrait leur être favorable, surtout si les banques retiennent l'approche fondée sur la notation interne⁽⁶⁴⁾. Ainsi, la réduction des exigences en capitaux propres résultant du passage de Bâle I à Bâle II devrait se situer entre 5 et 22 % pour les plus grandes PME et entre 54 et 25 % pour les plus petites d'entre elles. Les banques françaises pourraient donc réaliser des économies en fonds propres en réallouant leur portefeuille de crédits en faveur des crédits aux PME. Concernant la dette des fonds de capital-investissement, qui est essentiellement liée aux opérations de LBO, on peut penser que Bâle II et les CRD ne devraient guère avoir d'effet significatif sur son financement par les banques sachant que celles-ci transfèrent 70 % de ce risque à des acteurs non bancaires (fonds de CDO/CLO et « *hedge funds* ») et que les nouveaux standards ne leur donnent aucune incitation particulière à modifier ce comportement que l'on retrouve dans les autres pays européens et aux États-Unis (où le taux de transfert atteint 100 %).

Seule ombre au tableau, solvabilité II devrait imposer, aux assureurs, des exigences en capitaux sur les titres de dette similaires à ce qui se fait dans la banque mais à partir d'une situation initiale où aucun fonds propre n'est exigé aujourd'hui. Ceci pourrait inciter les assureurs à restructurer leur portefeuille d'actifs aux dépens de l'ensemble de la dette « *corporate* ».

Si les perspectives semblent donc balancées concernant le financement de la dette, il n'en va pas de même en ce qui concerne leur financement en fonds propres. D'une part, Bâle II introduit deux nouveaux risques dans le calcul des exigences en capital des banques, dont un risque dit « de marché » qui prend notamment en compte le risque action en le considérant comme, par nature, plus risqué que le crédit bancaire classique. Certes, la pondération retenue pour l'exposition au capital-investissement (150 % dans l'approche standard) est inférieure à celle retenue pour les actions cotées (200 à 290 % selon que la banque recourt à un modèle interne en « *Value at Risk* » ou à la méthode des pondérations simples). Mais, par rapport à Bâle I, elle correspond à un alourdissement sensible. D'autre part, de façon quelque peu similaire, solvabilité II prévoit aussi d'imposer des exigences en capitaux au titre des placements actions des assureurs, avec une exigence accrue au titre des placements en capital-investissement. Pis, pour déterminer le niveau de ces exigences, le nouveau standard s'est fixé pour norme de couvrir la « *Value at Risk* » du portefeuille d'actions à l'horizon d'une année alors même que le bilan des compagnies d'assurance « tourne » une fois tous les trois à six ans, que les actions viennent en général en couverture des passifs les plus longs des compagnies et que le capital-investisse-

(64) Cf. Golitin (2007).

ment correspond par définition à une détention longue. Résultat : solvabilité II imposerait 45 % de chargement aux actions non cotées contre 32 % aux actions cotées⁽⁶⁵⁾. Si l'on fait l'hypothèse que les actionnaires exigent un rendement de 13 % en assurance et que le capital-investissement comme les actions cotées rapportent 11 % en moyenne, ceci correspond à un coût de détention du capital-investissement de l'ordre de 1 % par an. Il devrait normalement en résulter une réduction de l'investissement des assureurs en actions non cotées sensiblement plus sévère que pour les actions cotées. Si l'on tient compte des chargements imposés aux autres actifs, ceci veut dire que la part des actions non cotées dans le portefeuille d'actions des assureurs pourrait chuter de 5 % sachant que, pour les mêmes raisons, la part du portefeuille d'actions dans l'ensemble des actifs des assureurs pourrait elle-même diminuer de 10 %⁽⁶⁶⁾. Au total, la part des actions non cotées dans l'ensemble des actifs des assureurs devrait donc chuter de 15 % environ, ce qui veut dire que l'objectif de 2 % souscrit par les assureurs, s'il correspond à un seuil de détention optimal⁽⁶⁷⁾, devrait être ramené à 1,8 %.

Il serait donc important de reconsidérer les exigences en capital pour les financements en fonds propres du capital-investissement. Il faudrait notamment se demander s'il ne serait pas envisageable de modifier la réglementation européenne pour alléger ces exigences, en fonction des durées de détention par exemple, à tout le moins au profit des investissements dans le capital-investissement si ce n'est pour l'ensemble des actifs. Les exigences maximales ne seraient appliquées que pour les durées de détention inférieures ou égales à un an. En revanche, les exigences en capital ne devraient pas dépasser 8 % pour les détentions longues (supérieures à 5-10 ans).

Certains feront valoir qu'un tel amendement est impossible dans le cadre des directives CRD et solvabilité II, qu'il serait difficile de le faire accepter par nos partenaires européens, qu'il ne permettrait de modifier que la formule standard alors que les chargements tirés des modèles internes resteraient basés sur la « *Value at Risk* » des actions à un an, qui est à la base des exigences élevées citées plus haut. Mais, il nous semble que trois arguments pourraient faciliter l'acceptation d'un tel amendement :

- le ciblage sur le capital-investissement et le capital-investissement et, à travers eux, sur les PME en faveur desquelles la Commission européenne accepte d'autant plus aisément des mesures publiques spécifiques que celles-ci contribuent à la concurrence en élargissant les possibilités d'entrée sur le marché ;

(65) Cf. CEIOPS (2007).

(66) Ces résultats, qui sont donnés à titre purement illustratifs, sont obtenus en appliquant le modèle moyenne-variance de Markowitz, qui repose sur un certain nombre d'hypothèses simplificatrices.

(67) Ce point fait toutefois l'objet de débat entre les professionnels de l'assurance et les professionnels du capital-investissement.

- le fait que la formule standard reste la formule de référence, notamment en cas de difficulté financière de l'institution financière, ce qui est très important en termes de gestion des risques ;
- les travaux empiriques qui montrent que le caractère risqué des actions par rapport aux autres financements de l'entreprise, apprécié à partir de leur volatilité relative, diminue avec le temps et s'inverse même à très long terme.

1.1.3. Promouvoir un « nouveau marché » européen de taille suffisante

Les investisseurs, qui sont rationnels, sont moins intéressés par des investissements pour lesquels ils savent qu'ils ne disposent pas de sorties aisées, même si ces investissements sont d'excellente qualité, que par des investissements qui disposent de possibilités de sortie suffisantes. Sachant que la majorité des entreprises sous capital-investissement n'ont pas vocation à sortir vers le marché réglementé d'Eurolist, l'absence d'un « nouveau marché » suffisamment liquide constitue un obstacle concret à l'investissement dans le capital-investissement, même s'il existe un marché secondaire, qui a été relativement actif jusqu'à la crise actuelle et si les LBO constituent une issue de substitution à laquelle le marché a eu largement recours.

Alternext, qui a été créé en 2005, constitue bien un embryon de « nouveau marché ». C'est un marché organisé mais non réglementé au sens de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIFID). Il présente des allègements substantiels par rapport aux règles auxquelles doivent se conformer les sociétés cotées (exigence de deux années de comptes certifiés contre trois pour l'Eurocité, flottant minimum de 2,5 millions d'euros contre 5 pour l'Eurocité, normes comptables françaises acceptées contre normes IFRS obligatoires pour l'Eurocité, déclaration de franchissement seuils allégée). Ajoutons, qu'il bénéficie, au même titre qu'Eurolist, de la suppression de l'impôt de bourse. Pour autant, il ne faut pas sous-estimer les contraintes d'Alternext (historique minimum des comptes, document de référence alourdi par des exigences propres de l'AMF par rapport à la directive, « listing sponsor » obligatoire, protection des actions minoritaires), sur la lourdeur desquelles on peut s'interroger. Résultat : en 2007, seulement 130 sociétés sont cotées sur Alternext pour une capitalisation boursière ne dépassant pas 6 milliards d'euros, 47 sociétés se sont introduites, 27 sociétés ont émis des titres de capital et le volume moyen mensuel des transactions se situe entre 5 et 10 millions d'euros. À quoi, il faut ajouter une chute des cours supérieure à celle des actions cotées en bourse au cours de la crise actuelle. Alternext n'a guère de profondeur et de liquidité à ce stade.

Même si les performances d'Alternext sont incontestablement sur une pente ascendante, il n'en demeure pas moins que l'on ne peut espérer dyna-

miser le capital-investissement français sur ces bases. Il faudrait rapidement passer à la vitesse supérieure. Ceci suppose de compléter la suppression de l'impôt de bourse par deux autres réformes qui s'imposent. Tout d'abord, il faut alléger et simplifier les exigences imposées pour l'accès à Alternext et au marché libre, sans préjuger d'une éventuelle extension à Eurolist. Dans un premier temps, cet allègement et cette simplification devraient porter sur les exigences supplémentaires que l'AMF a retenues pour le document de référence, par rapport au minimum de base exigé par la directive MIFID, et qui ne sont pas justifiées au regard de leur coût économique⁽⁶⁸⁾. Dans un second temps, il faudrait chercher à aller au-delà et examiner les amendements à apporter à la directive MIFID elle-même.

Ensuite, il faut porter Alternext à sa taille critique : la taille est un élément important du développement d'un nouveau marché en raison des externalités positives qu'elle procure en termes de réseau, de réduction des coûts et de profondeur du marché. Le cadre national, quelle que soit son modèle de référence (Nasdaq ou autre), a largement démontré son incapacité à atteindre, par lui-même, cette taille critique en Europe continentale. Tous les « nouveaux marchés » d'Europe continentale ont disparus suite à la crise du début des années 2000, quand le Nasdaq et l'AIM (*Alternative Investment Market*) de Londres ont survécu et se sont renforcés grâce à leur profondeur et leur liquidité (respectivement, 3 200 valeurs pour une capitalisation de 3 600 milliards de dollars et 1 700 valeurs pour une capitalisation de 100 milliards de livres sterling). Il faut donc changer de niveau et envisager une infrastructure de marché à l'échelle européenne, un Alternext ou un nouveau marché couvrant l'ensemble de l'Union européenne. Pour cela, le soutien des autorités européennes est nécessaire dans la mesure où la directive MIFID semble écarter la possibilité de créer, notamment avec l'aide des pouvoirs publics, un nouveau marché en situation de monopole en Europe. Trois arguments devraient être avancés pour convaincre les autorités européennes : la spécificité PME que celles-ci reconnaissent déjà au niveau des aides publiques, la concurrence du marché de Londres qui se trouve aujourd'hui en situation de quasi-monopole et le potentiel à venir des bourses en ligne ainsi que des « *alternatives trading platforms* » que devraient développer les banques dans le cadre de la directive MIFID et qui sont susceptibles de concurrencer ce nouveau marché européen.

Naturellement, ce « nouveau marché » européen doit être conçu comme complémentaire du développement de ces « *alternative trading platforms* » ainsi que des initiatives de place de marché en ligne. ALTERNATIVA, qui est la première bourse en ligne introduite récemment en France sur le modèle suédois, est particulièrement bien adaptée aux PME dans la mesure où elle peut non seulement donner de la liquidité aux minoritaires mais aussi constituer une solution de sortie pour la première génération d'investisseurs en capital-risque, en particulier durant les creux de cycle.

(68) Ce sont aussi les conclusions d'un groupe de travail de l'AMF (2007).

1.1.4. Développer des garanties pour la valeur de sortie du capital-investissement

Les investisseurs qui souscriraient ces garanties disposeraient d'une garantie sur la valeur plancher de leur investissement dans le capital-investissement, sorte de « *put* » sur lequel ils auraient la main durant une période déterminée. OSÉO et CDC Entreprises ont déjà proposé de semblables garanties dans le cadre de France Investissement. Ce type de couverture devrait permettre d'attirer une population de petits institutionnels qui est aujourd'hui absente de la classe d'actifs du capital-investissement et qui pourrait y faire de premières expériences tout en contrôlant *ex ante* leur exposition. Mais, il ne doit pas être confiné aux petits investisseurs et doit pouvoir aussi être offert à des investisseurs déjà expérimentés, voire des investisseurs institutionnels. Notamment dans les circonstances de crise financière qui sont celles du début de l'année 2008, ce type de garantie est particulièrement bien adapté pour contourner les contraintes auxquelles sont confrontées les banques et les assurances que les nouveaux standards prudentiels de Bâle II et Solvabilité II incitent, comme nous l'avons vu, à une prudence excessive. Ce qui veut dire que ce type de couverture ne doit pas être exclusivement ciblée sur les petits investisseurs même si ceux-ci constituent, sur un horizon de long terme, une clientèle privilégiée.

Naturellement, la garantie doit être offerte dans des conditions de marché. L'extension de garantie proposée par OSÉO en fournit un bon exemple. L'apport du garant ne s'analyse pas seulement en termes de garantie sur la « *Value at Risk* » qui est ramené, pour un fonds direct par exemple, à un niveau équivalent à celui d'un fonds de fonds. Il porte aussi sur la capacité à sélectionner des équipes potentiellement bénéficiaires, dans la mesure où le garant met à la disposition de l'investisseur ses compétences en matière d'appréciation du risque de ces équipes, directement dans le cadre de son offre de service ou indirectement par le biais de sa tarification de la garantie. Enfin, pour les fonds et les équipes jeunes, qui n'ont pas une antériorité et un *track record* suffisants, ce type de dispositif a un rôle stratégique à jouer dans la mesure où, correctement tarifé, il apporte un soutien irremplaçable au développement d'un réseau suffisant de grands fonds de capital-risque. Il serait souhaitable que les interventions en garantie d'OSÉO puissent être aménagées pour leur permettre de jouer un rôle en ce sens sur le marché français.

Le coût de ce type de garantie reste dans des ordres de grandeur raisonnables, et pourrait baisser avec l'accroissement de la liquidité du marché. Par exemple, le coût d'une garantie portant sur 75 % de la valeur de départ des parts acquises devrait se situer entre 1 et 4 % selon la qualité de l'équipe et la stratégie d'investissement du fonds. On voit ici tout l'intérêt de ce type de solution qui permettrait, pour un coût raisonnable, de corriger la déformation que la rigidité du marché du travail fait subir à la courbe de distribution des résultats. En ce sens, le développement d'un marché de couverture profond et liquide est de nature à compenser partiellement certains des ef-

fets les plus malthusiens de la fiscalité et donc de se substituer partiellement aux abaissements de fiscalité que nous proposons. Plus fondamentalement, si la couverture est suffisante, elle est de nature à procurer des effets similaires à la réforme du marché du travail proposée plus bas et donc à se substituer à celle-ci.

1.2. Faciliter le développement du capital-investissement

Il faut non seulement lever les obstacles à l'investissement dans le capital-investissement mais aussi faciliter le succès des entreprises sous capital-risque, qui peut être remis en cause par les difficultés que les créateurs d'entreprises rencontrent traditionnellement pour réunir l'information de base nécessaire au développement de leur entreprise et au financement de leur croissance ainsi que pour faire face à la lourdeur tant financière qu'administrative de la gestion sociale de leurs employés.

1.2.1. Créer une véritable « small business administration »

Le créateur d'entreprise et la *start-up* en pleine croissance sont en général relativement démunis devant la complexité du monde qui les entoure. Ils ont les idées mais peu de moyens. Ils devraient diversifier leurs clients mais ils ne peuvent le faire car ils n'ont pas accès à l'information nécessaire, sauf à des coûts prohibitifs. Ils devraient accéder aux marchés publics dans des conditions similaires à leurs concurrents mais ils n'ont aucune connaissance de l'administration et du secteur public. Ils devraient pouvoir bénéficier de toutes les aides et dispositions qui leur sont destinées, mais ils ne le peuvent car cela supposerait de consacrer plus de temps qu'ils ne sont capables d'en financer pour les dénicher et les comprendre. Enfin, quand ils sont des gazelles, ils devraient pouvoir trouver des financements aisément mais ils n'ont ni le réseau, ni l'information ce qui fait qu'ils sont moins que toute autre entreprise en mesure d'assurer la continuité de leur financement même s'ils sont très performants. Or, comme on l'a vu, toutes les études disponibles s'accordent pour reconnaître qu'ils créent des emplois et de la richesse.

Y a-t-il défaillance du marché ? Pas à proprement parler. Il y a en revanche imperfection du marché qui, pour ce segment de l'activité économique, n'offre pas toute la palette des services et financements qui permettraient d'optimiser la mise en œuvre des idées, la création d'entreprise, la croissance des *start-ups* et la création d'emplois. Les américains ont résolu ce dilemme en créant au début des années cinquante la *small business administration* (SBA) qui a pour fonction d'aider, conseiller, former et assister gratuitement les petites entreprises, de protéger leurs intérêts et de les aider à surmonter les difficultés. La SBA fournit aussi des prêts à long terme pour financer le démarrage ou la croissance d'une affaire et pour acquérir une propriété commerciale. En France, les Chambres de commerce et d'industrie (CCI) ont vocation à jouer un rôle qui n'est pas sans similitude avec

celui de la SBA dans la mesure où elles ont, de par la loi, une mission de service aux entreprises, au titre de laquelle elles peuvent les aider dans leurs formalités, les informer, les conseiller et les assister directement ou indirectement, dans le respect de la concurrence naturellement. Les CCI sont financées par une taxe additionnelle à la taxe professionnelle.

La formule française de la CCI souffre toutefois de plusieurs limitations auxquelles la SBA américaine n'est pas confrontée et qui obèrent son efficacité économique. D'une part, elle gère deux conflits d'intérêt majeurs car elle est investie par la loi de deux autres missions qui entrent directement en concurrence avec sa mission de service aux entreprises : une mission de développement économique du territoire qui la conduit à consacrer l'essentiel de son énergie à la gestion de grands équipements locaux (aéroports, ports, routes, etc.) et une mission de représentation des intérêts de l'industrie, du commerce et des services qui la conduit à entrer directement en conflit avec les gazelles et les forces économiques émergentes de sa circonscription. Pour que la mission de service aux petites entreprises soit exercée de façon optimale, il serait souhaitable de séparer cette dernière mission des deux autres. D'autre part, le maillage des CCI n'est pas adapté pour intervenir sur ces sujets et devrait être refondu sur des bases moins institutionnelles et plus économiques. Dans l'idéal, l'entité en charge du service aux petites entreprises devrait être rattachée au ministère des PME et bénéficier de dotations budgétaires lui permettant d'offrir un service de qualité aux petites entreprises et, en priorité, aux plus dynamiques d'entre elles. Elle devrait inclure la possibilité d'accorder des financements « relais » aux entreprises qui se créent et aux « gazelles » en croissance rapide⁽⁶⁹⁾.

Il appartiendrait à cette SBA à la française de remettre un peu d'ordre dans le foisonnement des différents labels : jeune entreprise innovante (JEI), FCPI, gazelles etc. afin de les simplifier et de veiller à leur bon enchaînement.

1.2.2. Favoriser l'émergence d'un tissu suffisamment dense de « business angels »

Au démarrage de son entreprise, le créateur peut compter sur le soutien de sa famille et de ses amis. Il peut parfois bénéficier de l'investissement d'un fonds de capital-risque. Mais, une fois cet effort de ses proches réalisé, il a des difficultés à financer son développement ou un choc imprévu. Les amis et la famille ne sont plus guère en mesure d'apporter des fonds supplémentaires sachant que les besoins sont souvent supérieurs à ce qu'ils ont apporté au premier tour. Quant aux fonds de capital-investissement, ils interviennent souvent un peu plus tard, pour des montants sensiblement plus importants, et sont réticents à prendre directement le relais des amis et de la famille, surtout quand l'entreprise n'a pas été prise en charge auparavant par un fonds de capital-risque. Faute de trouver une solution, l'entre-

(69) Cf. Betbèze et C. Saint-Étienne (2006).

prise est menacée d'étouffement. De fait, une fois passé le cap de la survie initiale (35 % des défaillances d'entreprises interviennent dans les trois ans qui suivent leur création), beaucoup de défaillances d'entreprises sont imputables aux difficultés rencontrées dans la recherche d'un financement.

Les « *business angels* » réduisent ce goulot d'étranglement du financement des jeunes pousses. Ils interviennent lorsque les entreprises à forte croissance sont confrontées à cette seconde vague de besoins financiers que ni les amis et la famille, ni les fonds de capital-développement ne sont en mesure de prendre en charge. Typiquement, les « *business angels* » apportent aux entreprises américaines dans lesquelles ils investissent, des fonds trois fois plus importants que les fonds initialement apportés par les amis et la famille mais trois fois moins importants que les fonds apportés par les fonds de capital-développement. Pour autant, ils financent dix fois plus de jeunes pousses à fort potentiel que le capital-risque. Mais, les « *business angels* » ne se limitent pas à apporter une solution au financement des jeunes pousses. Ils mettent en outre à leur disposition leurs compétences, leur expérience, leurs réseaux relationnels voire leur propre temps. L'intervention d'un « *business angel* » est ensuite déterminante pour attirer un fonds de capital-développement dans l'entreprise. Le « *business angel* » est à la fois un détecteur, un investisseur, un administrateur et un coach pour les entreprises à fort potentiel. Il n'est naturellement pas un philanthrope et il attend, à horizon de cinq ans, un multiple, de dix ou plus, par rapport à sa mise initiale, sachant qu'il prend des risques très importants et que le rendement moyen *ex post* de son investissement se situe aux alentours de 20-30 % aux États-Unis. Seules les gazelles ont cette capacité à générer des multiples aussi élevés.

Les « *business angels* » ont besoin d'être stimulés et soutenus en France. En effet, nous n'avons que 5 000 « *business angels* » dans notre pays quand il y en a 55 000 au Royaume-Uni et 600 000 aux États-Unis. Diverses mesures ont été adoptées en ce sens. La Société unipersonnelle d'investissement permet aux « *business angels* » d'investir dans les petites entreprises en franchise d'impôt sur les sociétés et sur le revenu pendant dix ans. Les mesures fiscales suggérées plus haut, notamment la mesure ISF adoptée récemment, sont extrêmement importantes pour attirer les « *business angels* » qui iront sinon proposer leurs fonds à l'étranger ou aux sociétés cotées. L'objectif devrait être d'atteindre le seuil de 100 000 « *business angels* » en France, de façon à orienter de manière aussi efficace que possible les fonds français vers des PME françaises et à créer un vrai mouvement de soutien en leur faveur. Encore faut-il assurer à ces mesures de soutien le minimum de stabilité qui est la condition *sine qua non* pour susciter de véritables vocations de « *business angels* », sachant que, même pour les personnes ayant une bonne expérience des affaires, il faut du temps pour apprendre le métier de « *business angel* ».

Parallèlement à une fiscalité incitative, les pouvoirs publics doivent veiller à créer, animer et motiver un réseau actif de « *business angels* » à

travers tout le territoire. En Europe, la moitié des réseaux de « *business angels* » est subventionnée par des fonds publics. L'expérience anglaise montre que les réseaux subventionnés orientent davantage leur activité vers les jeunes pousses et l'amorçage. La création d'une véritable SBA, puissante et dynamique, serait de ce point de vue stratégique. En faisant converger sur elle l'ensemble de l'information du marché, elle constituerait non seulement un facteur de rapprochement de l'offre et de la demande (à coordonner naturellement avec les autres initiatives en la matière comme le site extranet INVESTNET d'OSÉO, par exemple) mais elle susciterait aussi plus de vocations de « *business angels* » qu'elle détournerait des placements plus traditionnels. Afin de donner au dispositif un maximum d'efficacité, il serait souhaitable que les « *business angels* » se regroupent dans une association qui bénéficierait de l'appui de la SBA ainsi que de l'Agence pour la diffusion de l'information et des technologies (ADIT). Celles-ci proposeraient des entreprises ou des chercheurs de leur portefeuille aux « *business angels* » qui pourraient utiliser toutes leurs compétences en intelligence économique.

En outre, des structures comme OSÉO pourrait, en liaison avec France Investissement, soit donner une garantie de portefeuille aux sociétés de « *business angels* », soit *a contrario* fournir un levier supplémentaire en finançant sous forme de prêt mezzanine ces sociétés, de façon à accroître leurs moyens ainsi que la rémunération qu'elles peuvent tirer de l'effet de levier. Ce dispositif pourrait augmenter de 35 % la capacité d'investissement des « *business angels* » (afin de servir l'objectif d'innovation dont nous allons voir qu'il doit constituer une priorité de la politique économique en faveur du capital-investissement, les prêts mezzanines pourraient n'être accordés aux « *business angels* » que sous condition d'emploi, à hauteur d'une fraction minimum – un tiers ? – dans les entreprises innovantes).

1.2.3. Créer un statut d'indépendant à cocontractant unique pour les petites PME

La création d'entreprise et la croissance des gazelles correspondent à des activités par définition très risquées, comme en témoigne le taux de défaillance des entreprises concernées. Elles sont d'autant plus risquées que ces entreprises développent des produits ou services innovants. Innovation et risque vont toujours de pair. Or, des activités risquées ont d'autant plus de chance d'être entreprises et financées que les conditions dans lesquelles elles sont menées sont flexibles. En effet, il faut être en mesure de sortir rapidement d'une activité risquée si l'on veut être en mesure de sauver une fraction suffisante de la mise initiale. Des possibilités de sortie restreintes accroissent les pertes en capital en cas d'échec puisqu'elles imposent de poursuivre plus longtemps une activité déficitaire. À distribution donnée des échecs et réussites, elles accroissent donc le coût en capital anticipé des projets d'investissement concernés ; elles l'accroissent d'autant plus que ces projets sont plus risqués. Finalement, elles reviennent à défor-

mer la distribution *ex ante* des performances aux dépens des projets risqués, ce qui doit normalement inciter les investisseurs à redéployer leurs placements au profit des projets moins risqués et donc moins innovants. De fait, les études empiriques internationales font ressortir un lien négatif entre rigidité du marché du travail (ou rigidité du marché des produits) et gains de productivité⁽⁷⁰⁾. Cette situation est naturellement particulièrement dommageable pour le capital-risque et le capital-développement.

Or, la France est confrontée à une rigidité particulière qui est celle du marché du travail. Du fait de cette rigidité, notre pays a normalement intérêt à délaissier les activités les plus risquées et, donc, par voie de conséquence, les activités les plus innovantes. Dès lors qu'il ne souhaite pas se laisser enfermer dans une spécialisation de ce type mais qu'il estime avoir un potentiel d'innovation important à valoriser, il doit se doter des moyens de contourner cette rigidité pour attirer les fonds de capital-risque et de capital-développement. Ceci est d'autant plus souhaitable que les travaux empiriques disponibles font ressortir l'impact significatif de la régulation du marché du travail sur le dynamisme du capital-risque et du capital-développement⁽⁷¹⁾. On peut considérer que le statut de Jeune entreprise innovante constitue une première réponse pour atténuer les conséquences financières de cette rigidité grâce à l'exonération de cotisations sociales patronales et d'impôt sur les bénéfices ainsi que d'IFA⁽⁷²⁾ dont bénéficie l'entreprise pendant huit et cinq ans respectivement. Comme cette réponse est fragile dans la mesure où il n'est pas sûr qu'elle soit conforme au droit européen, il serait souhaitable de la consolider juridiquement en faisant adopter un statut européen de Jeune entreprise innovante qui capitaliserait sur l'ouverture de la Commission européenne par rapport au capital-investissement⁽⁷³⁾. Il permettrait aussi de réorienter le financement du Fonds européen d'investissement vers cette catégorie d'entreprises. Cette réponse reste, par nature, circonscrite dans la mesure où elle ne s'attaque pas à la source des rigidités, il faut donc la compléter par des mesures plus ambitieuses.

On peut naturellement envisager de réformer le code du travail. Mais, une telle initiative irait bien au-delà de l'objectif recherché ici. Il est probablement possible d'obtenir le même résultat par des voies plus modestes, en soustrayant du droit du travail tout ou partie de l'activité des entreprises concernées. On pourrait ainsi envisager que ces entreprises aient le droit, par accord avec les personnes concernées, de ne pas leur reconnaître la qualité de salarié pendant une durée limitée en fonction de la nature du projet. Les personnes concernées auraient alors le statut d'indépendant. Le

(70) Cf. Fiori, Nicoletti, Scarpetta et Schiantarelli (2007) et Conway, de Rosa, Nicoletti et Steiner (2006).

(71) Cf. Da Rin, Nicodano et Sembellini (2007).

(72) Imposition forfaitaire annuelle. On notera que l'IFA va être supprimé pour toutes les entreprises.

(73) Cf. Commission européenne (2001).

contrat ne pourrait pas excéder une durée trois à cinq ans. Il pourrait concerner jusqu'à vingt personnes par entreprise. Il devrait prévoir une rémunération supérieure au salaire minimum. Par dérogation au droit commun, le juge ne pourrait pas remettre en cause l'accord des parties et arguer, en application des critères de la jurisprudence, d'un lien de subordination pour requalifier les contrats liant les parties en contrats de travail salarié.

2. Encourager l'investissement dans le capital-investissement

Le capital-investissement constitue probablement l'un des secteurs les plus dynamiques de l'économie. Cependant, force est de constater que derrière ce dynamisme se cachent des faiblesses dont les conséquences ne doivent pas être sous-estimées. D'une part, le capital-risque, qui constitue cependant le cœur de la légitimité économique du capital-investissement, ne réussit pas à sortir de son rôle marginal. D'autre part, le capital-investissement, qui n'a pas fait d'effort pour fonder sa légitimité sociale, est de plus en plus contesté par l'opinion, avec la menace de « pénalités » fiscales et sociales.

2.1. Dynamiser les segments les plus innovants du capital-investissement

Au regard des politiques publiques, toutes les composantes du capital-investissement ne méritent pas la même attention. Le cœur de légitimité du capital-investissement réside en effet dans le « capital-risque » qui est porteur des innovations nécessaires au renouvellement du tissu économique et qui doit donc constituer la cible prioritaire des politiques publiques. Les investissements technologiques et les investissements dans les phases amont de l'innovation constituent en effet les investissements les plus porteurs pour l'avenir de l'économie nationale.

2.1.1. Privilégier l'intervention au niveau des phases amont de l'innovation

Les phases amont de l'innovation constituent les phases clés de l'innovation. D'une part, elles sont particulières incertaines, fragiles et ténues dans la mesure où elles capitalisent sur la convergence toujours précaire entre des acteurs qui n'ont souvent aucune raison particulière de se rencontrer et que le hasard a pourtant mis en contact. Il suffit de peu pour dissiper ces « clusters » : une rupture dans le financement, une dépendance organisationnelle ou humaine mal gérée, un client défaillant, un marché public qui s'évanouit constituent autant de chocs qui seraient certes gérables sur le long terme mais qui sont souvent insurmontables à court terme. D'autre part, sans cette phase amont d'innovation, les forces qui poussent au renouvellement du tissu économique, notamment par le biais de la concurrence,

ne sont plus alimentées et, souvent, elles ne le sont plus au moment où elles en auraient le plus besoin, c'est-à-dire en bas de cycle, lorsque le marché cherche un nouveau souffle pour rebondir mais que le crédit est rationné, tout particulièrement pour les petites entreprises et les « gazelles ».

Dans cet environnement, l'apport du capital-investissement est non seulement décisif mais aussi totalement irremplaçable : il fournit, notamment à travers le capital-risque puis, dans un stade ultérieur, à travers le capital-développement, les financements que ces entreprises ne trouveront nulle part ailleurs. Mais, il ne joue pas seulement un rôle de financeur : il joue aussi un rôle d'entremetteur susceptible, grâce à sa bonne connaissance des milieux concernés, de mettre en contact des équipes différentes, et un rôle de conseil dans l'organisation de ces différentes forces en une entreprise viable. Encore faut-il que les obstacles existants ne soient pas insurmontables. Or, il est un domaine stratégique pour le capital-risque, où les obstacles ont été aplanis, voire éliminés, dans les principaux pays industrialisés alors qu'ils restent difficilement surmontables en France, c'est celui de la coopération avec les laboratoires universitaires. Nous sommes bien là au cœur de l'innovation, c'est-à-dire au point qui relie la recherche pure à l'exploitation de la recherche.

Le virage vers les universités entrepreneuriales a été pris en France dès 1999 avec la loi sur l'innovation et la recherche. Mais, on ne peut se contenter du programme « incubateur d'entreprises innovantes liées à la recherche publique » dont les ambitions sont trop modestes (20 millions d'euros de subventions pour 770 projets étalés sur trois ans). Plus fondamentalement, il faut intéresser les chercheurs à la valorisation de leur recherche et, pour cela, il faut leur donner des incitations personnelles suffisantes. Or, la loi sur l'innovation et la recherche de 1999 est très malthusienne à cet égard : elle limite à 20 % le temps qu'un chercheur du secteur public peut consacrer à une activité de consultant privé, à 67 000 euros la rémunération qu'il peut en tirer et à 15 % sa participation au capital social de l'entreprise (à la condition de n'exercer aucune fonction dirigeante dans l'entreprise et de ne participer à l'élaboration d'aucun contrat entre le CNRS et l'entreprise). La loi de programme de 2006 autorise, toutefois, dans certaines limites, les fonctionnaires civils des services publics et entreprises publiques, et donc les chercheurs et les enseignants, à participer à titre personnel, en qualité d'associé ou de dirigeant, à la création d'une entreprise dont l'objet est d'assurer, en exécution d'un contrat conclu avec une personne publique ou une entreprise publique, la valorisation des travaux de recherche qu'ils ont réalisés dans l'exercice de leurs fonctions.

Mais, il faudrait ouvrir beaucoup plus largement ces possibilités, en tenant compte à la fois des pratiques de nos principaux partenaires au sein des pays industrialisés ainsi que de la nécessité d'inciter fortement les chercheurs français à effectuer ce type démarche qui ne leur est pas coutumière. Notamment, le plafond du montant cumulé du temps, des rémunérations et des participations que les chercheurs et enseignants-chercheurs devraient

pouvoir consacrer à des activités dans des entreprises nouvellement créées, dans des « gazelles » ou dans des institutions de capital-risque, sans avoir besoin de créer une structure spécifique, devrait être substantiellement revalorisée et, au minimum, doublé voire triplé.

Parallèlement, il faudrait plus promouvoir l'investissement dans les deux secteurs qui, plus que tous les autres, portent les espoirs de progrès des sociétés contemporaines et se situent à la croisée des chemins de l'entreprise privée et de la recherche publique, c'est-à-dire les biotech et l'environnement. Le secteur public et le secteur privé doivent consacrer des forces humaines et financières suffisantes et coordonnées à ces deux secteurs prioritaires. Concernant les biotech, un plan biotech 2008-2013 pourrait faciliter l'engagement de toutes les parties prenantes autour du rôle fédérateur joué par le capital-risque. Concernant l'environnement, un plan innovation verte devrait consacrer la priorité accordée par notre pays à une sortie par le haut, favorable à la croissance, dans la lutte contre le réchauffement climatique, par-delà les préoccupations plus malthusiennes liées à la taxe sur le CO² et au marché des permis à polluer. Et, il est clair que le foisonnement des innovations suppose une mobilisation active et conjointe du capital-risque, à côté des chercheurs et des pouvoirs publics.

2.1.2. Utiliser le capital-investissement pour valoriser les partenariats public/privé

Le secteur public dispose d'infrastructures de recherche lourdes quand les « gazelles » disposent des ressorts du développement. Leur rapprochement peut donc être mutuellement bénéfique. Toutefois, pour que ce rapprochement puisse se concrétiser, il faut d'une part des moyens, et c'est là que le capital-investissement est en mesure de jouer un rôle central, d'autre part une volonté qui, si celle-ci existe bien du côté des gazelles, demeure encore trop timide dans les administrations publiques (en dépit des priorités affichées).

De façon générale, il serait utile de s'inspirer des programmes américains du « *small business innovation and research* » (SBIR) et du « *small business technology transfer* » (SBTT), pour inciter les chercheurs au sein des institutions de recherche publique, notamment au sein des universités, à exploiter leur potentiel technologique en développant des partenariats public/privé et en contractant avec des petites et moyennes structures privées, financées par du capital-investissement. Le SBIR vise à inciter les entreprises à créer et développer de nouveaux produits. Grâce notamment à une subvention équivalente à 850 000 euros accordée au titre de l'étude de faisabilité et du développement du prototype, il a permis à des milliers d'universitaires et de chercheurs américains de devenir entrepreneurs. Cette expérience est en train d'être transposée au Royaume-Uni. La gestion d'un programme similaire de partenariat technologique devrait confiée à la SBA à la française dont nous avons proposé la création.

Dans le prolongement de cette initiative, il serait souhaitable que les pôles de compétitivité deviennent un véhicule privilégié pour développer des partenariats concrets privé/privé et public/privé, sectoriels ou régionaux, entre les petites entreprises et le secteur public. Cette préoccupation figure bien en affichage dans les objectifs des principaux pôles de compétitivité. Mais, elle est plus théorique que réelle. Il est clair que la question du financement est à cet égard cruciale : les préoccupations affichées par les pôles de compétitivité ne peuvent prendre corps que si les petites entreprises ou le secteur public sont en mesure de financer des initiatives concrètes supplémentaires. La faible implication du capital-investissement, qui a été peu ou pas associé à la construction des pôles de compétitivité, se fait cruellement sentir. Les partenariats privé/public qui veulent incorporer des petites entreprises doivent aussi associer les fonds de capital-investissement pour pouvoir aboutir. Les pôles de compétitivité devraient corriger sur ce point leurs pratiques. La création d'un fonds d'investissement ou de co-investissement dédié aux pôles de compétitivité permettrait d'atteindre l'effet d'entraînement recherché et d'éviter de voir, par défaut, se créer des « micro-fonds » qui seraient spécifiquement dédiés à tel ou tel pôle et qui n'auraient pas la taille critique pour apporter la performance et l'accompagnement habituellement fournis par les fonds de capital-investissement. La création d'un tel fonds pourrait recevoir le soutien du pôle Paris place financière et de France Investissement.

France Investissement qui a été créé au sein au sein de CDC entreprises correspond à un partenariat public/privé d'un type nouveau où une institution financière publique se rapproche des acteurs du capital-investissement ainsi que des institutions financières privées pour fédérer leurs efforts d'investissement en fonds propres dans les entreprises à fort potentiel, avec une ambition à hauteur de 3 milliards d'euros. Ce partenariat qui est intégralement réalisé aux conditions de marché privilégie l'investissement dans le capital-risque. CDC Entreprises apporte aussi au partenariat une capacité de garantie de 20 millions gérée par OSÉO et un accompagnement des « *business angels* ». Par beaucoup d'aspects, France Investissement n'est pas sans rappeler les « *small business investment company* » (SBIC) américaines qui sont des sociétés privées de capital-risque dont les investissements bénéficient de la garantie de la SBA pour un coût modeste pour les finances publiques (25 millions de dollars). Pour « *booster* » le partenariat de France Investissement, il faudrait assouplir le dispositif en l'ouvrant à de nouveaux partenaires (fonds de fonds étrangers etc.), en autorisant les effets de levier au niveau des fonds de fonds et en améliorant le système de garantie. Il faudrait aussi l'inciter à se développer sur le segment du capital-développement afin d'insuffler à ce segment un dynamisme qui lui manque aujourd'hui, en France et, plus largement, en Europe, et qui est pourtant absolument essentiel pour la croissance du capital-risque. L'expérience américaine montre, en effet, que la réussite du capital-investissement repose sur une succession d'étapes correctement articulées et, pour cela, dotées de capacités d'absorption suffisantes. De ce point de vue, France Investissement a un

rôle d'amorçage à jouer, non seulement par rapport au capital-risque mais aussi par rapport au capital-développement, les deux segments ayant, en France, un problème de profondeur et de liquidité qui obère tout à la fois leur volume et leur rentabilité.

2.2. Favoriser l'acceptation sociale du capital-investissement

Pour pouvoir remplir le rôle que l'on attend de lui et pour pouvoir prospérer, le capital-investissement doit s'attacher à être accepté socialement et, surtout, il doit le faire mieux qu'il ne le fait aujourd'hui. C'est en sens que l'on peut parler de « moralisation » du capital-investissement. L'opacité, qui est congénitale à toute société non cotée, ne peut que conduire à un divorce avec la société civile si elle est associée à un doute sur la légitimité de ses pratiques. L'histoire nous montre qu'un divorce de cette nature ne peut subsister longtemps sans intervention des pouvoirs publics. Or, un encadrement, à chaud et dans la précipitation, du capital-investissement pourrait conduire à une remise en cause de ce qui fait la spécificité du capital-investissement et qui lui permet d'apporter une réelle valeur ajoutée au capitalisme. Il est donc doublement important de favoriser l'acceptation sociale du capital-investissement, à la fois pour satisfaire une exigence légitime de responsabilité et pour sauvegarder ce ferment prodigieux de refondation du capitalisme.

2.2.1. Ajuster, sans la remettre en cause, la fiscalité du capital-investissement

Les revenus du capital-investissement choquent. Ils choquent d'autant plus s'ils semblent résulter non de la compétence des hommes mais de l'opacité du processus de décision et de l'existence de rentes de situation. Certes, les acteurs du capital-investissement peuvent très légitimement arguer du fait que leur intervention vient justement contester ces rentes, qu'après leur passage celles-ci ont en général disparu et que leur enrichissement personnel n'a donc rien de structurel. Pourtant, il est difficilement contestable que, dans de trop nombreux cas, cet enrichissement est le résultat d'un effet d'aubaine lié au levier de l'endettement, qu'il est obtenu à la faveur de processus de décision opaques, que le nombre de ses heureux bénéficiaires est étonnement réduit et que les salariés de l'entreprise cible en sont globalement exclus alors même qu'ils ont l'impression d'être la principale source de la valeur ajoutée concrète de l'opération.

Cette situation poserait certainement moins de problèmes si le régime fiscal et social de la rémunération des dirigeants du capital-investissement était le régime de droit commun. Comme on l'a vu, ce n'est pas le cas : les dirigeants du capital-investissement se rémunèrent en général par une participation de l'ordre de 20 %, aux bénéfices du fonds (ou « *carried interest* »), laquelle présente l'intérêt d'être soumise non à l'impôt sur le revenu mais à la taxation plus avantageuse des plus values, au taux de 29 % y compris

CSG, pour les montants supérieurs à 20 000 euros. Cette situation n'est pas économiquement choquante : d'une part, cette rémunération a son pendant dans l'intéressement des dirigeants de l'entreprise à la performance de celle-ci ; d'autre part, elle correspond bien à une prise de risque, surtout quand les dirigeants du fonds investissent, à titre personnel, des montants non négligeables dans le fonds. On peut certes faire valoir que cette prise de risque n'est éventuellement qu'apparente lorsqu'elle recouvre une rente quasi-certaine générée par le seul effet de levier de l'endettement accru. Il n'en demeure pas moins que ceci ne correspond pas à la généralité des cas, comme le montre les statistiques de distribution des performances du capital-investissement. C'est pourquoi, en dépit des projets examinés chez nos principaux partenaires (États-Unis, Royaume-Uni et Allemagne notamment)⁽⁷⁴⁾, il ne nous paraît pas souhaitable de contester au « *carried interest* » sa nature de gain en plus-values et de remettre en cause la fiscalité actuelle de la rémunération des cadres du capital-investissement. Ceci est d'autant moins souhaitable que les travaux empiriques disponibles font ressortir l'impact significatif de la fiscalité sur le dynamisme du capital-risque et du capital-développement⁽⁷⁵⁾. En outre, avec un taux de 29 %, le niveau de la taxation du « *carried interest* » en France se situe dans les ordres de grandeur des réformes adoptées ou proposées chez nos partenaires. Il est supérieur à ce qui a été adopté au Royaume-Uni (doublement du taux d'imposition qui est passé de 10 à 20 %), et légèrement inférieur à ce qui est proposé aux États-Unis (taxation à l'impôt sur le revenu, qui ferait passer le taux d'imposition de 15 à 35 %)⁽⁷⁶⁾. Enfin, il est fort probable que la remontée des taux d'intérêt, qui ne manquera pas d'intervenir dès lors que la crise actuelle aura été absorbée, devrait réduire très sensiblement l'intérêt des opérations exclusivement motivées par l'effet d'aubaine procuré par l'effet de levier de l'endettement.

Pour autant, la préservation du régime n'est envisageable que si l'économie française peut être rassurée sur la nature de la rémunération elle-même, notamment si elle peut raisonnablement considérer qu'il s'agit d'un vrai gain en plus-values et non d'une rente de situation dont bénéficieraient quelques initiés qui sauraient mettre à profit l'opacité congénitale des sociétés non cotées pour se réserver le produit de l'effet de levier des LBO. De fait, ceci suppose que la plus-value générée par les opérations de capital-investissement soit plus équitablement répartie et qu'elle ne soit plus confinée à un petit nombre d'acteurs. En l'absence de contreponds syndical dans ce secteur, rien n'oblige le capital-investissement à effectuer spontanément cette démarche. En même temps, en poussant l'avantage à court terme, les dirigeants du capital-investissement se mettraient en danger à plus long

(74) Pour une bonne discussion du sujet dans le cadre des États-Unis, cf. Orszag (2007).

(75) Cf. Da Rin, Nicodano et Sembellini (2007).

(76) Une proposition alternative envisage d'ajouter une imposition à l'impôt sur les sociétés (35 %) en plus de la taxation aux plus-values de long terme (15 %).

terme. C'est pourquoi, on suggère d'utiliser l'instrument fiscal pour inciter le capital-investissement à effectuer cette démarche. En l'occurrence, le traitement fiscal du « *carried interest* » devrait être proportionné au partage des gains de l'opération avec l'ensemble des salariés de l'entreprise sous capital-investissement. Seules les opérations partageant raisonnablement ces gains avec les salariés de l'entreprise sous capital-investissement (les opérations affectant au moins 5 % du résultat consolidé à la réserve de participation par exemple) pourraient bénéficier pleinement du traitement fiscal avantageux des plus values. Les autres opérations, dans la mesure où elles génèrent, au profit des dirigeants du fonds, des plus values imputables moins à une éventuelle prise de risque qu'à l'opacité entretenue autour du partage de la valeur ajoutée, seraient soumises à la fiscalité de droit commun des revenus, c'est-à-dire à l'impôt progressif sur le revenu.

En outre, afin d'éviter que la multiplication des LBO n'incite à détourner de ses fins le dispositif par ailleurs pertinent du « *buyout* » en l'utilisant pour opérer, en franchise d'impôt, des transferts de substance aux dépens des entreprises concernées et de leurs employés, il faudrait limiter le nombre de LBO par entreprise pouvant bénéficier de la déductibilité des intérêts de la dette d'acquisition (à deux ou trois par exemple) ou imposer une durée minimum à chaque LBO (30 mois de détention sans opération de recapitalisation, par exemple). Ceci ne pourra toutefois être envisagé que lorsque le nouveau marché français ou européen, qui est le débouché naturel des entreprises sous LBO qui ont réussi, aura trouvé une profondeur et une liquidité suffisante.

2.2.2. Améliorer la transparence du capital-investissement

À la faveur de la crise récente, des voix se sont naturellement élevées pour demander une régulation plus exigeante de ce secteur. Ces voix peuvent se prévaloir des résultats empiriques qui font quasi-unanimement ressortir le caractère bénéfique, pour les entreprises concernées ainsi que pour la stabilité financière, d'une régulation imposant un niveau suffisant de transparence (normes IFRS, information financière etc.) sur la collecte de capitaux par les fonds de capital-investissement⁽⁷⁷⁾. Elles s'inquiètent en outre d'une éventuelle convergence des fonds de capital-investissement avec les « *hedge funds* » activistes, qui ferait apparaître dans les premiers un risque systémique similaire à celui que l'on prête au second. Au sein même de la profession, des voix de plus en plus nombreuses sont gagnées à ce point de vue. S'il est sûr qu'une plus grande transparence ne peut être que favorable à l'acceptabilité sociale du capital-investissement et à la levée de fonds, il est en revanche beaucoup moins sûr qu'elle contribuerait à un meilleur partage des gains, à de meilleures performances des fonds et à une plus grande stabilité financière, même si on est de droit de penser qu'elle ne

(77) Cf. Cumming et Johan (2006) ainsi que Gompers et Lerner (1999).

devrait pas leur être défavorable. De plus, comme on l'a vu plus haut, la thèse de la convergence avec les « *hedge funds* » activistes ignore assez largement ce qui fait la spécificité du capital-investissement (*cf.* chapitre 1 et les compléments A et D).

Il ne faut donc pas se précipiter pour renforcer la régulation du secteur. La force du capital-investissement, sa capacité à dynamiser le tissu des PME et son potentiel d'innovation sont avant tout imputables à sa capacité à résoudre les problèmes d'agence dans les PME quand les sociétés cotées y réussissent moins bien en raison non seulement de leur taille mais aussi des rigidités et des coûts que leur imposent des régulations pesantes. La légèreté de la régulation du capital-investissement y est donc pour beaucoup dans son succès. En répondant aux problèmes de l'heure par un supplément de régulation, on risque tout simplement de retirer au capital-investissement son fonds de commerce et de le stopper dans son développement. N'oublions pas la leçon de la loi Sarbanes-Oxley : en réagissant à la crise du début des années 2000 par un supplément de régulation inapproprié, cette loi a obéré gravement la compétitivité de la bourse américaine et incité les entreprises à aller se coter sur d'autres bourses, voire à sortir de la cote. Il ne saurait donc être question de suivre le même chemin pour le capital-investissement, ce qui ne pourrait se faire qu'aux dépens de notre tissu de PME, tout juste au moment où il commence à reprendre un peu de vigueur.

En outre, il est rien moins qu'évident que le capital-investissement soit une menace pour la stabilité financière. Certes, le marché du capital-investissement est un marché fortement cyclique, avec des phases de fortes levées de fonds et des phases de fortes sorties, qui amplifient la dynamique des marchés financiers. Ceci est particulièrement vrai au niveau des opérations de LBO. Surtout, la titrisation systématique de la dette LBO des banques, qui leur a permis de sortir ce risque du bilan, les a en même temps incités à en accroître le volume et à en relâcher les conditions de financement. Il en est résulté une perte d'information sur la localisation et la qualité du risque. Pour autant, il est difficile de distinguer la menace que tout ceci pourrait faire peser sur la stabilité financière. De fait, les fonds de capital-investissement, s'ils ont rencontré des difficultés de refinancement dès le début de la crise des *subprimes*, n'ont clairement pas joué de rôle de détonateur ou d'amplificateur. On ne peut donc arguer d'un potentiel risque systémique pour imposer une régulation du secteur. En outre, par rapport aux problèmes plus précis évoqués plus haut, on ne voit pas bien la contribution que la régulation pourrait apporter à leur solution. Enfin, l'ajustement de la fiscalité proposée plus haut de même que le retour à une politique monétaire moins laxiste, une fois la crise passée, devraient conduire les fonds de capital-investissement à rééquilibrer le rapport dette/fonds propres par rapport aux excès récents.

Il faut donc concentrer les efforts des pouvoirs publics et de la profession sur le véritable enjeu que constitue la transparence du secteur. Sur ce point, les intérêts de la profession, des investisseurs et des pouvoirs publics

convergent. L'industrie britannique a montré la voie avec le rapport Walker⁽⁷⁸⁾ qu'elle a endossé. Ce rapport a défini de façon très pragmatique, dans le cadre de la profession, les informations supplémentaires qui permettraient d'accroître suffisamment la transparence du secteur pour rétablir la confiance du pays et des marchés sans pour autant handicaper le dynamisme du capital-investissement. Ces informations supplémentaires portent notamment sur la composition du comité de direction des sociétés sous LBO et sur la publication d'un rapport périodique (semestriel ?) contenant des informations sur les principaux partenaires, sur les performances brutes et nettes du fonds, sur les commissions et sur les investisseurs dans le fonds.

2.2.3. Inciter à la formation de contre-pouvoirs

Il faut s'interroger sur les forces qui peuvent faire contrepoids aux certitudes de la profession et l'inciter à s'ouvrir durablement aux attentes du marché et de l'économie. Par définition, ce ne peut être l'État : celui-ci doit prendre bien soin de ne pas soumettre la profession du capital-investissement à la menace de l'intervention législative en cas de résultat insatisfaisant, à ses yeux, de l'autorégulation puisque ceci reviendrait à demander à la profession d'endosser, par l'autorégulation, ce que l'on devrait faire par la régulation.

Il faut donc se tourner du côté du marché et des forces vives de l'économie pour chercher un contre-pouvoir. Certes, certains syndicats seraient intéressés à se prêter à une semblable démarche et il serait bon qu'il le fasse mais il ne faut nourrir trop d'attentes à cet égard car les syndicats sont en tout état de cause faibles et peu représentatifs dans les PME sous capital-investissement. Leur prudence à ce sujet n'est donc pas sans fondement légitime. Dans ces conditions, c'est du côté des investisseurs et, dans un premier temps, des investisseurs institutionnels qu'il faut se tourner. Il serait bon qu'ils fédèrent leurs forces, dans le cadre d'une association des porteurs de parts dans le capital-investissement, pour articuler des revendications à la fois crédibles et réalistes. Cette association aurait naturellement vocation à représenter ses mandants dans les discussions de place au même titre que l'actuelle association des fonds de capital-investissement (AFIC) représente le capital-investissement. Son avis, ainsi que celui des syndicats, devrait être sollicité pour la rédaction des futurs principes autorégulés.

(78) Cf. Walker Group (2007).

3. Assurer, à court terme, la liquidité du capital-investissement

La crise financière que connaissent les économies industrialisées depuis l'été 2007, si elle ne peut être imputable au capital-investissement, menace en revanche son financement à court terme, avec le risque que les difficultés de financement et de refinancement des fonds, notamment des fonds de LBO, n'obèrent significativement la liquidité des PME françaises et ne forcent nombre d'entre elles, qui seraient rentables en l'absence de contrainte de liquidité, à déposer leur bilan. Dans l'hypothèse où ce risque se réaliserait, les banques n'auraient pas la possibilité de se substituer aux fonds de capital-investissement et prendraient probablement prétexte du retrait de ces fonds pour diminuer leur engagement direct dans les entreprises concernées. Celles-ci risqueraient donc de subir un double rationnement de leur liquidité, à la fois par les fonds de capital-investissement et par les banques.

3.1. Éviter une rupture temporaire de la liquidité des PME

Sachant que la politique monétaire ne peut impacter directement la liquidité des fonds de capital-investissement et que ses effets indirects, à travers le système bancaire, ne peuvent affecter celle-ci que partiellement et tardivement, la question de l'intervention conjoncturelle des pouvoirs publics se trouve posée. Il est clair qu'il faut éviter, dans toute la mesure du possible, de modifier durablement les règles qui structurent le marché, régulation ou fiscalité, pour des raisons conjoncturelles. L'expérience montre que l'État n'a aucune crédibilité intertemporelle en la matière et que, quel que soit son engagement, il lui est en général difficile de revenir ultérieurement sur ces règles pour rétablir le « *statu quo ante* ». Ceci veut dire que les distorsions économiques et les réformes fiscales introduites pour répondre à des préoccupations exclusivement conjoncturelles ont tendance à se pérenniser, voire à se creuser. Il faut donc veiller à ce que les mesures adoptées pour améliorer la liquidité du capital-investissement à court terme soient, par nature, temporaires.

Mais, pour faciliter l'adoption de ce type de mesures conjoncturelles et en assurer la cohérence européenne, il serait nécessaire d'introduire un vrai dispositif de gestion de crise financière au niveau européen. Pour être précis, il s'agit non point d'un dispositif de gestion de crise individuelle mais d'un dispositif de gestion de crise de marché. Pour les crises individuelles, on dispose en effet du contrôle bancaire. Mais, pour les crises de marché, on ne dispose que de la politique monétaire européenne ce qui suppose que la situation sur le front de l'inflation le permette. Sinon, il faudrait être en mesure de recourir rapidement à des mesures alternatives, faisant appel soit aux finances publiques, dans la mesure où elles disposent de marge suffisantes par rapport aux critères du Traité de Maastricht, soit aux standards prudentiels appliqués aux banques, assurances et marchés financiers (*cf.* 1.1 de ce chapitre), en veillant naturellement à ce que cette altération ne détériore pas la confiance des marchés.

3.2. Exonérer d'impôt sur les sociétés l'investissement dans les PME

Ce qu'il faut prévenir c'est le risque d'interruption de l'alimentation du capital-investissement et des PME en liquidité. Ce n'est donc pas sur la rentabilité *ex ante* des PME et des entreprises sous LBO ou sous capital-investissement qu'il faut agir, mais sur la rentabilité des investissements destinés à financer ou refinancer les fonds de capital-investissement qui assurent la liquidité des PME. Sachant que nous n'avons pas de dispositif européen de gestion de crise en place et qu'il n'est pas envisageable d'en adopter un dans l'urgence, la mesure la plus aisée qui pourrait être mise en œuvre consisterait à retarder d'un an l'application, en Europe, des exigences en capital de Bâle II pour les titres correspondants. Mais, il n'est pas sûr qu'une telle mesure serait efficace car il n'est pas sûr qu'elle modifierait le comportement des banques en 2008 : d'une part, de nombreuses banques ont déjà anticipé Bâle II, notamment parmi celles qui souhaitent recourir à la modélisation interne ; d'autre part, les standards des agences de notation, qui sont assez largement influencés par la même philosophie que celle de Bâle II, n'en seront pas pour autant modifiés.

Alternativement, on pourrait solliciter les finances publiques. Le parlement pourrait ainsi introduire une exonération immédiate et définitive d'impôt sur les sociétés au bénéfice des entreprises pour les investissements qu'elles feraient, directement ou indirectement, par le biais de fonds de capital-investissement, dans les PME en 2008. Les LBO, qui risquent d'être confrontés à des difficultés particulières, avec la menace de destruction d'emplois importantes, devraient être inclus dans le champ de la mesure, au même titre que le capital-risque et le capital-développement. L'exonération pourrait aussi concerner les apports aux fonds de fonds. Elle pourrait éventuellement être « *pro rata temporis* » sur tout ou partie des investissements éligibles, de façon à inciter les investisseurs à étaler leurs investissements sur toute l'année, voire à les concentrer sur le début de l'année. Tout en étant plus incitative, une règle « *pro rata temporis* » serait aussi moins coûteuse : pour le seul capital-investissement, ce coût serait ramené de 2 à 1,3 milliards d'euros. Un bilan de l'application de la mesure devrait être effectué tous les trois mois afin d'examiner si des ajustements sont nécessaires. Cette mesure serait particulièrement efficace pour inciter les investisseurs institutionnels à anticiper leurs investissements en 2008 plutôt que de se replier sur une position attentiste qui les conduirait à repousser leurs décisions sur 2009. Naturellement, les problèmes posés par cette mesure sont la contrepartie de son intérêt : si les investisseurs ne sont pas actuellement sur une position attentiste, la mesure va inutilement déplacer des investissements de 2009 sur 2008 et induire une cyclicité qui aurait pu être évitée ; et, si leur apparent attentisme recouvre, en fait, une contrainte financière durable, la mesure n'aura aucun effet incitatif et ne sera qu'une aubaine pour les investissements effectués en 2008.

Références bibliographiques

- AFIC (2007) : *Performance nette du capital-investissement en France en 2006*, Rapport annuel réalisé par Ernst&Young.
- AFIC (2008) : *Activité des acteurs français du capital-investissement en 2007*, Rapport annuel réalisé par Price Waterhouse Coopers, mars.
- Aghion Ph., Th. Fally et S. Scarpetta (2007) : « Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms », *Document de Travail IZA*, n° 3237.
- Aghion Ph. et R. Griffith (2005) : *Competition and Growth: Reconciling Theory and Evidence*, MIT Press.
- Amess K. et M. Wright (2007) : « The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts », *International Journal of the Economics of Business*, vol. 14, n° 2, juillet.
- Artus P. et J. Teïletche (2004) : « Asset Allocation and European Private Equity: A First Approach Using Aggregated Data » in *Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds*, EVCA Research Paper.
Disponible sur : [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/ External_Research/Academics/full_study.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/External_Research/Academics/full_study.pdf)
- Autorité des marchés financiers (eds) (2007) : *Valeurs petites et moyennes*, Rapport du groupe de travail présidé par Yves Mansion.
- Axelsson U., T. Jenkinson, P. Strömberg et M. Weisbach (2007) : « Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis », *Swedish Institute for Financial Research*, Conference on The Economics of the Private Equity Market.
- Axelsson U., P. Stromberg et M. Weisbach (2006) : « The Financial Structure of Private Equity Funds », *SIFR (Swedish Institute for Financial Research) Research Report Series*, n° 49.
- Baker M., J. Stein et J. Wurgler (2003) : « When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms », *Quarterly Journal of Economics*, n° 118, pp. 969-1006.
- Bartelsman E., J. Haltiwanger et S. Scarpetta (2004) : « Micro-Economic Evidence of Creative Destruction in Industrial and Developing Countries », *Document de Travail IZA*, n° 1374.
- Berk J.B. et R.C. Green (2002) : « Mutual Funds and Performance in Rational Markets », *NBER Working Paper*, n° 9275.

- Berk J.B., R.C. Green et V. Naik (2004) : « Valuation and Return Dynamics of New Venture », *The Review of Financial Studies*, vol. 17, n° 1, pp. 1-35.
- Betbèze J-P. (2006) : « Recherche-développement, financement et croissance : quels choix pour la France dans l'Union européenne » in *Financer la R&D*, Rapport du CAE, n° 53, La Documentation française.
- Betbèze J-P. et C. Saint-Étienne (2006) : « Une stratégie PME pour la France : favoriser l'essor des gazelles, entreprises moyennes en forte croissance » in *Une stratégie PME pour la France*, Rapport du CAE, n° 61, La Documentation française.
- Bhide A. (1993) : « The Hidden Costs of Stock Market Liquidity », *Journal of Financial Economics*, n° 34, pp. 31-51.
- Bierman H. (2003) : *Private Equity: Transforming Public Stock to Create Value*, John Wiley Sons Inc.
- Bilo S., H. Christophers, M. Degosciu et H. Zimmerman (2005) : « Risk, Returns, and Biases of Listed Private Equity Portfolios », *University of Basel Working Paper*.
Disponible sur : <http://www.wvz.unibas.ch/forum/volltexte/774.pdf>
- Boston Consulting Group (2006) : *What Public Companies Can Learn From Private Equity?*, Boston Consulting.
Disponible sur : http://www.bcg.com/impact_expertise/publications/files/What_Public_Companies_Can_Learn_from_Private_Equity06.pdf
- Brigl H., A. Herrera, H. Liechtenstein, H. Meerkatt, M.J. Prats et J. Rose (2008) : *The Advantage of Persistence: How the Best Private-Equity Firms Beat the Fade*, Consulting Group et IESE Business School of University of Boston. Disponible sur : http://www.bcg.com/impact_expertise/publications/files/private_equity_feb_2008
- Bruining H., P. Boselie, M. Wright et N. Bacon (2005) : « The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buyouts in the UK and the Netherlands », *International Journal of Human Resource Management*, n° 16, pp. 345-365.
- CEIOPS (2007) : *QIS 4*, Miméo.
Disponible sur : <http://www.ceiops.eu/content/view/118/124/>
- Cochrane J.H. (2005) : « The Risk and Return of Venture Capital », *Journal of Financial Economics*, vol. 75, n° 1, pp. 3-52.
- Coffee J. (1991) : « Liquidity versus Control, the Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, vol. 91, n° 6, pp. 1277-1368.
- Cohen É. et J-H. Lorenzi (2000) : « Des politiques industrielles aux politiques de compétitivité en l'Europe » in *Politiques industrielles pour l'Europe*, Rapport du CAE, n° 26, La Documentation française.
- Commission bancaire (2007) : « Le système bancaire français face au risque Private Equity/LBO », *Études Banque de France*, Rapport de la Commission bancaire pour l'année 2006. Disponible sur : http://www.banque-france.fr/fr/supervi/telechar/supervi_banc/cb/2006/ra06LBO.pdf

- Commission européenne (2001) : *Les aides d'État dans le capital-investissement*, Communication du 21/08.
- Conway P., D. de Rosa, G. Nicoletti et F. Steiner (2006) : « Regulation, Competition and Productivity Convergence », *Document de Travail de l'OCDE*, n° 509.
- Cumming D. et S. Johan (2007) : « Regulatory Harmonization and the Development of Private Equity Markets », *Journal of Banking & Finance*, n° 31, pp. 3218-3250.
- Cumming D., D.S. Siegel et M. Wright (2007) : « Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance », *Journal of Corporate Finance*, n° 13, pp. 439-460.
- Cumming D. et U. Walz (2004) : « Private Equity Returns and Disclosure Around the World », *Goethe University Working Paper*, n° 009.
Disponible sur : <http://www.lse.ac.uk/collections/RICAFE/pdf/RICAFE-WP09-Cumming.pdf>.
- Da Rin M. et M. Fabiana Penas (2007) : « The Effect of Venture Capital on Innovation Strategies », *NBER Working Papers*, n° 13636.
- Da Rin M., G. Nicodano et A. Sembellini (2007) : « Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets », *Journal of Public Economics*, vol. 80, n° 8-9, pp. 1699-1723.
- DeAngelo H. et L. DeAngelo (1987) : « Management Buyouts of Publicly-Traded Corporations », *Financial Analysts Journal*, vol. 43, n° 3 mai-juin, pp. 38-49.
- Desbrières P. et A. Schatt (2002) : « The Impact of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case », *Journal of Business Finance and Accounting*, n° 29, pp. 695-729.
- Driessen J., Tse-Chun Lin et L. Phalippou (2007) : *Estimating the Performance and Risk Exposure of Private Equity Funds: A New Methodology*.
Disponible sur SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965917
- Fama E. et M.C. Jensen (1983) : « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 301-25.
- Fama E. et M.C. Jensen (1985) : « Organizational Forms and Investment Decisions », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n° 1, pp. 101-119.
- Financial Services Authority (2006) : *Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*, Miméo.
Disponible sur : http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_06.pdf
- Financial Services Authority (2007) : « Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement, Feedback on DP06/6 », *FSA Feedback Statement*, n° 07/3.
Disponible sur : http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs07_03.pdf

- Fiori G., G. Nicoletti, S. Scarpetta et F. Schiantarelli (2007) : « Employment Outcomes and the Interaction Between Product and Labor Market Deregulation: Are they Substitutes or Complements? », *IZA Document de Travail*, n° 2770, Bonn.
- Gabrielli D. (2007) : « L'accès des PME au financement bancaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 165, septembre.
- Gadanez B.O. (2004) : « The Syndicated Loan Market: Structure, Development and Implications », *BIS Quarterly Review*, décembre.
- Golitin V. (2007) : « Le financement des PME et la réforme de Bâle II », *Bulletin de la Banque de France*, n° 165, septembre.
- Gompers P.A., A. Kovner, J. Lerner et D. Scharfstein (2005) : « Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets », *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n° 11385.
- Gompers P.A., A. Kovner, J. Lerner et D. Scharfstein (2006) : « Specialization and Success: Evidence from Venture Capital », *Working Paper Harvard University*.
- Gompers P.A. et J. Lerner (1997) : « Risk and Reward in Private Equity Investments: The Challenge of Performance Assessment », *Journal of Private Equity*, n° 1, hiver, pp. 5-12.
- Gompers P.A. et J. Lerner (1998) : « What Drives Fundraising? », *Brookings Proceedings on Economic Activity, Microeconomics*.
- Gompers P.A. et J. Lerner (1999) : « What Drives Venture Capital Undraising? », *Harvard Business School Working Paper*, n° 99-079.
- Gompers P.A. et J. Lerner (2000) : « Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations », *Journal of Financial Economics*, vol. 55, n° 1, janvier, pp. 281-325.
- Gompers P.A. et J. Lerner (2000) : *The Venture Capital Cycle*, MIT Press.
- Gottschalg O. (2007) : « Private Equity and Leveraged Buy-Outs », *European Parliament, Policy Department, Economic and Scientific Policy*, n° 2007-25.
- Gottschalg O., B. Kreuter et L. Phalippou (2007) : « More Than Meets the Eye », *Private Equity International*, avril, pp. 67-71.
- Griffith R., S. Redding et J. van Reenen (2004) : « Mapping the Two Faces of R&D: Productivity Growth in a Panel of OECD Countries », *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n° 4, pp. 883-895.
- Groh A. et O. Gottschalg (2007) : *Measuring the Risk-Adjusted Performance of US Buyouts*. Disponible sur SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876273
- Harris R., D.S. Siegel et M. Wright (2005) : « Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level of Evidence from the United Kingdom », *The Review of Economic and Statistics*, n° 87, pp. 148-153.

- Hege U., F. Palomino et A. Schwienbacher (2006) : *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*.
Disponible sur SSRN : http://search.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=482322
- Hellmann T., L. Lindsey et M. Puri (2008) « Building Relationships Early: Banks in Venture Capital », *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 2, pp. 513-541.
- Hellmann T. et M. Puri (2000) : « The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital », *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 4, pp. 959-984.
- Hochberg Y., A. Ljungqvist et Yang Lu (2007) : « Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance », *Journal of Finance*, vol. 62, n°1, pp. 252-302.
- Jenkinson T. (2007) : *How is Private Equity Changing Public Equity Markets?*, Miméo. Disponible sur : <http://www.sbs.ox.ac.uk/NR/rdonlyres/7C2DEAD7-C605-4F9F-B23B-D57DC83D9AF2/3696/HowisprivateequitychangingpublicequitymarketsStock.pdf>
- Jensen M.C. (1989) : « The Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, n° 67, pp. 61-74.
- Jensen M.C. (1993) : « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, n° 48, pp. 831-880.
- Jensen M.C. et W. H. Meckling (1976) : « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, n° 3, pp. 305-360.
- Kaplan S.N. (1997) : « The Evolution of US Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now », *Journal of Private Equity*, Printemps, pp. 7-14.
- Kaplan S.N. et A. Schoar (2005) : « Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, août, pp. 1791-1823.
- Kaplan S.N. et P. Stromberg (2003) : « Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, vol. 70, n° 2, avril, pp. 281-315.
- Kaserer C. et C. Diller (2004) : « European Private Equity Funds. A Cash Flow Based Performance Analysis », *CEFS Working Paper*, n° 2004-0. Disponible sur SSRN : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=547142
- Kortum S. et J. Lerner (2002) : « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation », *RAND Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, pp. 674-692.
- Lerner J. (2002) : « Boom and Bust in Venture Capital Industry and the Impact on Innovation », *Harvard Working Paper*, n° 03-13.

- Lerner J., A. Schoar et W. Wong (2007) : « Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 2, pp. 731-764.
- Lerner J., M. Sorensen et P. Stromberg (2008) : « Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation », Document de Travail in *Globalization of Alternative Investments: The Global Impact of Private Equity*, Report by The World Economic Forum. Disponible sur SSRN : [http://www.sifr.org/PDFs/LernerSorensenStr%C3%B6mberg\(SSRN2008\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/LernerSorensenStr%C3%B6mberg(SSRN2008).pdf)
- Lichtenberg F.R. et D.S. Siegel (1990) : « The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior », *Journal of Financial Economics*, n° 27, pp. 165-194.
- Ljungqvist A. et M. Richardson (2003) : « The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity », *NBER Working Paper*, n° 9454.
- Metrick A. et A. Yasuda (2007) : « Economics of Private Equity Funds », *Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity*. Disponible sur SSRN: <http://ssrn.com/abstract=996334>
- Meyer T. (2006) : « Private Equity: Spice for European Economies », *Journal of Financial Transformation*, n° 18, novembre, pp. 61-69.
- Mnejja A., J-M. Sahut et R. Hentati (2007) : *Capital-risque et performance des FCPI*, Miméo. Disponible sur : <http://www.esiee-management.fr/recherche/MNEJJA,%20SAHUT%20&%20HENTATI.pdf>
- Moskowitz T. et A. Vissing-Jorgensen (2002) : « The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle? », *The American Economic Review*, vol. 92, n° 4, septembre, pp. 745-778.
- Orszag P.R. (2007) : « The Taxation of Carried Interest », *CBO Testimony*, juillet.
- Pansard F. (2007) : « Le capital-investissement en Europe : quelle physiologie à terme pour ce marché en croissance accélérée ? », *Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n° 37, pp. 1-30.
- Phalippou L. (2007) : *Investing in Private Equity Funds: A Survey*, Miméo, The Research Foundation of CFA Institute. Disponible sur SSRN : <http://ssrn.com/abstract=980243>
- Phalippou L. et O. Gottschalg (2006) : « The Performance of Private Equity Funds », *Cahier de Recherche du Groupe HEC*, n° 852/2006.
- Philippon T. et N. Véron (2008) : « Financing Europe's First Movers », *Bruegel Policy Brief*, n° 2008/01. Disponible sur : www.bruegel.org
- Phalippou L. et M. Zollo (2005) : « What Drives Private Equity Performance? », *Working Paper INSEAD*. Disponible sur : <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0541.pdf>
- Roe M.J. (1990) : « Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 1, pp. 7-41.

- Romain A. et B. van Pottelsberghe (2004) : « The Economic Impact of Venture Capital », *Discussion Paper Deutsche Bundesbank*, n° 18/2004.
- Schoar A. (2002) : « Effects of Corporate Diversification on Productivity », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 6, pp. 2379-2403.
- Sørensen M. (2007) : « How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital », *Journal of Finance*, n° 62, pp. 2725-2762.
- Stein J.C. (1988) : « Takeover Threats and Managerial Myopia », *Journal of Political Economy*, n° 96, pp. 61-80.
- Tirole J. (2006) : *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Treasury Committee (2007) : « Private Equity », *Tenth Report of Session 2006-07, House of Commons*. Disponible sur : <http://www.parliament.the-stationery-office.com/pa/cm/cmtreasy.htm>
- Ueda M. et M. Hirukawa (2003) : *Venture Capital and Productivity*, Miméo. Disponible sur : <http://alcor.concordia.ca/%7Emhirukaw/papers/VCAP4.pdf>
- Ueda M. et M. Hirukawa (2006) : *Venture Capital and Industrial 'Innovation'*, Miméo. Disponible sur : http://alcor.concordia.ca/%7Emhirukaw/papers/VCAP_KL3.pdf
- Walker D. (2007a) : *Disclosure and Transparency in Private Equity*, Miméo, juillet. Disponible sur : http://walkerworkinggroup.com/sites/10051/files/walker_consultation_document.pdf
- Walker D. (2007b) : *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, Miméo, novembre. Disponible sur : http://walkerworkinggroup.com/sites/10051/files/wwg_report_final.pdf
- Zarutskie R. (2006) : *Do Venture Capitalists Affect Investment Performance?*, Miméo Duke University.

Groupe de travail et auditions

Un groupe de professionnels et d'experts du domaine a été constitué pour appuyer la réflexion des auteurs. Ce groupe s'est réuni à sept occasions d'avril 2007 à octobre 2007 lors de séances de travail. Une réunion finale organisée en janvier 2008 a permis aux auteurs de présenter les principales conclusions du rapport.

Lors des séances de travail, des auditions ont été menées et ont permis d'alimenter le débat entre les participants du groupe. Le groupe de travail a produit quinze compléments annexés à ce rapport.

Composition du groupe de travail

André Alexandre

Étudiant, Université Évry-Val-d'Essonne

Bernard Attali

Country Advisor, Texas Pacific Group

Marc Auberger

Directeur général, CDC Capital-investissement

Jean Beunardeau

Directeur général adjoint, HSBC France

Bruno Bézard

Directeur général, Agence des participations de l'État

Éric Bourdais de Chardonnière

Président, Michelin

Walter Butler

Président, Butler Capital Partners

Frédéric Cherbonnier

Chef du pôle Financement de l'économie, Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi

Cyrille Chevrillon

Deputy Chairman, Candover

Michel Combes

Président, TDF

Frank Dangeard

Président, Thomson

Bernard Daugeras

Associé-gérant, Auriga Partners

Yves Delacour

Président, Leonardo Venture

Javier Echarri

Secrétaire général, European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)

Philippe Escande

Chef de service High Tech, Les Échos

Thierry Francq

Chef du service Financement de l'économie, Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE), ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi

Jérôme Gallot

Président, CDC Entreprises

Jean Gore

Directeur général, Pechel Industries

Bertrand Jacquillat

Président, Associés en Finance

Hervé Jauffret

Associé, Ernst & Young

Christian Jimenez

Directeur financier, Écureuil Vie

Ghizlane Kettani

Doctorante, Université de Paris-Dauphine

Jean-Bernard Lafonta

Directeur général, Wendel Investissement

Éric Lemaire

Director, Blackrock Investment Management (UK) Limited, succursale de Paris

Robert Léon

Associé-gérant, Qualis

Eddie Misrahi

Directeur général délégué, Apax et Président de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC)

Dominique Nicolas

Délégué général, Association française des investisseurs en capital (AFIC)

Dominique Oger

Président, Atria Capital Partners

Pierre-Michel Passy

Président, Edmond de Rothschild Investment Partners

Antoine Renucci

Maître de conférence, Université de Paris-Dauphine

Patrick Sayer

Président du Directoire, Eurazéo

Jean-Bernard Schmidt

Chairman, Sofinnova Partners

Dominique Sénéquier

Président du Directoire, Axa Private Equity

David Thesmar

Professeur, HEC-Paris

Alain Villemeur

Maître de conférence, Université de Paris-Dauphine

Laurent Voignac

Responsable du département Études et suivi économique du marché,
Autorité de contrôle des assurances et des marchés (ACAM)

Serge Weinberg

Président du Directoire, Weinberg Capital Partners

Personnes auditionnées par le groupe de travail

Philippe Aghion

Professeur, Harvard University

Robert Baconnier

Président, Association nationale des sociétés par actions (ANSA)

Annabel Bismuth

Économiste, OCDE, Directorate for Financial and Enterprise Affairs

Adrian Blundell-Wignall

Deputy Director, OCDE, Directorate for Financial and Enterprise Affairs

Gaby Bonnard

Secrétaire national, CFDT

Oliver F. Gottschalg

Assistant Professor, HEC-Paris

Alain Leclair

Président, Association française de la gestion financière (AFG)

Emmanuel Mermet

Secrétaire confédéral, CFDT

Luc Soete

Professeur, Université de Maastricht

David Sraer

Chercheur, CREST/INSEE

Patrick Suet

Secrétaire général adjoint, Société générale

Jean Tirole

Professeur, Toulouse School of Economics

Commentaire

Élie Cohen

Directeur de recherche au CNRS, FNSP

Les fonds d'investissement souffrent d'une mauvaise image. Ils représentent la pointe avancée d'un capitalisme financier que les opinions publiques ne comprennent pas et dont elles ont tendance à faire des agents actifs des délocalisations, de la tyrannie des actionnaires et de la cupidité des financiers. Importe peu à ce stade qu'il s'agisse de *hedge funds*, de *mutual funds* de *private equity funds* ou de *sovereign wealth funds*. Tous méritent les qualificatifs de pirates ou de sauterelles aux yeux d'hommes politiques et de syndicalistes. Dans le bestiaire du capitalisme moderne ces fonds tiennent une place spéciale : ils illustrent une forme moderne de prédation puisqu'ils s'emparent d'entreprises qu'ils restructurent, endettent et revendent à leurs collègues qui procèdent aux mêmes opérations jusqu'à épuisement de la victime. Les hommes politiques qui sont sommés d'agir et n'en ont souvent pas les moyens accompagnent ce mouvement de défiance et aggravent les peurs du public en pratiquant l'amalgame entre fonds vautours capital-risque et fonds de retournement.

Le premier mérite de ce rapport est de procéder aux délimitations et clarifications nécessaires : les fonds ne sont pas de même nature (fonds d'arbitrage, d'investissement) ils ne poursuivent pas les mêmes stratégies (capital-risque, fonds de *buyout*), ils n'ont pas les mêmes horizons d'investissement (de quelques jours à 5-8 ans), certains d'entre eux sont même d'une grande utilité dans la promotion de l'innovation et la stimulation de la croissance.

Une telle diversité dans un contexte aussi mobile conduit d'ailleurs les auteurs à hésiter sur l'axe de leur rapport : mettre l'accent sur la contribution à la croissance mondiale de ces nouveaux véhicules d'investissement ou insister sur le renouvellement du capitalisme que le développement du non-coté provoque.

Le non-coté, en effet outre ses mérites intrinsèques pour financer l'innovation ou le retournement s'est trouvé au cœur d'un débat majeur pour l'avenir du capitalisme : faut-il abandonner les bourses de valeur et leurs exigeants standards de régulation (loi Sarbanes Oxley aux États Unis) au profit du non-coté dont les moindres exigences réglementaires pourraient favoriser des stratégies actionnariales de moyen terme ?

Ce rapport vient à son heure, il permet de faire le point sur les spécificités du non-coté, sur son éventuelle surperformance et sur son utilité sociale. Le rapport conclut sur des recommandations que nous discuterons.

1. La chaîne alimentaire du *private equity*

Les auteurs du rapport tiennent à le préciser d'emblée, les *hedge funds* ne relèvent pas du *private equity* pas plus du reste que les *sovereign funds*. Leur objet est le capital investissement dans ses deux formes les plus fréquentes ; le capital risque et les fonds de *buyout*.

Dans un paysage intellectuel parasité par les faux débats et les incriminations sans nuances une telle clarification est utile, mais n'est elle pas partielle ?

Dans des affaires récentes comme Atos ou Valeo on a assisté à une intervention initiale de *hedge fund* activistes, puis le relais a été pris par des fonds de *private equity* ce qui a conduit, d'une part, les entreprises à reconsidérer leur stratégie et, d'autre part, à susciter l'intérêt de concurrents en quête de partenaires pour une consolidation dans le secteur. En d'autres termes, n'assiste t-on pas à la formation d'un écosystème de la reprise d'entreprise dans lequel un *hedge fund* découvre une anomalie de valorisation, prend une position dans le capital et la rend publique ? Cette intrusion dans le capital réveille l'intérêt de fonds plus classiques qui s'intéressent à la cible et approchent les actionnaires et les managers. Le questionnement sur la stratégie et le périmètre de l'entreprise devenant public, les entreprises en quête d'acquisitions industrielles s'invitent à leur tour. On le voit, ce que les auteurs veulent à toute force séparer ne fait pas nécessairement sens, tant des acteurs aux statuts et aux visées formellement différents peuvent en fait se retrouver autour de la même cible et de fait, être pris dans un même processus de valorisation d'une « belle endormie ».

On peut contester cette idée d'écosystème appliqué à la vie des entreprises au nom des différences de nature entre stratégies d'arbitrage et stratégies d'investissement au long cours. Il faut alors expliquer le processus par lequel les *hedge funds* se muent en investisseurs activistes dans le coté comme le non-coté. Si les *hedge funds* comme les fonds de capital-investissent visent les mêmes cibles, conservent les titres un temps significatif, participent à la consolidation d'un secteur, où réside la différence ultime entre fonds ?

On peut plus simplement réduire son objet d'étude à une population limitée de fonds (*venture capital* et fonds de BO) et tel semble être le projet réel des auteurs du rapport. La question de savoir si, comme le soutiennent avec force les auteurs, le capital-investissement représente un capitalisme intermédié d'un type nouveau à égal distance entre le capitalisme familial et le capitalisme de marché mérite d'être discuté.

2. Le capital investissement existe

« Au-delà du mode de propriété le développement du capital-investissement participe à l'avènement d'un nouvel activisme actionnarial qui s'affranchit du marché... le capital-investissement est le contrôle des entreprises par un *pool* organisé d'actionnaires privés. Cinq éléments permettent de fonder l'unité du capital investissement et de le distinguer du capitalisme de marché :

- une activité hors marché et non régulée ;
- une ingénierie organisationnelle du capital-investissement : inciter contrôler et conseiller le management ;
- une ingénierie financière du capital-investissement : rôle de la dette ;
- horizon temporel élargi des projets ;
- rôle du capital-investissement dans l'innovation et la croissance ».

Cet effort de définition est incontestablement utile. La double relation d'agence entre le fonds de capital-investissement et les investisseurs, d'un côté, et avec le management, de l'autre, est clairement explicitée. De même, il n'est pas inutile de rappeler la contribution de Sarbanes Oxley au retour de faveur du non-coté. Enfin le rappel du biais court-termiste du marché par rapport au capital-investissement est bienvenu.

Mais cela suffit-il à caractériser le capital-investissement comme un nouveau capitalisme intermédié ? Deux options s'offrent aux auteurs pour caractériser les évolutions qu'ils décrivent. Le capital-investissement continue à ne représenter qu'un pour cent des entreprises cotées, il dépend d'un environnement macro-économique porteur (faibles taux d'intérêt), il a un profil cyclique très marqué, et perd progressivement le monopole de l'activisme actionnarial ; il n'est guère besoin alors de le hisser au rang d'alternative au capitalisme de marché. Le capital-investissement est la pointe avancée d'une nouvelle dynamique du capitalisme qui se nourrit des excès de la réglementation des marchés boursiers et des besoins financiers et managériaux des entreprises innovantes ou en restructuration, et alors il faudrait sans doute davantage expliquer les failles de l'ancien monde et les vertus du nouveau monde du capitalisme intermédié. Après tout, les auteurs ne cessent de nous rappeler que le non-coté a besoin du coté pour respirer.

3. L'énigme du rendement du capital investissement

La contribution majeure de ce rapport réside dans le remarquable travail de synthèse et de mise en perspective des sources disponibles sur le rendement privé du capital-investissement. Par la rigueur de la démarche, les auteurs produisent de la connaissance. Le sur-rendement identifié dans certains travaux est en effet soumis à une discussion rigoureuse et la confrontation avec les sources les plus récentes permet d'établir sans contestation possible un résultat décoiffant : le rendement du capital-investissement est au mieux comparable à la performance du S&P 500.

« Une fois le risque ajusté et l'ensemble des biais corrigés, investir en capital-investissement dans les segments BO et VC conduit l'investisseur à une perte moyenne de l'ordre de 25 % des sommes engagées comparative-ment à un investissement dans le coté. De plus ces 25 % de perte correspondent presque exactement à la valeur actualisée des rémunérations capturées par le General Partner pour prix de son effort ». Certes on peut moduler cette conclusion par l'extrême hétérogénéité des performances parmi les fonds ou l'aggraver en ajoutant la nature illiquide de l'investissement en capital-investissement. Mais le résultat n'en est pas moins renversant notamment par rapport à toute une littérature qui cherche à expliquer la sur-performance des fonds de capital-investissement sur des bases statistiques qui se révèlent, à l'expérience, fragiles. En effet, le débat traditionnel sur le rôle du capital-investissement porte sur le point de savoir si la sur-performance doit être attribuée à un environnement macro-économique favorable (liquidité et crédit abondants, taux d'intérêts bas, croissance mondiale, prix des actifs en hausse constante) ou à la capacité des fonds de capital-investissement à obtenir une gestion des entreprises meilleure (mobilisation d'outils de gestion pour améliorer la productivité, optimisation financière grâce à l'effet de levier de l'endettement).

Cette thèse sur la sous-performance des fonds de capital-investissement, inattendue mais fortement étayée, conduit légitimement les auteurs à tenter une économie politique des rendements du capital-investissement. Comment expliquer en particulier et sur la durée les conditions incroyablement favorables de rémunération des fonds (20 % des profits + 2 % de frais de gestion). Comment expliquer que la concurrence ne produise pas de baisse des marges ?

Leurs explications sont de trois types. D'une part, les performances varient grandement selon les fonds, les phases du cycle, la qualité des équipes. Les auteurs citent en particulier nombre d'études qui établissent l'hétérogénéité sectorielle des performances et montrent le caractère très cyclique de la performance. Ils établissent en particulier que le capital-investissement n'échappe pas aux comportements moutonniers observés chez des investisseurs moins sophistiqués. D'autre part certains investisseurs comme les universités ou les fondations obtiennent des sur-performances par rapport au S&P 500. Ainsi se trouvent confirmées l'hétérogénéité des fonds et

l'existence de fonds qui valident la thèse de la sur-performance et légitiment les sur-rémunérations dont vont bénéficier l'ensemble des acteurs du secteur. À l'inverse, les banques et les conseils en investissement surtout s'ils vendent des produits défiscalisés ont une performance inférieure à la moyenne.

Ces résultats conduisent à s'interroger sur les déterminants du développement d'une industrie aux résultats aussi discutables, sur la légitimité des rémunérations prélevées notamment par les gestionnaires de fonds.

4. Rendement privé, rendement public

Non contents d'avoir établi contre le sens commun la médiocre performance du capital-investissement en matière de rendement privé nos auteurs entendent promouvoir ce même capital-investissement au nom de sa performance « sociale ». Le propos relèverait presque de la provocation tant l'image des fonds de LBO est controversée si nos auteurs n'avaient quelques arguments à faire valoir.

La situation est contrastée rappellent les auteurs, la contribution du capital-risque à l'innovation est à peu près établie. Certes on ne sait pas établir le lien de causalité entre développement du capital risque, innovation et croissance, mais on sait que le venture capital + la protection de la propriété intellectuelle + les incitations à la création d'entreprises pour les chercheurs + une politique intelligente d'achat public de produits innovants participent d'un ensemble globalement favorable à l'innovation.

Mais en est-il de même du *buyout* que les auteurs nomment avec raison l'atelier de réparation du capitalisme. Si l'on en juge par les rares études synthétiques disponibles les fonds de LBO contribuent à la relance d'entreprises dont le potentiel a été insuffisamment exploité soit parce qu'elles appartenaient à un grand groupe qui avait négligé leur développement, soit parce que le marché ne leur permettait de développer une nouvelle stratégie en l'absence d'un capital patient, soit enfin parce qu'elles ne disposaient pas des ressources pour penser une stratégie de retournement.

L'apport paradoxal des fonds de BO ne serait pas tant l'ingénierie financière que l'ingénierie organisationnelle et la focalisation stratégique. L'étude de Thesmar et *alii* pour la France établit la contribution positive du LBO tant en termes de croissance de l'activité que d'emploi.

A ce stade il faut évoquer la question de l'alignement des intérêts dont les auteurs font grand cas. L'une des grandes vertus du LBO résiderait dans l'alignement des intérêts de l'investisseur du gestionnaire de fonds et du manager, la discipline de la dette venant de plus limiter le pouvoir discrétionnaire du manager. Cette thèse a été avancée par Jensen et a longtemps fait figure d'arme théorique contre les dérives du capitalisme managérial.

On sait depuis les affaires Enron que la création de valeur pour l'actionnaire conduit à autant de dérives que la création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes. Le manager « aligné » peut souhaiter gonfler le plus vite la valeur de l'entreprise pour réaliser ses objectifs de gain. Avec le *buyout*, les intérêts sont encore plus strictement alignés puisque tous les acteurs entrent dans le BO et sortent en même temps. Mais le BO n'abolit pas l'asymétrie de l'information et donc les comportements discrétionnaires des managers.

5. Recommandations : favoriser le développement du capital-investissement en France

Avant d'évaluer les recommandations des auteurs, résumons l'acquis de leurs travaux. Le capital-investissement est porteur d'une alternative au capitalisme de marché et au capitalisme patrimonial traditionnel. En termes de rendement privé il n'y a guère de sur-performance du capital-investissement. Par rapport à des fonds classiques, les fonds de capital-investissement se distinguent pas la capture de la totalité de la performance différentielle par les professionnels du capital-investissement. La performance devient même franchement négative quand les fonds sont montés par des banques qui vendent des avantages fiscaux. En termes de rendement social, le capital-investissement contribue sans doute avec d'autres facteurs à l'innovation et à la réparation d'entreprise émergentes ou en retournement. Enfin, les fonds à fort effet de levier ont contribué à l'actuelle crise financière par les excès constatés dans l'usage de la dette. Résumé ainsi, le rapport n'incite guère à multiplier les avantages fiscaux ou réglementaires pour le développement du secteur.

Et pourtant les auteurs font un plaidoyer vibrant pour la stimulation du développement du capital-investissement en France. Examinons leurs arguments.

Le capital-investissement contribue au renouvellement du capitalisme en même temps qu'il stimule l'innovation et la croissance. Le capital-investissement est plastique, il peut organiser la sortie du marché (*public to private*) dans le cas le plus courant comme cohabiter avec le marché (opération Blackstone dans DTelekom : *private to public*). Le capital-investissement donne du temps aux entreprises alors que la bourse est de plus en plus dominée par les arbitragistes. Même dans les opérations de BO, il permet à une entreprise de se recentrer et de mieux exploiter ses atouts. Le capital-investissement enfin contribue au développement d'un actionariat activiste, source de création de valeur. Ces atouts peuvent être redoublés en France, un pays qui souffre d'un faible renouvellement de son système productif et qui surtout ne parvient pas à faire émerger cet ensemble de grosses entreprises moyennes innovantes et exportatrices.

Le pari des auteurs est que, dans une France où les banques universelles auraient tendance à se retirer du risque de financement des PME, seuls les fonds de capital-investissement seraient à même d'occuper la place tout en apportant des compétences spécifiques de gestion et de financement.

Mais comment alors répondre aux objections sur la captation par les fonds de l'essentiel de la valeur créée ? La réponse consiste en un plaidoyer pour une redistribution large profitant à l'ensemble des salariés. Les auteurs n'ayant guère développé ce point, on voit mal comment les fonds renonceraient à leurs profits actuels. Dès lors, on peut se demander si la fiscalité favorable à ces fonds est bien justifiée. Ne faut-il pas suivre les exemples anglais et américains et remettre en cause les avantages fiscaux des gestionnaires de fonds ? De plus, la réforme Sarkozy de l'ISF a permis la constitution d'un nouveau véhicule de défiscalisation qui permettra le développement du capital-investissement.

De même on voit mal comment on peut éviter le développement de fonds aux performances médiocres mais qui croissent et se développent grâce aux incitations fiscales favorisant l'investissement dans l'innovation. Là aussi les propositions des auteurs visant à homogénéiser les statuts des différents types de fonds et à promouvoir la neutralité fiscale mériteraient sans doute des développements complémentaires. La proposition qui vise à amender les FCPR DSK est sans doute justifiée.

Il n'y a guère d'objections à l'institution d'une SBA. Tant de rapports ont été publiés sur cette question que le moment de l'action est sans doute venu. D'autant que des études récentes insistent sur le rôle des consommateurs innovants dans le décollage et le développement des firmes innovantes.

Enfin les auteurs ont raison d'insister sur une évolution de la régulation du système bancaire et du monde des assurances de manière à ne pas pénaliser l'investissement dans le capital-investissement. On peut craindre en effet les effets de Bâle II et de Solvency 2 sur l'avenir de ce type d'investissements. (Solvency 2 prévoit 45 % de charge en capital contre 32 % pour le coté, il faudrait viser 20-25 %).

Conclusion

Le rapport de Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar fait œuvre utile en clarifiant et en définissant l'univers du capital-investissement. Il rassemble et met en perspectives les meilleurs travaux sur le capital-investissement et produit un effet de connaissance réel en levant le voile sur le rendement du capital-investissement. Il s'engage en faveur du développement de cet outil financier dont il met en exergue les avantages. Il parvient enfin à jeter un pont entre les travaux menés au CAE sur la dynamisation des PME innovantes et exportatrices et les caractéristiques du capital-investissement. Les recommandations peuvent toujours être dis-

cutées. Ces dernières n'en sont pas moins fondées sur les anomalies d'une régulation et d'une fiscalité peu adaptées. La course actuelle des fonds de PE vers les entreprises cotées (Wendel-St Gobain, Colony-Accor), le retour en grâce, à la faveur de la crise, des recapitalisations d'entreprises cotées auxquelles participent des fonds de PE, comme les excès de valorisation passés des entreprises ciblées par les fonds de PE devraient faire réfléchir. Les frontières sont de plus en plus poreuses ; les logiques d'investissement de moins en moins tranchées. Un résultat paraît plus robuste que les autres : quand la bourse est livrée aux arbitragistes, il y a place pour des stratégies de capital patient intervenant en bourse et hors-bourse.

Commentaire

Christian Saint-Étienne

Professeur à l'Université de Tours

Il s'agit ici de la deuxième version du rapport, profondément remaniée par rapport à la première version soumise en janvier 2008, et incorporant l'essentiel des critiques faites lors de la première présentation faite devant le CAE. Dès lors, ce commentaire portera moins sur les faiblesses du rapport que sur celles du capital-investissement.

Le capital-investissement (*private equity*) se compose du capital-risque *lato sensu* (*venture capital*) et du capital-transmission (fonds de *buyout*).

Le capital-risque *lato sensu* se compose du capital-amorçage dans lequel les *business angels* jouent un rôle clé, du capital-risque *stricto sensu* par lequel des fonds d'investissement accompagnent le développement d'entreprises déjà constituées qui vont bénéficier d'apports en capital, en expérience et en réseaux des gérants des fonds, et du capital-développement concernant les entreprises ayant validé leur potentiel de marché et nécessitant des financements additionnels pour accélérer leur développement.

Le capital-transmission, qui mobilise 80 à 90 % des montants investis par les fonds, consiste à acquérir la totalité du capital d'une société rentable par une combinaison de capitaux et de dette structurée.

L'acteur clé du capital-investissement est le fonds d'investissement qui regroupe les apporteurs de fonds et les gestionnaires des fonds. Le schéma standard de rémunération des gestionnaires est celui dit du « 2 %-20 %-8 % », soit une commission de gestion annuelle de 2 % du montant du capital promis ou effectivement investi, une option (*carried interest*) sur 20 % de la plus-value effectivement dégagée sur chaque opération s'exerçant à l'échéance de l'investissement au-delà d'un taux de plus-value de 8 %. La participation de 20 % sur la plus-value au bénéfice des gestionnaires est fiscalisée comme une plus-value au taux de 29 % y compris CSG, ce qui se

compare au taux de 20 % qui s'applique au Royaume-Uni et de 15 % aux États-Unis, ce dernier taux pouvant passer à 35 % selon une proposition en cours.

Le rendement brut moyen du capital-investissement est proche du rendement d'un placement en actions cotées, mais le rendement net pour les apporteurs de fonds est inférieur au rendement d'un placement en actions cotées car les gestionnaires de fonds captent plus du quart de la rémunération brute. Le rendement moyen s'accompagne d'une forte variance. Il apparaît en fait qu'il existe deux types de fonds :

- ceux gérés par des gestionnaires expérimentés et bénéficiant d'apports de fonds d'investisseurs avisés, qui dégagent des rendements bruts très supérieurs à un investissement en actions cotées, ce qui donne un rendement net aux apporteurs de fonds lui-même supérieur à un placement en actions cotées ;
- ceux gérés par des gestionnaires moins expérimentés et bénéficiant d'apports de fonds d'un large public peu expérimenté. Ces gestionnaires de second rang dégagent des rendements très inférieurs au rendement des investissements faits par les gestionnaires de premier rang tout en demandant le même niveau de rémunération. La rémunération brute de ces fonds est inférieure à celle d'un placement sur le marché coté et la rémunération nette pour les apporteurs de fonds est faible ou négative, particulièrement dans les phases d'engouement pour le capital-investissement qui poussent de nombreux épargnants à confier leur épargne à des fonds peu professionnels.

Dans le capital-investissement, comme dans beaucoup d'autres domaines, il y a donc les investisseurs avisés qui obtiennent de bons rendements, les gestionnaires des fonds de premier rang étant de bons professionnels capables de sélectionner les bons entrepreneurs et les bonnes idées, et il y a un large domaine de gestion financière dont le rendement va du médiocre au négatif tendant à l'abus de confiance.

Si l'on ne veut pas remettre en cause l'acceptation sociale du capital-investissement, il convient de relever fortement les exigences de transparence sur cette activité financière en obligeant les fonds à publier des rendements semestriels nets intégrant la totalité des commissions prélevées par les gestionnaires. Et il faut ouvrir des possibilités de recours contre les fonds générant des performances très inférieures aux performances moyennes, notamment ceux qui sont sponsorisés par des banques commerciales auprès de leurs propres clients. Il faut également s'assurer que la plus-value dégagée par les fonds d'investissement soit mieux répartie, par exemple, comme le suggère le rapport, en affectant au moins 5 % du résultat consolidé d'un fonds à la réserve de participation des salariés des entreprises ayant bénéficié de l'apport de fonds. Voire 10 % ou davantage financés par une réduction des commissions prélevées par les gestionnaires des fonds d'investissement.

Sous la double réserve d'une meilleure transparence sur la performance réelle des fonds d'investissement et d'un meilleur partage des rendements des fonds investis, il convient de favoriser l'essor du capital-investissement, particulièrement en France, notre pays souffrant d'une grave pénurie d'entreprises de taille moyenne, ayant de 250 à 2 500 salariés, par insuffisance de financement de l'innovation et de la prise de risques par le système bancaire. Les propositions faites en ce sens dans le rapport sont judicieuses pour celles qui visent à favoriser le déploiement des *business angels*, la nécessité de favoriser les apports de fonds par les investisseurs institutionnels vers les fonds de capital-risque et le besoin de SBA, SBIR, SBTT et SBIC. En revanche, il faut être prudent concernant les mesures d'aide temporaire qui auraient un coût élevé pour le budget public.

Complément A

Capital-investissement, gouvernance des entreprises et marchés financiers

Bertrand Jacquillat

IEP-Paris et Associés en Finance

Introduction

Encore aujourd'hui, le capital-investissement constitue presque un « gros mot », surtout sous sa dénomination anglo-saxonne de *private equity*⁽¹⁾. Cette activité sent le soufre, même si elle a pris une place très significative dans le paysage économique et financier contemporain, à la suite du formidable développement de ses actifs sous gestion, notamment depuis 2004.

Le capital-investissement représente toute forme d'investissement dans un actif dont le capital n'est pas librement négociable sur un marché financier (encore que... comme on le verra plus loin). Il regroupe le capital-risque, le capital-développement et les LBO (*leveraged buy-out*). Ces derniers, qui consistent à acquérir des entreprises en ayant largement recours à l'emprunt (*leverage*), représentent une part prépondérante des capitaux investis par cette industrie. Ils visent généralement le contrôle majoritaire de sociétés ayant atteint une certaine maturité et générant des *cash flows* récurrents.

Selon la banque américaine Morgan Stanley qui a procédé à un recensement des activités de *corporate finance* de 2 700 fonds de *private equity* aux États-Unis, celui-ci aurait représenté, en 2006, 25 % de l'activité de

(1) Nous utiliserons ici l'expression *private equity* pour désigner le capital-investissement.

fusions-acquisitions, 50 % des financements *corporate*, 33 % des émissions obligataires à haut rendement, et 33 % du volume des introductions en bourse. Mais l'industrie du *private equity* n'est plus seulement américaine. L'Europe a vu sa part de marché mondiale dans le capital-investissement passer de 17 à 43 % entre 2000 et 2005 (et sa part des fonds levés passer dans le même temps de 17 à 38 %). Les sommes récoltées par le *private equity*, qui avaient donc atteint de nouveaux records en 2006, ont été dépassées par les fonds levés au cours du premier semestre 2007. Au seul premier semestre 2007, les quatre plus grands groupes de capital-investissement – Blackstone, Carlyle, KKR et Apollo – avaient acquis près de 600 milliards de dollars d'entreprises dans le monde, contre 700 milliards de dollars pour l'ensemble de l'année 2006. Mais la « machine » capital-investissement s'est grippée, sinon arrêtée, avec la crise financière de l'été 2007.

Forts de cette constatation, d'aucuns attribuent le succès foudroyant du *private equity* aux politiques monétaires accommodantes, surtout aux États-Unis, ayant eu pour conséquence des niveaux très bas de taux d'intérêt, et donc des conditions très avantageuses d'endettement ayant favorisé l'effet de levier, et partant le développement des LBO. Auquel cas, cette forme d'organisation disparaîtrait à la suite de la crise financière actuelle et/ou avec le resserrement des politiques monétaires. Nous ne le pensons pas, car ce type d'organisation améliore la gouvernance financière des entreprises, même si l'environnement financier des années 2000 a sans nul doute favorisé le développement du capital-investissement.

Pour s'en convaincre, il est nécessaire de replacer le capital-investissement dans une perspective historique. Le capital-investissement et les LBO représentent une nouvelle forme d'organisation des entreprises. D'où vient-elle par rapport à celle, particulièrement novatrice, des conglomerats, qui s'était développée au début des années soixante ? Cette question est évoquée dans la première partie de cette contribution.

Ensuite, dans une seconde partie, nous examinons les spécificités organisationnelles des LBO par rapport aux sociétés cotées sur les marchés financiers. De plus en plus, l'industrie du *private equity* apparaît comme un concurrent des marchés financiers, dans la mesure où il retire en quelque sorte à celui-ci « le pain de la bouche », « privatisant » les sociétés en les sortant de la cote pour les plus grands LBO.

Enfin, dans une troisième partie, nous nous interrogeons sur le devenir de cette concurrence, et les nouveaux équilibres possibles entre sociétés non cotées gérées par le capital-investissement et les sociétés dont les actions sont cotées sur un marché financier.

1. Le capital-investissement dans une perspective historique de l'organisation des entreprises

Le LBO constitue une forme de gouvernance des entreprises pratiquement inconnue il y a une vingtaine d'années et qui a pris un essor remarquable. Il a fait une entrée médiatique fracassante avec le LBO record de 25 milliards de dollars de KKR sur Nabisco en 1986, lequel a donné lieu au *bestseller* de Burough et Helyar (1990) « *Barbarians at the Gate* ».

Le titre de cet ouvrage montre bien l'odeur de soufre qui entourait et entoure encore cette forme de gouvernance d'entreprise, même si le *private equity* avait été théorisé par Jensen dès 1989 dans un article paru dans la *Harvard Business Review* et intitulé « *The Eclipse of the Public Corporation* ». D'ailleurs, des sociétés au nom bien connu sont entrées dans le giron du *private equity* : Burger King, Polaroid, Universal Studios, Houghton Mifflin, Savoy Group aux États-Unis ou Legrand et Rexel en France, pour n'en citer que quelques unes.

Chaque époque voit une forme d'organisation s'imposer parce qu'elle apporte une réponse plus pertinente, avant de disparaître éventuellement. Ce furent aux États-Unis les grands conglomérats dans les années soixante et soixante-dix : ITT, Gulf and Western, Litton Industries... qui introduisirent des compétences en management moderne. Ce furent en Europe les compagnies financières Paribas, Suez ou Mediobanca, Deutsche Bank, Investor, qui apportaient des capitaux propres dans un univers qui en manquait cruellement. Ce furent en Grande-Bretagne BTR et Hanson Trust dans les années quatre-vingt qui instillèrent une certaine rigueur de gestion. Les conglomérats ont pratiquement disparu aujourd'hui, laissant la place à de nouvelles formes d'organisation telles que les entreprises sous LBO.

Il n'est pas inutile de s'interroger sur les causes de la (quasi) disparition des conglomérats, qui constituaient le *nec plus ultra* de l'organisation des entreprises dans les années soixante et soixante-dix. Dans les années soixante, les investisseurs voyaient plutôt d'un bon œil leur développement, dans la mesure où les acquisitions de diversification étaient saluées par une réaction positive des cours de bourse. Aujourd'hui, à l'inverse, c'est le recentrage des entreprises sur leur cœur de métier qui est favorablement accueilli par les investisseurs.

Le succès des conglomérats s'appuyait sur deux éléments : la rareté supposée des compétences managériales et l'idée que des « superdirigeants » pouvaient embrasser de manière efficace la stratégie et la gestion d'ensembles d'activités très diversifiées d'une part ; et l'existence, au sein même des conglomérats, d'un marché « interne » des capitaux, leur permettant de redéployer rapidement la trésorerie des « vaches à lait » du groupe vers les divisions en forte croissance, d'autre part.

Le mythe du *supermanager* n'a pas complètement disparu, mais il s'est beaucoup érodé et singulièrement la conception qu'une même équipe diri-

geante puisse dessiner la stratégie et maîtriser les opérations d'un ensemble mêlant des activités aussi variées que, par exemple, les services financiers, les produits alimentaires, et l'énergie. Par ailleurs les marchés de capitaux internes, qui avaient fait le succès des conglomérats dans les années soixante, précipitèrent leur chute à la fin des années soixante-dix.

Bureaucratiques, travaillés par des luttes de pouvoir entraînant des coûts d'influence très significatifs (*cf.* Milgrom et Roberts, 1992), les marchés de capitaux internes sont apparus comme des mécanismes plutôt pervers en matière d'allocation des ressources, et en tout cas bien moins efficaces que ceux offerts par les marchés financiers externes et le système financier, qui lui-même s'est considérablement modernisé depuis le début des années quatre-vingt.

D'autres facteurs ont joué en faveur de l'émergence du capital-investissement et des LBO, et notamment les imperfections constatées dans la gouvernance des entreprises cotées. Cette réalité a connu son apogée dans l'éclatement de la bulle technologique des années 2000, et l'apparition qui s'en est suivie de cas divers et variés d'abus de bien social dans un certain nombre d'entreprises, qui a conduit à la mise en œuvre de la loi Sarbanes Oxley aux États-Unis et de réglementations similaires dans la plupart des autres pays développés.

De fait, les sociétés sous LBO présentent des particularités très marquées en matière de gouvernance par rapport aux sociétés cotées.

2. Les LBO et la gouvernance des entreprises

Le succès du *private equity* est dû à la capacité des sociétés de gestion de cette industrie à dégager pour les LBO qu'elles contrôlent des performances économiques et financières supérieures à celles des sociétés cotées. Cette affirmation est le résultat d'un certain nombre d'études empiriques et notamment Ljungquist et Richardson (2003). Même si leurs résultats sont contestés par d'autres, dont Kaplan et Schoar (2005), on peut se fier en la matière au vieil adage anglais « *The proof of the pudding is in the eating* » : les investisseurs se seraient détournés depuis longtemps de ce segment du marché des capitaux s'il n'était pas rentable, et ceci de manière significativement supérieure à d'autres classes d'actifs plus traditionnelles telles que les actions des sociétés cotées.

Pour autant, la supériorité des performances économiques et financières des sociétés sous LBO sur celle des sociétés cotées n'est pas uniforme. Elle dépend significativement de la qualité des investisseurs institutionnels des fonds de capital-investissement. Selon les résultats d'une étude de Lerner, Schoar et Wong (2006), certains investisseurs institutionnels obtiennent des performances systématiquement supérieures, dans l'ordre : les *endowments* (surtout pour ce qui concerne leurs investissements dans le capital-risque), les fonds de pension du secteur privé, les fonds de pension du secteur pu-

blic, les compagnies d'assurance et enfin les banques (rentabilités négatives). La nature et la structure de l'actionnariat ne sont pas neutres dans les sociétés cotées, comme on le verra plus loin, mais elle compte aussi dans les sociétés sous LBO.

Mais pour apprécier les spécificités de la gouvernance des sociétés sous LBO, il convient de rappeler brièvement le schéma organisationnel du capital-investissement. Au sommet de la pyramide existe une société de gestion de *private equity*. Celle-ci va créer, en faisant appel principalement à des investisseurs institutionnels, un fonds d'investissement dont la durée de vie sera de l'ordre d'une petite dizaine d'années. Les dirigeants de la société de gestion sont les *general partners* du fonds, et y sont aussi investisseurs, au côté d'investisseurs extérieurs qui en sont les *limited partners*. Les fonds ainsi récoltés sont progressivement investis dans des entreprises industrielles et de services dans des opérations de LBO.

L'objectif du fonds est de créer de la valeur pour les investisseurs, qu'il soient *general* ou *limited partners* et ce dans un laps de temps relativement court puisque le fonds sera liquidé au bout d'une dizaine d'années (maximum) après que les sociétés dans lesquelles il était investi auront été revendues. Les premiers sont rémunérés (en dehors de leurs investissements personnels dans le fonds) au sein de la société de gestion par des honoraires annuels, en général de 2 % de la valeur du fonds et de 20 % de la performance de celui-ci (le *carried interest* ou *carry*), cette deuxième rémunération n'intervenant qu'au-delà d'un seuil de performance plancher.

Pour simplifier, supposons que le fonds n'ait investi que dans une seule société (LBO). La société sous LBO aura trois caractéristiques : elle sera fortement endettée sous des formes aussi variées de dettes que les couleurs d'un arc en ciel ; les dirigeants de la société sous LBO auront eux-mêmes investi des sommes significatives dans « leur » société ; la rémunération de ceux-ci se fera principalement sous forme variable, avec un intéressement, sous forme de co-investissement, très fortement corrélé à la création de valeur dans la société sous LBO.

Pour apprécier les mécanismes incitatifs suscités par cette forme particulière de gouvernance, et qui sont liés d'une part à la structure financière de la société sous LBO et aux modes de rémunération de leurs dirigeants, et d'autre part à l'articulation du schéma organisationnel Société de gestion/fonds, investisseurs/société sous LBO... il convient de citer Philippe Santini, directeur général de Aproxia (anciennement CEP Communication du groupe Havas) reprise en LBO en 2002 par les fonds Cinven, Carlyle et Apax⁽²⁾ : « Le premier point qui m'a sauté aux yeux est lorsque les fonds de LBO, qui m'avaient engagé, m'ont demandé de présenter l'activité Aproxia devant leurs investisseurs. Donc je suis allé à Washington pour Carlyle, à Londres pour Cinven, en France pour Apax. J'ai compris qu'il y avait une

(2) Cf. Lettre Vernimmen (2006).

répartition de l'angoisse à quatre niveaux, qui était une leçon assez intéressante, parce que les administrateurs des fonds que je voyais en face de moi et qui font leur métier avec beaucoup de rigueur et d'application, eux-mêmes étaient obligés de plancher devant leurs investisseurs pour expliquer à quel point l'argent qu'ils avaient investi était judicieusement investi. D'où un deuxième niveau d'angoisse après celui du manager devant les fonds de LBO, le fonds de LBO a sa propre angoisse devant ses propres investisseurs, qui eux-mêmes n'en mènent pas toujours large. Ensuite il y a les banques qui sont angoissées à l'idée que les prêts pourraient ne pas être remboursés en temps et en heure. Donc, il faut bien comprendre cette espèce de jeu de stress qui est un jeu à plusieurs strates et qui donne un éclairage assez particulier au management des LBO. C'est en découvrant la pression qu'avaient mes actionnaires, les fonds de LBO auprès de leurs banques et de leurs propres investisseurs que j'ai commencé à comprendre un certain nombre de règles de gestion des LBO ».

C'est ce que les professionnels appellent « la mise sous tension ». Elle focalise l'attention des dirigeants sur les deux caractères essentiels de la réussite financière : la génération de *cash* et l'amélioration de la valeur. Le *reporting* mensuel instaure un degré de contrôle par les actionnaires souvent inconnu des groupes cotés qui permet normalement de remédier beaucoup plus vite à des dérapages. D'ailleurs, comme l'ont souligné les travaux empiriques de Kaplan (1989) et Kaplan et Schoar (2005), la performance opérationnelle des sociétés s'améliore après la mise en place d'un LBO.

Le mode de gouvernance suscité par les fonds de LBO s'appuie à fond sur deux leviers ancestraux des comportements humains :

- le bâton, en raison de la contrainte que fait peser le poids de la dette de LBO à rembourser ; à défaut, c'est la renégociation des *covenants* des crédits, voire la faillite qui est toujours gênante sur un *curriculum vitae* ! Dès lors, une culture du *cash* se répand dans l'entreprise et conduit à examiner sous un œil neuf bon nombre de problématiques anciennes : réduction du BFR, optimisation des investissements...

- la carotte, puisque les fonds de LBO demandent aux dirigeants d'investir à leurs côtés de l'ordre de deux ans de salaire, ce qui représente souvent une bonne partie de leur patrimoine disponible, et sont par ailleurs intéressés par les co-investissements à la création de valeur dont ils seront co-responsables. Ce système est très souvent efficace car le gain potentiel pour l'équipe dirigeante en trois-quatre ans peut atteindre plusieurs millions d'euros, voire plusieurs dizaines de millions d'euros pour les LBO de grande taille.

Bref, les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants sont fortement réduits par ce mode de gouvernance d'entreprise, plus efficacement que ne peut le faire une société cotée dont les coûts d'agence sont plus élevés, comme l'a souligné Jensen (1993). Les sociétés cotées pourraient avantageusement s'inspirer de beaucoup des pratiques de gouvernance des LBO.

3. LBO, sociétés cotées et marchés financiers

Les LBO représentent une forme d'organisation supérieure à celle des sociétés cotées sur les marchés financiers pour les raisons évoquées dans les deux sections précédentes. De ce fait, le capital-investissement constitue une menace concurrentielle pour les marchés financiers réglementés, au moment même où ceux-ci se trouvent par ailleurs concurrencés par d'autres organisations de négociation à la suite de l'application de la directive MiFiD à partir du 1^{er} novembre 2007, avec la mise en place de plateformes multilatérales de négociation (MTF pour *Multilateral Trading Facilities*) et la possibilité pour les intermédiaires financiers d'internaliser leurs ordres.

Les marchés financiers vont-ils perdre leur substance au profit du *private equity* ? Rien n'est moins sûr.

La vocation d'un LBO effectué par le *private equity* est *in fine* la remise en bourse, même si celle-ci n'est pas la seule issue de sortie des LBO. On appelle RLBO (*reverse leveraged buy out*) de telles opérations. Il est intéressant à cet égard de connaître les performances financières et boursières des LBO qui ont ainsi été réintroduites en bourse.

Selon une étude de Cao et Lerner (2004), qui porte sur les performances boursières de 496 RLBO entre 1980 et 2002 aux États-Unis :

- les RLBO sur-performent de manière statistiquement significative les autres sociétés introduites en bourse et le marché dans son ensemble ;
- malgré la croissance du marché des LBO, il n'y a pas de détérioration des performances avec le passage du temps : les performances sont bonnes dans les années 1980, 1990 (un peu moins) et 2000 ;
- il n'y a pas de preuve que les RLBO davantage endettées performent moins bien que les autres.

Par ailleurs, les performances comptables ou économiques des RLBO sont supérieures à celles des portefeuilles d'autres sociétés introduites en bourse appartenant au même secteur.

Le *private equity* constituerait bien un « atelier de réparation » des entreprises sous LBO, dont les performances perdureraient une fois rendues au public à la suite de leur réintroduction en bourse, sans que le levier financier constitue l'explication première de ce phénomène. Réintroduites en bourse, les sociétés ayant fait l'objet d'un LBO sembleraient en garder la « culture » de la performance.

Ces résultats semblent donc indiquer que la sortie de bourse des sociétés cotées n'est pas une fatalité, si celles-ci adoptent des règles de gouvernance qui se rapprochent de celles du capital-investissement, leur permettant ainsi de libérer le potentiel d'amélioration de leurs marges opérationnelles.

Quelles sont les règles de gouvernance des LBO dont les sociétés cotées pourraient s'inspirer ? Nous en voyons au moins quatre : les rémunérations

incitatives des dirigeants, la structure de l'actionnariat, la structure financière et la communication des sociétés cotées avec le marché financier.

3.1. Les rémunérations incitatives des dirigeants dans les sociétés cotées

Pour atténuer les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, une parade a été trouvée qui consiste à proposer aux dirigeants d'entreprises cotées des *stock-options*. Celles-ci constituent en effet un excellent moyen d'aligner les intérêts des dirigeants de sociétés cotées avec ceux des actionnaires, faisant ainsi mentir les sombres prédictions formulées par Schumpeter au début du siècle dernier, selon lesquelles le capitalisme aurait été voué à sa perte en raison de la divergence, de plus en plus marquée au fur et à mesure de la croissance des entreprises, entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires. Ces derniers s'abstiendraient donc *in fine* de financer leur développement à cause des avantages trop incertains qu'ils en retireraient.

Mais un certain nombre d'abus ont pu être commis avec cette forme de rémunération, au-delà des manipulations comptables ou de l'antidatage de l'attribution des *stock-options*, pratiques rencontrées essentiellement dans certaines entreprises américaines dans un passé récent.

Le premier abus consiste à couper ce lien incitatif de la rémunération en fonction des performances, consubstantiel au principe des *stock-options*, en laissant aux bénéficiaires la possibilité de vendre leurs droits, aussitôt qu'ils les ont reçus, à un intermédiaire financier pour une certaine contrevaletur, dont ils n'auraient bénéficié qu'éventuellement et plus tard, au moment de leur exercice.

Le deuxième abus est l'enrichissement sans cause. Indexer les rémunérations des dirigeants sur les performances boursières des entreprises avec le mécanisme des *stock-options*, n'est un bon mécanisme incitatif que dans la mesure où leurs bénéficiaires sont à l'origine de la création de cette valeur actionnariale et donc que celle-ci ne résulte pas de facteurs extérieurs à l'entreprise. Or, les performances boursières sont pour une part, qui peut être très significative, déterminées par l'évolution de grandeurs macrofinancières telles que les taux d'intérêt, les primes de risque et de liquidité, sur lesquelles les dirigeants d'entreprise n'ont aucune prise. C'est la raison pour laquelle les conditions d'attribution et d'exercice des *stock options* devraient être mieux calibrées, ce qu'expriment d'ailleurs les résultats d'une enquête d'octobre 2007 de la *National Association of Corporate Directors (NACD)*⁽³⁾ aux États-Unis. Selon cette enquête, plus de 60 % des administrateurs de sociétés américaines estiment excessive la rémunération des dirigeants, notamment du fait de l'absence de lien clair entre celles-ci et leurs performances. Effectivement, un système de rémunération, qui peut avoir pour conséquence de procurer des rémunérations élevées,

(3) Cf. *Les Échos*, 17 octobre 2007.

voire très élevées, à ses dirigeants ne se justifie qu'à la condition que les performances de l'entreprise soient, sinon exceptionnelles, du moins nettement au dessus du lot. D'autant que d'aucuns prétendent que les rémunérations des dirigeants sont insuffisamment sensibles aux performances de l'entreprise. En effet, selon Jensen et Murphy (1989), les rémunérations des dirigeants ne s'accroissent que de 3,23 dollars pour 1 000 dollars de création de valeur actionnariale, alors que selon Kaplan (1989), en moyenne, le dirigeant de LBO reçoit 64 dollars pour 1 000 dollars de création de valeur actionnariale (soit 20 fois plus) sur les seuls 6,4 % qu'il détient en moyenne directement dans la société qu'il dirige, et donc sans prendre en compte les autres formes de rémunération auxquelles il a contractuellement droit.

Pour renforcer le lien entre les rémunérations variables des dirigeants et leurs performances, une première idée consiste à ne rendre l'exercice de telles options possible que si les performances économiques de l'entreprise ont été au moins égales à celles d'un échantillon d'autres entreprises analogues, en terme de taille, d'activité, de secteur, etc. Il existe par ailleurs des techniques financières éprouvées permettant de déterminer pour chaque entreprise la création de valeur actionnariale spécifique⁽⁴⁾.

Une deuxième idée consiste à importer dans les sociétés cotées le mécanisme du coinvestissement pratiqué au sein des sociétés sous LBO. Le coinvestissement, d'esprit similaire à celui des *stock-options*, s'en distingue en deux points. D'une part, les bénéficiaires investissent une partie de leur patrimoine en actions du LBO. D'autre part, de nouvelles actions (ou BSA) du co-investissement ne leur sont attribuées qu'à partir du moment où l'appréciation de l'action a dépassé un certain seuil. Des actions supplémentaires sont attribuées dans le « coinvestissement » au passage de seuils de valorisation encore plus élevés que le premier seuil. Alors que la rémunération incitative représentée par les *stock-options* est quasi linéaire dès que le cours de bourse a dépassé leur prix d'exercice, la rémunération du co-investissement est progressive avec la création de valeur actionnariale.

Certes l'attribution des *stock-options* ou l'accès au co-investissement devrait être plus équitable : une frange plus élargie au sein de l'entreprise que les seuls dirigeants devrait pouvoir bénéficier de rémunérations incitatives.

3.2. La structure de l'actionariat

Les LBO ne sont pas totalement dénués de conflits d'intérêt et donc de coûts d'agence entre *general partners* (la société de gestion) et *limited partners* (les investisseurs), ne serait-ce que par les niveaux de rémunération de la société de gestion. Mais ces coûts d'agence sont atténués par le fait que les *general partners*, indirectement, et les dirigeants surtout et directement, sont des investisseurs dans les sociétés qu'ils gèrent.

(4) Cf. TRIVAL, Associés en Finance.

Ces conflits d'agence sont donc minorés par la concentration de l'actionnariat représenté par la société de gestion, par rapport à la société cotée dont très généralement l'actionnariat est dispersé. Diverses études, dont Anderson et Reeb (2003) et Villalonga et Amit (2006) pour les États-Unis, et Sraer et Thesmar (2006) pour la France, ont montré que les performances des sociétés cotées ayant un actionnaire de référence, notamment familial, ont des performances supérieures à celles dont l'actionnariat est dispersé.

A cet égard, il faut souligner le rôle positif que jouent les *hedge funds* activistes⁽⁵⁾ en matière de gouvernance par le biais de la structure de l'actionnariat qu'ils modifient de par leurs interventions. L'influence des *hedge funds* activistes dans les sociétés cotées dans lesquelles ils investissent n'est pas complètement éloignée de celle qu'exerçaient autrefois les banques d'affaires au travers des participations qu'elles détenaient.

3.2.1. La nature de l'activisme des *hedge funds*

Même s'ils ont un comportement d'actionnaire engagé, les *hedge funds* activistes ne recherchent pas la prise de contrôle de leurs cibles : la prise de participation médiane des fonds activistes est de l'ordre de 10 %, et elle est toujours inférieure à 50 %.

Les fonds activistes comptent soit sur la volonté du management de se conformer à leurs prescriptions, rendues publiques et médiatisées, soit sur le soutien d'autres investisseurs institutionnels pour parvenir à leur fin qui est la création de valeur. D'ailleurs, l'activisme des fonds n'est considéré comme hostile (c'est-à-dire qui s'oppose à une équipe dirigeante rebelle) que dans 26 % des cas.

Selon une étude de Brav et al. (2006), les motivations et/ou prescriptions des *hedge funds* activistes peuvent être classifiées en sept catégories :

- simple communication du fonds au management sans que soit enclenchée une quelconque attitude ou action agressive (environ 50 % des cas) ;
- recherche d'une meilleure efficacité opérationnelle (10,6 % des cas) ;
- restructuration financière et accroissement du dividende (10,6 % des cas) ;
- stratégie de diversification, croissance externe (près de 30 % des cas) ;
- vente de la cible (11 % des cas) ;
- gouvernance d'entreprise (30 % des cas) ;
- proposition de financement (5 % des cas)⁽⁶⁾.

Par exemple, en Europe, on a bien remarqué la décision des dirigeants de la société britannique Cadbury Schweppes de procéder en mars 2007 au *spin off* des activités américaines, alors qu'ils s'étaient publiquement et

(5) Voir Jacquillat (2007) pour une classification des *hedge funds*.

(6) Les messages adressés aux sociétés cibles, pouvant recouvrir plusieurs catégories d'objectifs, la somme des pourcentages est supérieure à 1.

violemment opposés à cette solution créatrice de valeur quelques semaines auparavant. Ce revirement n'était-il pas dû à l'irruption dans leur capital de l'actionnaire activiste américain Nelson Peltz ?

3.2.2. Les résultats de l'activisme des fonds

Toujours selon Brav et *al.* (2006), l'activisme des fonds pendant la période 2001-2005 a eu un effet bénéfique sur la valorisation des sociétés qu'ils ciblent. Ceci est dû à la crédibilité de leurs interventions, dans la mesure où les auteurs de l'étude évaluent à plus de 70 % le succès, total ou partiel, de celles-ci.

Dans la mesure où l'activisme des *hedge funds* peut être considéré comme une forme d'arbitrage, il est probable que les rentabilités anormales qui lui sont associées déclineront, voire disparaîtront dans l'avenir, dans la mesure où les fonds à l'affût de cibles sont en nombre grandissant. D'ailleurs, la rentabilité anormale médiane (moyenne) constatée à la suite d'un communiqué activiste d'un *hedge fund* a décliné de 9,0 % (10,6 %) en 2001 à 3,1 % (4,8 %) en 2005.

Par ailleurs, les performances opérationnelles des cibles des *hedge funds* activistes s'améliorent à la suite de leurs interventions, à la fois en terme de ROA (*return on assets*), et encore plus en terme de ROE (*return on equity*). La politique de distribution, mesurée à la fois par les dividendes et les rachats d'actions, s'améliore très significativement. Enfin, les rémunérations (fixe et variable) des dirigeants baissent significativement à la suite du succès des interventions des *hedge funds*.

Enfin, certains autres résultats constatés à la suite de l'activisme des fonds permettent d'éclairer le débat sur la régulation de l'industrie des *hedge funds*. D'abord, l'intervention des *hedge funds* activistes n'est pas particulièrement court-termiste, ils n'effectuent pas des allers et retours dans les sociétés dans lesquelles ils investissent, loin s'en faut. Par ailleurs, l'amélioration de la valorisation boursière des firmes qu'ils ciblent reste pérenne après leurs interventions.

Récemment, les sociétés de *private equity* ont commencé à marcher sur les plates bandes des *hedge funds* activistes, même si leurs modalités d'intervention sont plus feutrées. Ainsi, Eurazeo a pris une participation significative dans Air Liquide, KKR et Wendel ont conservé chacun 30 % de Legrand qu'ils ont réintroduit en bourse en avril 2006, et Wendel a pris une participation supérieure à 15 % dans le capital de Saint-Gobain au dernier trimestre 2007, sans oublier Blackstone qui détient 5 % de Deutsche Telekom.

Ces « partenariats actionnariaux » (actionnaire de référence et actionnaires minoritaires) devraient contribuer à une meilleure convergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, susceptibles d'améliorer les marges et la rentabilité opérationnelle des sociétés cotées concernées par la réduction des coûts d'agence. La structure de l'actionnariat compte donc bien.

3.3. La structure financière

Les sociétés sous LBO sont fortement endettées (de l'ordre de six fois l'EBITDA à mi-2007). Les conditions monétaires accommodantes des années 2004-2007 et les innovations financières ont déversé d'abondantes liquidités dans les bilans des banques. Celles-ci offraient ainsi aux sociétés sous LBO des financements en quantité et très bon marché. Cet âge d'or pour le capital-investissement et les LBO est terminé, du moins pour un certain temps.

Il n'empêche que les sociétés cotées ont des structures de bilan conservatrices et, dans ce domaine aussi, pourraient s'inspirer des LBO en s'endettant davantage. On connaît le fameux théorème de Modigliani Miller (1958) selon lequel la valeur des fonds propres d'une entreprise est indépendante de la structure financière de celle-ci. Cela demeure vrai, sous certaines conditions, dont celle de l'indépendance de la structure financière sur la composition et la rentabilité de l'actif économique. C'est précisément cette condition qui est remise en cause particulièrement dans le modèle LBO, mais aussi de toute entreprise (*cf.* Jensen et Meckling, 1976). Plus récemment, Jensen (2007) montre bien que la dette constitue d'abord et avant tout un instrument de contrôle et d'incitation des équipes dirigeantes, même si, de surcroît, son faible coût avant la crise financière du second semestre 2007 offrait un avantage supplémentaire aux sociétés endettées. Sous certaines conditions, et notamment la possibilité de procéder à des restructurations des actifs et des dettes sous forme privée, et non en faisant jouer les mécanismes publics de réorganisation (voir aussi Tirole, 2006), un levier financier élevé est, sinon créateur, du moins conservateur de valeur. La raison en est la suivante. L'endettement d'une société sous LBO étant très élevé, la « valeur à risque » de l'actif économique est beaucoup plus élevée qu'elle ne l'est dans une société équivalente peu endettée. En cas de difficultés, l'intervention se fera beaucoup plus tôt dans le premier cas, préservant ainsi davantage de valeur, que dans le second cas où la valeur aura eu du temps pour s'évaporer. Un niveau d'endettement suffisamment élevé conduit les dirigeants à être beaucoup plus réactifs aux modifications défavorables de leur environnement.

3.4. La communication avec le marché financier

Une des vertus dont se pare le capital-investissement et qui résulte de la gouvernance des sociétés sous LBO est que celles-ci peuvent prendre des décisions stratégiques créant de la valeur à long terme, sans se soucier de l'impact de telles décisions sur les résultats comptables à court terme. Les dirigeants des sociétés cotées, eux-mêmes, se plaignent, en pointant le doigt sur les actionnaires, de la dictature du court terme des marchés, lesquels seraient uniquement préoccupés des prochains résultats trimestriels. Bref, les sociétés sous LBO pourraient mettre en avant une logique industrielle en mettant sous le boisseau la logique financière des sociétés cotées. On a

déjà évoqué plus haut ce que cette opposition avait de fallacieux. Les sociétés sous LBO savent marier logique industrielle et logique financière.

N'est ce pas plutôt par conservatisme que les dirigeants des grandes sociétés cotées se servent de l'argument fallacieux du court-termisme des marchés pour éviter d'avoir à prendre des décisions radicales, comme le suggèrent Landier et Thesmar (2006) ?

C'est en matière de gestion de la communication du bénéfice par action que ce conservatisme, par ailleurs très consommateur de temps, s'est exercé, notamment lors de la bulle financière des années 1998-2000. Cette gestion de la communication du bénéfice par action trimestriel et annuel mettait en scène trois acteurs majeurs : les directeurs financiers des sociétés cotées, les analystes financiers et les gérants de portefeuille de façon à ce que les premiers puissent annoncer des résultats supérieurs à ceux du consensus, tout en gérant la communication des « *earnings guidance* » avant que ceux-ci ne soient connus pour en faire profiter les deux autres acteurs. Les manipulations ont été documentées par Degeorge et al. (1999), selon lesquels « les dirigeants manipulent les bénéfices pour atteindre certains niveaux objectifs de manière prévisible ». Beaucoup d'entreprises, et non des moindres comme Coca Cola et Gillette dès 2002, ont décidé d'abandonner de leur plein gré ce jeu pernicieux de la gestion de la communication du bénéfice par action en cessant de fournir au marché financier des « *earnings guidance* », montrant par là que les entreprises cotées avaient un rôle à jouer pour davantage discipliner les comportements, éventuellement déviants, de certains acteurs des marchés financiers.

Conclusion

L'habitude s'est installée d'opposer le capital-investissement et les LBO au marché financier. Nous avons argumenté dans cette contribution que le LBO était, en tout cas pour l'instant, une forme organisationnelle supérieure, en termes de gouvernance à celle des sociétés cotées traditionnelles, et notamment des plus grandes au capital très dispersé, qui étaient devenues aussi la proie, malgré leur taille, du *private equity*.

La gouvernance des LBO est supérieure à celle des autres formes d'organisation d'entreprise parce qu'elle fixe des objectifs ambitieux aux dirigeants, lesquels sont étroitement et fréquemment encadrés, conseillés, contrôlés, et que par ailleurs tout le système est orienté vers la performance financière dans un laps de temps bien défini, notamment par des incitations financières très fortes à tous les étages de la structure de capital-investissement.

Il n'en demeure pas moins qu'il serait fallacieux d'enterrer les marchés financiers pour autant. D'abord, le *private equity* a besoin *in fine* des marchés financiers pour assurer la sortie des sociétés sous LBO et retourner aux investisseurs leur argent.

Ensuite, parce que d'autres formes d'organisation coexistent, telles que les *hedge funds* activistes, ayant des incitations financières proches de celles des fonds de capital-investissement, et qui en prenant des participations modérées dans les sociétés cotées empruntent au *private equity* ses modalités d'intervention pour que celles-ci améliorent leurs performances économiques.

Enfin, les dirigeants d'entreprise cotée dénonceront toujours le *private equity* (et les *hedge funds*) comme une source de nuisance. Mais leurs dénonciations sont-elles désintéressées ? La vie des dirigeants d'entreprise serait en effet plus paisible sans ces nouvelles organisations, quelque peu dérangeantes.

Notre hypothèse est que les sociétés cotées se défendront face à de tels prédateurs en mettant en application certaines de leurs pratiques. Nous avons évoqué dans quels domaines ce transfert de bonnes pratiques pourrait se faire : les rémunérations incitatives, la structure de l'actionnariat, la structure financière et la communication avec le marché financier.

Références bibliographiques

- Anderson R. et D. Reeb (2003) : « Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3.
- Brav A., W. Jiang, F. Partnoy et R. Thomas (2006) : « Hedge Funds Activism, Corporate Governance, and Firm Performance », *ECEI-Finance Working Paper*, n° 139, novembre.
- Burrough B. et J. Helyard (1990) : *Barbarians at the Gate*, Harper and Collins.
- Cao J. et J. Lerner (2004) : « The Performance of Reverse Leveraged Buy Outs », *Document de travail NBER*, n° 12626.
- Degeorge F., J. Patel et R. Zeckhauser (1999) : « Earnings Management to Exceed Thresholds », *Journal of Business*, vol. 72, n° 1.
- Jacquillat B. (2007) : *Les 100 mots de la finance*, Que Sais-Je, PUF, 2^e éd.
- Jensen M. (1989) : « The Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, n° 5.
- Jensen M. (1993) : « The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, juillet.
- Jensen M. (2007) : *The Economic case for Private Equity*, Miméo.
- Jensen M. et W. Meckling (1976) : « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, n° 3.

- Jensen M. et K. Murphy (1990) : « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2.
- Kaplan S. (1989) : « The Effects of Management Buy Out on Operating Performance and Value », *Journal of Financial Economics*, n° 4, octobre.
- Kaplan S. et A. Schoar (2005) : « Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows », *Journal of Finance*, vol. 64, n° 4, pp. 1791-1823.
- Landier A. et D. Thesmar (2007) : *Le grand méchant marché*, Flammarion.
- Lerner J., A. Schoar et W. Wong (2006) : « Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle », *MIT Sloan Research Paper*, n° 4523-05, janvier.
- Ljungquist A. et M. Richardson (2003) : « The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity », *NBER Working Paper*, n° 9454.
- Milgrom P. et J. Roberts (1992) : *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.
- Quiry P. et Y. Le Fur (2006) : *Lettre Vernimmen*, janvier et février.
- Sraer D. et D. Thesmar (2006) : « Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market », *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper*, n° 130/2006.
- Tirole J. (2006) : « *The Theory of Corporate Finance* », Princeton University Press.
- Villalonga B. et R. Amit, 2006, « How do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? » *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2.

Complément B

Capital-investissement, marchés financiers : le rôle de l'information

Marc Auburger

CDC Capital-Investissement

Le capital-investissement regroupe les participations effectuées par des sociétés de gestion pour le compte d'investisseurs individuels ou institutionnels dans des entreprises non cotées sur le marché. Les anglo-saxons définissent ainsi le *private equity* en opposition au *public equity*, qui correspond au capital flottant des entreprises cotées sur un marché organisé. Le capital-investissement ou le *private equity* constitue à la fois un mode de financement et de gouvernance de l'entreprise qui concurrence la cotation par le marché.

Les actionnaires d'une société cotée n'ont qu'une connaissance très limitée de l'entreprise dans laquelle ils ont investi. Pour les entreprises les plus dynamiques (entreprise technologique, entreprise en croissance, entreprise en concurrence stratégique), cette situation ne permet pas une valorisation correcte de la société ce qui pénalise ses projets d'investissements. Ainsi, pour toutes ces sociétés, une détention privée du capital, que ce soit par des fonds, des holdings financières ou des personnes physiques est un atout essentiel. Ceci explique qu'une industrie dynamique du capital-investissement soit devenue indispensable à la croissance de l'économie, car elle complète le marché financier là où ce dernier handicape l'efficacité.

1. Constat 1 : l'actionnaire d'une société cotée a une connaissance limitée de l'entreprise

Une société cotée doit communiquer à tous ses actionnaires toute information susceptible d'influer sur sa valeur. Dans les faits cette règle peut conduire le chef d'entreprise à limiter l'information diffusée car :

- l'entreprise cotée est dans une *situation de concurrence*. Toute information diffusée au marché l'est également à ses concurrents. Elle est donc nécessairement édulcorée sur les questions de stratégie les plus significatives (acquisitions, politique de marges, innovation, etc.) ;
- et une divulgation « privée » de l'information pertinente est bannie par la réglementation sur le *délit d'initié*⁽¹⁾, qui interdit à un investisseur de puiser l'information auprès des dirigeants de l'entreprise de manière « privée » puis d'intégrer l'information dans les « cours » en réalisant des opérations sur le marché. Toute information significative doit donc être rendue publique et diffusée aux concurrents.

On comprend ainsi que le prix de l'action n'incorpore pas instantanément l'ensemble des informations pertinentes sur le futur de l'entreprise, comme le suppose la théorie des marchés financiers parfaits.

Cette combinaison de la concurrence entre firmes et des règles de fonctionnement des marchés financiers implique ainsi qu'une part importante des éléments nécessaires à la valorisation d'une société n'est pas connue du marché⁽²⁾. Le niveau d'information diffusé aux investisseurs se réduit pour l'essentiel aux résultats passés, à des éléments de prévision à très court terme et à des considérations de moyen terme sur l'environnement de l'entreprise sans rien dévoiler de sa stratégie propre.

Cette incapacité à révéler l'information est en partie à l'origine du « court termisme » des marchés. Il ne relève pas exclusivement d'une stratégie ou d'une volonté des gérants de portefeuille mais plus simplement de l'absence d'informations nécessaires pour bâtir une stratégie d'investissement reposant sur les perspectives de valorisation à moyen terme des sociétés.

(1) Cette réglementation vise à ce que la cotation du titre ne donne pas lieu à un détournement de valeur par un investisseur informé, qui minerait la confiance des investisseurs dans le fonctionnement des marchés.

(2) À cela s'ajoute l'évolution de la réglementation (Sarbox...), la crainte d'être accusé d'avoir manipulé les cours en diffusant des informations optimistes sur l'avenir, etc. ne font qu'accentuer ce phénomène en rendant les dirigeants de plus en plus prudents sur l'information qu'ils communiquent.

2. Constat 2 : des actionnaires insuffisamment informés sont un handicap pour le développement de certaines entreprises

Une allocation optimale du capital nécessite que les entreprises soient correctement valorisées afin de signaler aux investisseurs les sources potentielles de valeur, et d'orienter ainsi leur investissement. Si cette condition n'est pas remplie, tout nouvel investissement est mécaniquement dilutif, ne crée pas de valeur et ne voit pas le jour.

Le marché valorise correctement les sociétés lorsque l'information pertinente est accessible et est signalée par l'évolution de la valeur. C'est le cas notamment lorsque :

- les résultats passés sont un guide suffisant des résultats futurs ou lorsque les résultats futurs sont fortement corrélés à des facteurs exogènes à l'entreprise comme la consommation des ménages ;
- l'activité de l'entreprise est simple à comprendre sur le plan technologique et qu'elle n'est pas confrontée à des ruptures difficiles à anticiper sans expertise particulière.

Quatre exemples de situations inverses dans lesquelles seul un accès « propriétaire » à l'information qui n'est pas compatible avec la cotation permet de valoriser correctement la société et ses projets peuvent être relevés :

- les *sociétés technologiques* ou en démarrage pour lesquelles les résultats passés sont le plus souvent négatifs et en tout cas totalement déconnectés de leurs perspectives. Pour valoriser ces entreprises correctement, il convient de disposer d'une réelle expertise sur la technologie et sa valorisation. Elle est rare et coûteuse et nécessite d'être amortie par une prise de participation importante au capital de la société qui n'est pas compatible avec la liquidité du marché⁽³⁾ s'agissant d'entreprises relativement petites. Ceci peut expliquer pourquoi, trop d'entreprises de ce type ayant été cotées dans les années 2000, les marchés de valeurs technologiques peinent à retrouver des niveaux de cours qui reflètent réellement le potentiel des sociétés⁽⁴⁾ car l'expertise pour les valoriser n'existe pas et finalement les analystes s'en désintéressent ;
- les entreprises dans *des secteurs fortement concurrentiels ayant des stratégies de croissance externe ou de développement ambitieuse*. Pour elles, la rapidité d'exécution et la confidentialité sont les clés du succès face aux concurrents. Or, sans diffuser d'information sur leurs intentions il leur est quasiment impossible de s'adresser au marché pour lever des capitaux nécessaires car les marchés ne vont pas leur faire un « chèque en blanc ». Une société cotée court en outre le risque de devoir communiquer ses in-

(3) Lorsque une entreprise est cotée, la liquidité du marché accroît la valeur de l'information car elle permet de réagir à l'information en étant actif sur le marché sans impact sur le prix.

(4) Il est d'ailleurs paradoxal de constater que ce sont sur ces marchés où la nécessité d'informer les investisseurs est essentielle que les obligations des sociétés sont les plus limitées...

tentions au marché alors que l'opération est en cours sans être finalisée, ce qui alerte les concurrents qui font monter le prix de la cible, etc. Enfin, lever des capitaux dans le cadre d'une opération d'appel public à l'épargne est souvent long et le vendeur peut préférer céder la cible à un acquéreur plus réactif ;

- des activités qui placent *l'entreprise dans une situation de concurrence stratégique* telle qu'un duopole. La théorie de jeux montre l'importance que revêt l'information dans ce type de circonstance. Être coté impose d'informer les concurrents de ses intentions et fait perdre un avantage concurrentiel majeur ;

- enfin, l'univers de toutes les *petites sociétés* pour lesquelles la détention d'une fraction importante du capital, qui n'est pas compatible avec la liquidité du titre, permet « d'amortir » grâce à l'espoir de plus value les coûts d'analyse financière et de suivi de la société.

Comme le montrent ces exemples, ce sont parfois les entreprises les plus dynamiques et les plus ambitieuses qui sont peu ou mal valorisées lorsqu'elles sont cotées et qui se trouvent de ce fait pénalisées. En allant jusqu'à la provocation : un investisseur en bourse avisé veillera toujours à se tenir à l'écart des entreprises qui contribuent fortement au développement de l'économie.

3. Le capital-investissement est essentiel au développement de l'économie

Les fonds de capital-investissement et le marché financier ont la même finalité économique : investir l'épargne des particuliers dans les entreprises après une intermédiation plus ou moins forte. Mais à l'inverse de l'investisseur sur les marchés, les fonds (ou les *holdings* financières ou toute forme d'investissement « privé ») ont la possibilité d'acquérir une connaissance intime des sociétés car leur relation avec la société est protégée par des règles de confidentialité vis-à-vis des concurrents. Les fonds sont organisés pour tirer le meilleur parti de cet avantage :

- d'abord, le mécanisme de rémunération des dirigeants les incite à divulguer l'information à l'actionnaire pour les conduire à mettre en place des stratégies de création de valeur ;

- lors de la décision d'investissement ils peuvent bénéficier de *due diligences* stratégiques, financières et d'une relation avec le management qui leur permet de situer leur investissement dans une perspective de moyen terme. Leur situation est différente de celle d'un investisseur dans une société cotée ;

- en cours de vie de l'investissement, le fonds est totalement affranchi de toute contrainte réglementaire sur l'information. Une brève comparaison entre le *reporting* mensuel d'une entreprise à un fonds de capital-investissement et celui distribué à une réunion trimestrielle d'analystes est édi-

fiante. Les dirigeants n'hésitent pas à produire des projections à moyen terme d'une précision et d'un détail impensables dans une société cotée car ils ne courent aucun risque légal ou réglementaire ;

- enfin, un fonds mobilise des ressources humaines et engage des dépenses de conseil sur un investissement et son suivi sans commune mesure avec les acteurs de marché. Ayant une part importante du capital de la cible, il captera l'essentiel des plus values issues de son travail d'analyse au profit des ses investisseurs. Ces derniers acceptent en contrepartie des commissions de gestion et des *deal costs* élevés.

Ces mécanismes permettent aux fonds de valoriser correctement et d'investir dans des sociétés là où le marché financier ne peut être présent. Ils s'assortissent néanmoins de contraintes dont le respect de la confidentialité. Par exemple, alors qu'un gérant d'OPCVM va investir souvent dans deux entreprises directement concurrentes, ce ne sera jamais le cas d'un fonds sauf dans le but de les rapprocher rapidement.

Le recours au capital-investissement est donc le complément indispensable à l'intermédiation par le marché dans les exemples décrits dans la section 2 : sociétés technologiques, sociétés à fort potentiel de croissance, sociétés complexes et petites sociétés.

Conclusion

Pour conclure, revenons brièvement à la théorie économique : les marchés sont efficaces car ils intègrent toute l'information disponible dans les cours et permettent d'assurer un développement optimal des entreprises. Cette conclusion est incontestable mais ses concepteurs ont toujours souligné qu'elle repose sur un accès sans restrictions à l'information pour les investisseurs qui ne se vérifie pas dans la pratique car :

- il est difficile à réconcilier avec la théorie du comportement concurrentiel de la firme qui repose sur la non-diffusion aux concurrents de l'information stratégique ;
- il se heurte à la mission de protection de l'épargne publique dont sont investis les régulateurs qui est allé en s'amplifiant au fil des « affaires » qui s'est traduit par la mise en place de règles prudentielles strictes et de la réglementation du délit d'initié⁽⁵⁾.

C'est la raison pour laquelle un modèle de détention « privé » des entreprises est indispensable au bon fonctionnement de l'économie. Il a d'ailleurs toujours co-existé avec le marché financier en prenant d'abord la forme de grandes fortunes privées puis de holdings financières et plus récemment de fonds de capital-investissement. Cette co-existence pacifique est essentielle à la croissance.

(5) Ces réglementations ont d'ailleurs toujours été dénoncées par la théorie des marchés efficaces comme étant une source d'inefficacité.

Complément C

Gouvernement d'entreprise et capital-investissement^(*)

Adrian Blundell-Wignall et Annabel Bismuth

OCDE

De nombreuses discussions ont eu lieu sur le *boom* du *private equity* et sur les éventuelles actions que les pouvoirs publics devraient prendre. En matière de gouvernement d'entreprise, on note un consensus de plus en plus large sur le fait que les gouvernements devraient encourager les codes volontaires (par opposition à la régulation prescriptive). Le groupe de réflexion de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise soutient cette conclusion générale et ce complément étaye cette vision. Ce dernier s'intéressera également aux zones grises et aux lacunes observées dans le régime de gouvernement d'entreprise découlant de certaines pratiques des fonds de capital-investissement et des *hedge funds* activistes telles que les abus de marché (notamment les délits d'initiés), la gestion des conflits d'intérêts, ou l'éventualité d'actions conjointes non déclarées.

1. Les principes de l'OCDE : principes 1A

En novembre 2006, le groupe de réflexion de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise a lancé une étude sur le rôle des pools de capitaux privés sur le gouvernement d'entreprise. L'étude met l'accent sur les structures de capital-investissement et les *hedge funds* dont les stratégies d'investissement visent explicitement à influencer les pratiques et les modes d'organisation des entreprises.

(*) Ce complément reflète l'opinion des auteurs et pas nécessairement celle du groupe de réflexion de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise.

En élaborant ses conclusions, le groupe de réflexion de l'OCDE s'est inspiré du principe 1A des principes de l'OCDE : « Un régime de gouvernement d'entreprise doit être élaboré en tenant compte de ses effets sur les performances globales de l'économie, de l'intégrité des marchés en promouvant leur transparence et leur efficacité, ainsi que des incitations qu'il crée pour les participants du marché ». Ceci signifie que le groupe de réflexion de l'OCDE n'a pas examiné uniquement les actions directes des catégories d'investisseurs considérés (en référence aux principes de l'OCDE) mais qu'il s'est également intéressé aux travaux empiriques et analytiques disponibles et revus par l'OCDE consacrés aux conséquences de ces actions sur l'efficacité économique et à l'adéquation du régime de gouvernement d'entreprise au sein duquel ces investisseurs opèrent.

Le but d'une bonne gouvernance est d'améliorer les performances des économies et l'efficacité des marchés financiers. Des abus surviennent, mais il convient d'appliquer une analyse coûts/bénéfices lorsque l'on réfléchit à davantage de régulation. Il convient ainsi de s'inspirer de la notion de serment d'Hippocrate : les régulateurs ne doivent pas faire plus de mal que de bien lorsqu'ils soutiennent des règles du jeu visant à réduire les abus.

2. Les bénéfices

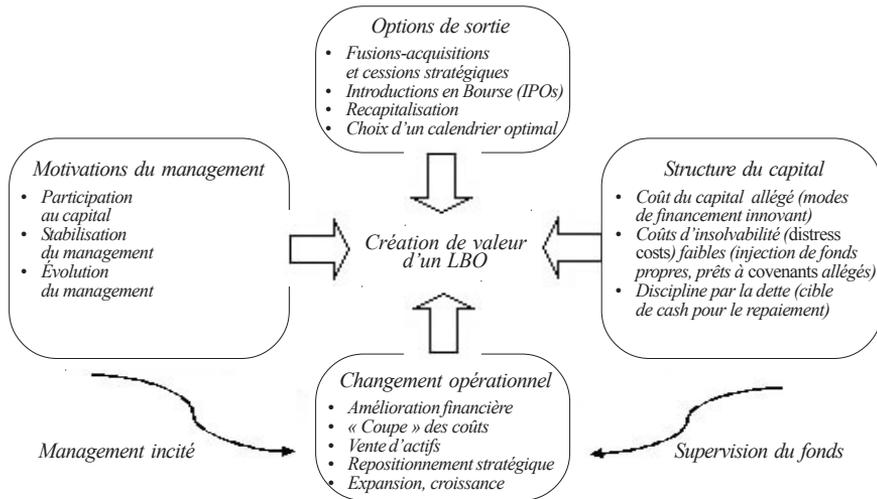
Les fonds de capital-investissement alignent les intérêts des actionnaires et des dirigeants au sein de structures juridiques associant les équipes de gestion et le management en les intéressant aux performances de la société. Les gains pour les investisseurs proviennent à la fois de l'effet de levier, de la croissance des résultats et d'autres facteurs (tels que les cessions d'actifs, la croissance externe). Les dirigeants et les membres du conseil sont choisis pour leur expertise sectorielle et n'ont pas à se préoccuper de leur obligations fiduciaires vis-à-vis des actionnaires (il n'y en a pas)

Les opérations « *Public to Private* » étant souvent suivies d'une réintroduction en bourse dans un horizon de 2 à 6 ans, elles sont souvent accusées d'introduire du « court-termisme ». Tout l'intérêt du capital-investissement tient au repositionnement stratégique qui permet à la société d'être vendue souvent avec des gains substantiels, soit à des investisseurs clés dans le cadre d'une réintroduction en bourse, soit à des professionnels par le biais de cessions à un industriel. Ce sont des investisseurs sophistiqués qui investissent seulement s'il y a de la valeur à long terme. En réalité, une des raisons du succès des opérations de capital-investissement tient à la capacité de ces fonds à changer l'équipe dirigeante et les administrateurs plus rapidement que dans les sociétés cotées.

Les performances du capital-investissement doivent être analysées sur la base d'échantillons de sociétés ayant fait l'objet d'une acquisition au début de la période d'étude et d'une cession avant la fin de celle-ci. De telles recherches et d'autres travaux revus par le groupe de réflexion de

l'OCDE sont favorables au capital-investissement. Si les performances individuelles des fonds varient beaucoup, la performance globale des fonds de capital-investissement pris dans leur ensemble fait apparaître des rendements élevés avec peu de corrélation aux autres classes d'actifs, faisant de ces fonds de bons supports de diversification pour les fonds de pension.

Modèle de création de valeur d'une opération de capital-investissement à effet de levier



Source : Auteurs.

3. Sociétés cotées vs sociétés non cotées

Le dilemme fondamental du gouvernement d'entreprise est le suivant : réguler l'intervention des grands actionnaires et les contrôler afin d'éviter que des abus ne surviennent au détriment des actionnaires minoritaires, tout en leur limitant la discrétion managériale et la marge pour des abus éventuels commis par les dirigeants.

En principe, ces problèmes ne concernent pas les sociétés non cotées et le gouvernement d'entreprise des sociétés non cotées n'est pas une préoccupation première en termes d'action des pouvoirs publics. Les problématiques classiques des sociétés cotées liées au devoir fiduciaire résultant de la séparation de la propriété et du contrôle ne se posent pas. En revanche, les deux modèles se croisent lorsqu'une opération consiste à retirer une société de la cote. C'est sur ce croisement, pour lequel des responsabilités fiduciaires vis-à-vis des actionnaires existent, que doivent se concentrer les actions des pouvoirs publics. À ce moment là, les possibilités d'abus vis-à-vis des actionnaires que l'on recense dans les sociétés cotées peuvent se présenter et concernent notamment les délits d'inities, les manipulations

comptables, les règles de rémunération, les règles de gouvernement d'entreprise (nomination et révocation d'administrateurs), les pilules empoisonnées et autres mécanismes d'enracinement des dirigeants, les fraudes...

L'essor des opérations de capital-investissement au cours des dernières années a suscité des craintes auprès de la classe politique, des syndicats et d'autres acteurs qui ne relèvent pas de l'action des pouvoirs publics en matière de gouvernement d'entreprise. Les opérations de fusions-acquisitions de sociétés cotées soulèvent les mêmes interrogations en termes d'emploi ou de perte de champions nationaux. Le boom des opérations de capital-investissement est cyclique, fonction du coût du capital ou de la fiscalité, ou d'autres facteurs. En période de boom, les problématiques qui se posent systématiquement ont trait à la masse salariale (notamment aux réductions d'effectifs), au crédit (avec un accroissement de l'endettement) et à la fiscalité. Or, ces problématiques relèvent du droit du travail, du droit de la faillite ou du droit fiscal et les principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE insistent sur le respect de la loi dans ces domaines. Attendre du gouvernement d'entreprise qu'il protège les intérêts de toutes les parties peut nuire à son objectif premier de protection des droits des actionnaires.

4. Le capital-investissement, instrument de discipline d'un bon gouvernement d'entreprise

En raison des asymétries d'information et du coût de l'action collective, les dirigeants poursuivent souvent leurs objectifs propres. Il y a en effet un « *paradoxe du vote* » : comme le coût des analyses préalables à l'exercice du droit de vote est élevé et que l'impact potentiel est faible, les petits actionnaires votent peu.

Les investisseurs actifs (les fonds de capital-investissement et les *hedge funds*) sont incités à acquérir de l'information et à l'utiliser pour améliorer la valeur de leur investissement. Ils ciblent les sociétés ayant une faible performance boursière, de faibles ratios d'endettement ou une trésorerie abondante. Le gouvernement d'entreprise sort renforcé de l'accroissement du nombre d'investisseurs informés incités à utiliser leur droits de vote pour :

- changer les dirigeants ;
- modifier la composition du conseil ;
- revoir la politique de dividendes ;
- influencer la stratégie à long terme de la société ;
- modifier la structure du capital ;
- donner leur avis sur les projets d'acquisition.

Ainsi, les sociétés qui ne souhaitent pas devenir des cibles sont contraintes de définir et de communiquer des politiques claires sur ces six points.

Dans ces deux cas, que la société cible soit rachetée ou contrainte de clarifier sa stratégie pour ne pas l'être, la valeur pour l'actionnaire en sort améliorée.

Par conséquent, l'action des pouvoirs publics relative aux opérations de retrait de la cote doit se concentrer sur les conflits d'intérêts lors de la phase de négociation du rachat.

5. Problématiques spécifiques au capital-investissement vs problématiques classiques des opérations de fusions-acquisitions

Il est important de rappeler que les problématiques de conflits d'intérêt ont toujours existé dans les opérations de fusions-acquisitions et cela est particulièrement important dans le cas d'OPA hostiles entre sociétés cotées. Il est donc important de distinguer la problématique spécifique au capital-investissement de celle qui concerne toutes les opérations de fusions-acquisitions. Il apparaît que très peu de problématiques liées aux conflits d'intérêt sont spécifiques au capital-investissement, et tout tient à des nuances et interprétations.

6. La gestion des conflits d'intérêt lors du changement de contrôle

Les opérations de capital-investissement sont souvent amicales et le fonds de capital-investissement a quasi systématiquement intérêt à collaborer avec les dirigeants. Ce n'est pas un « jeu à somme nulle » : il est plus intéressant pour les actionnaires d'avoir un fonds de capital-investissement qui conserve l'équipe de direction en définissant une nouvelle stratégie que de conserver une équipe de direction mauvaise dans le même environnement. Il n'y a pas d'objection de principe à ce que les dirigeants participent à l'opération (ni à ce qu'ils travaillent avec les acheteurs et leurs conseillers) à condition que le conseil d'administration et ses conseillers abordent l'opération de rachat de façon indépendante (comme dans toute opération de rachat).

Les conflits d'intérêt peuvent surgir lorsque l'équipe dirigeante dirige le processus de rachat, contribue pour une part importante à définir les conditions de la transaction et à la recommander. Ainsi, si l'équipe dirigeante définit une nouvelle stratégie pour la société, ne l'a pas mise en œuvre ou communiquée au conseil d'administration, et approche un fonds de capital-investissement pour l'aider à financer l'opération et en tirer des bénéfices privés, une question évidente se pose : pourquoi ne l'a-t-elle pas fait pour les actionnaires actuels qui les ont payé pour le faire ? Dans ce cas, le fonds

de capital-investissement n'achète pas une nouvelle stratégie et n'investit pas son temps, et les dirigeants de la société cotée n'ont pas agi de bonne foi dans l'intérêt des actionnaires. Les dirigeants ont alors intérêt à empêcher la surenchère d'acquéreurs concurrents ou de nouveaux acquéreurs en ne leur fournissant pas l'information adéquate. Cette situation est moins probable dans le cas d'opérations de fusions-acquisitions entre deux sociétés cotées avec deux équipes dirigeantes rivales. Cette problématique spécifique aux opérations de capital-investissement, qui relève de l'action publique, peut être couverte par les codes de conduite.

Pour réduire les conflits d'intérêt lors de changement de contrôle, il conviendrait :

- de mettre en place des commissions des OPA ou *takeover panels* (comme cela est le cas en Australie et au Royaume-Uni) pour superviser l'opération de rachat dès qu'elle est annoncée (par exemple, le conseil d'administration a d'abord été approché ; un plan stratégique a été proposé par le fonds de capital-investissement ; aucun administrateur ne travaille pour les acquéreurs ; les conseillers sont indépendants ; toutes les lois et règles ont été respectées...)

- de constituer un comité du conseil d'administration indépendant chargé de superviser le processus de négociation de l'opération et d'approuver l'opération proposée ;

- de s'assurer que les analystes et acquéreurs concurrents aient le même accès à l'information que le fond de capital-investissement initiateur de l'opération.

Les conflits d'intérêt des prêteurs et des conseils ne sont pas spécifiques au capital-investissement. Cela peut se produire lorsqu'une banque d'affaires conseille une société cotée faisant l'objet d'une OPA, alors qu'elle finance l'acquéreur, ou pire, alors qu'elle essaie de racheter des actifs de la société pour une autre de ses activités. Mais ces exemples s'appliquent à toutes les opérations de fusions-acquisitions.

7. Le vote et l'action de concert : principe IIG de l'OCDE

Les fonds de capital-investissement obtiennent des droits de vote en achetant des actions sur le marché ; en obtenant des procurations des actionnaires institutionnels ; ou en utilisant des instruments dérivés (cela s'applique également aux *hedge funds*). Le principe de l'OCDE IIG stipule que « Les actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels, doivent être autorisés à se consulter entre eux sur toute question relative aux droits élémentaires que leur confère leur statut d'actionnaire, tels qu'ils sont définis précédemment, sous réserve de certaines exceptions destinées à prévenir les abus ».

Les fonds de capital-investissement et les autres fonds activistes utilisent les procurations, les propositions d'action ainsi que le prêt de titres et les instruments dérivés pour faire aboutir leurs stratégies d'investissement. Il n'y a rien de mal à cela et de telles stratégies peuvent être clés pour réussir à renverser des dirigeants dont la performance est mauvaise. Cela permet de surmonter le « paradoxe du vote » et d'apporter des changements bénéfiques. Le fonds activiste emprunte des actions avec ses droits de vote pour augmenter son pouvoir de vote, le prêteur donnant son droit de vote en pleine connaissance de cause.

Parfois, les systèmes d'enregistrement des droits de vote sont défectueux et des cas de votes surnuméraires (« *over voting* ») apparaissent. Cependant, la problématique principale résulte du découplage entre la propriété économique et les droits de vote permise par les instruments dérivés comme dans le cas des votes vides ou « *empty voting* » (l'intérêt économique attaché à l'action est couvert ou cédé de façon à ce que ne subsiste que le droit de vote). Les fonds activistes peuvent également faire un chantage au billet vert ou « *greenmail* », amplifiant ainsi les conflits d'agence. Cependant, la problématique du *greenmail* n'est pas l'apanage des fonds de capital-investissement et concerne davantage les *hedge funds* activistes qui ont un horizon d'investissement à plus court terme que les fonds de capital-investissement et n'essaient pas de prendre le contrôle de la société.

S'il y a bien des problématiques spécifiques aux *hedges funds* activistes avec le cas du *greenmail*, les principes généraux à respecter dans la cadre d'une action éventuelle des pouvoirs publics consistent à :

- ne pas interdire les pratiques de prêt de titres (la vente à découvert est crucial pour l'efficacité des marchés financiers) ;
- encourager les prêteurs et les emprunteurs de titres à respecter leurs obligations fiduciaires : les prêteurs institutionnels ont-ils respecté leurs propres règles de gouvernance en matière d'exercice des votes ? Les clients sont-ils informés que leurs actions sont prêtées, que les droits de vote sont transférés ? S'ils ne souhaitent pas transférer leurs droits de vote, les actions doivent alors être rappelées pour voter sur des résolutions capitales.

Si toutes ces conditions sont réunies, alors la pratique des prêts de titre est un comportement raisonnable de maximisation de la valeur.

La problématique spécifique du *greenmail* (par exemple, un fonds activiste débute un raid, et offre ses actions aux dirigeants moyennant une prime en échange d'un accord confidentiel de se désister), doit être traitée par le droit des sociétés et par les codes de conduite sectoriels visant à prévenir ces excès :

- les rachats d'actions de sociétés cotées doivent être soumis aux votes des actionnaires ;
- les seuils de détention pour lesquels une offre publique doit être lancée doivent être revus à l'aune des nouveaux instruments dérivés.

8. Les délits d'initiés

Il est fréquent de voir les cours des actions fluctuer avant qu'une offre par un fonds de capital-investissement ne soit annoncée. Le risque crédit « *credit default swap* » peuvent également varier, les opérations de capital-investissement étant de nature à augmenter l'endettement. En cas de rachat d'une société cotée, il existe un risque d'abus de marché amplifié par le fait que de nombreuses parties prennent part à l'opération, en dehors des seuls salariés du fonds effectuant le rachat (les dirigeants, les avocats, les commissaires aux comptes et aux apports, les banquiers d'affaires) et disposent d'informations privilégiées. Cela n'est pas l'apanage des opérations de capital-investissement. Les règles visant les délits d'initiés existent dans toutes les juridictions et doivent être respectées.

9. Conflits d'intérêts entre la société de gestion et les investisseurs

Au début de ce complément, nous avons indiqué que le gouvernement d'entreprise des sociétés non cotées ne relevait pas de l'action des pouvoirs publics et ne nécessitait pas de nouvelles régulations. Les investisseurs peuvent être désavantagés par la société de gestion et ses gérants :

- cas des véhicules multiples (par exemple, coexistence d'un fonds de capital-investissement et d'un *hedge* au sein de la même entité) : l'information est-elle partagée, violant ce faisant les *Chinese walls* ? De la dette décotée est-elle transférée à certains *hedge funds* (au bénéfice des investisseurs en capital-investissement et aux dépens des investisseurs du *hedge fund*) ;
- les gérants de capital-investissement peuvent sélectionner (« *cherry picking* ») les opérations dans lesquelles ils co-investissent via des véhicules dans lesquels ils ont davantage d'intérêt personnel ;
- les frais de gestion et de conseil, ou les ventes d'actifs des sociétés du portefeuille à des sociétés liées peuvent affecter négativement les intérêts des investisseurs.

Cependant, aucun de ces conflits d'intérêt n'est spécifique aux fonds de capital-investissement, les banquiers d'affaires ayant par exemple les mêmes problématiques. Les investisseurs des fonds de capital-investissement sont des investisseurs sophistiqués, et les contrats qu'ils signent peuvent être exécutés conformément aux lois en vigueur. Les codes de bonne conduite des fonds de capital-investissement qui traitent de ces problématiques complètent utilement ces lois.

10. Les codes de bonne conduite sectoriels (EVCA, Royaume-Uni, Pays-Bas, France...)

Le groupe de réflexion de l'OCDE a résumé les principaux codes de conduite d'application volontaire édictés par les associations en capital-investissement. Ils couvrent en général les points suivants :

- les contrats entre les investisseurs et la société de gestion, conclus dans le cadre légal général, protègent suffisamment les investisseurs. Pour les investisseurs, les contrats couvrent : les cas de défaut, les droits de vote (par exemple, en cas de liquidation, de vente d'actifs, de changement de société de gestion). L'accent est porté sur la réputation- l'intégrité- comme facteur d'auto-discipline (avec une mauvaise réputation, un fonds ne trouve pas d'investisseurs ou de banques prêteuses) ;
- les règles sur les frais de gestion et la rémunération des performances, les clauses de « *claw-backs* », et autres clauses de performance sont importantes ;
- les règles de *reporting* aux investisseurs : transparence, pertinence et cohérence sont nécessaires ;
- les frais de gestion et le « *carried interest* » doivent être communiqués (ils génèrent la plupart des conflits) ;
- la divulgation des rapports annuels ; de la composition du conseil ; de la philosophie ; de la stratégie d'investissement ; des états financiers (y compris les comptes de résultat) et des valorisations.

Conclusion

L'accent est mis sur les énormes bénéfices potentiels procurés par l'activisme des fonds de capital-investissement et la nécessité de les soutenir.

Il convient d'encourager dans toutes les juridictions une forte auto-régulation des fonds de capital-investissement.

Très peu de problématiques d'abus de marché et de conflits d'intérêts sont l'apanage des fonds de capital-investissement. Elles apparaissent dans toutes les opérations de fusions-acquisitions. Les codes de bonnes conduite sont trop généraux et ne permettent pas de distinguer les problématiques spécifiques au capital-investissement : il convient d'encourager leur développement dans cette direction.

En général, les problématiques de gouvernement d'entreprise sont couvertes par le droit des sociétés (responsabilités des administrateurs, protection des actionnaires minoritaires ; règles relatives aux OPA et droit des faillites).

La mise en place de panels des OPA (*takeover panels*) durant la phase de négociation est encouragée.

Il convient de mieux poursuivre les délits d'initiés lorsque cela s'avère nécessaire, c'est-à-dire lorsque des lois existent mais qu'elles ne sont pas exécutées.

Les codes de conduite doivent mettre l'accent sur un *reporting* clair, transparent et régulier aux investisseurs des fonds de capital-investissement, dans la mesure où il n'y a pas de discipline exercée par le marché. Les investisseurs peuvent, par exemple, saisir les tribunaux lorsque des lois relatives aux fraudes existent.

Complément D

Hedge funds activistes, private equity et corporate governance

Ghizlane Kettani

Université de Paris-Dauphine

Introduction

Les *hedge funds* activistes et les fonds de *private equity* sont des intermédiaires financiers qui se développent fortement lorsque les marchés financiers sont incomplets. Leur cible préférée reste les firmes caractérisées par des problèmes d'agence⁽¹⁾ entre *managers* et actionnaires ou encore par une mauvaise orientation de leur stratégie. On parle notamment de conflits d'agence lorsque les objectifs des *managers* ne sont pas alignés avec ceux des actionnaires (Bearle et Means, 1932 et Jensen et Meckling, 1976). Les *hedge funds* activistes sont une catégorie de *hedge funds* qui cherche à influencer la corporate governance mais aussi parfois la stratégie des firmes dans lesquelles ils détiennent des blocs d'actions. En ceci, leur stratégie est comparable à celle des fonds de *private equity*. Les *hedge funds* activistes ne représentent qu'une partie des *hedge funds* dans le monde, avec environ 50 milliards de dollars d'actifs sur plus de 1 500 milliards de dollars gérés par l'ensemble des *hedge funds* (OCDE, 2007).

Y a-t-il un continuum entre *hedge funds* activistes et *private equity* ? Si certains auteurs (Jacquillat, 2007) considèrent qu'il y a une continuité entre les *hedge funds* activistes et le *private equity* parce que ce sont « deux formes d'organisation (qui) améliorent la gouvernance financière des entre-

(1) La notion de conflit d'agence entre *managers* et actionnaires fut développée par Berle et Means (1932) puis reprise par Jensen et Meckling (1976).

prises, qu'elles soient cotées ou non cotées », d'autres auteurs pensent que les *hedge funds* activistes et le *private equity* restent des intermédiaires financiers différents et ceci malgré un terrain de jeu commun. Ce complément défend la seconde hypothèse et se propose d'exposer les différences entre *private equity* et *hedge funds* activistes après avoir examiné leurs points communs.

Le comportement des *hedge funds* activistes a été décrit par Brav et *al.* (2006) à travers une étude empirique détaillée réalisée sur un échantillon de 131 fonds de *hedge funds* américains. Cette étude a permis de mieux circonscrire la catégorie de *hedge fund* activiste. Les *hedge funds* activistes se considèrent comme des *value investors* qui cherchent à repérer les entreprises dont les actions sont sous-évaluées et qui présentent un fort potentiel d'appréciation ultérieur. Ces *hedge funds* activistes ciblent des firmes ayant des problèmes d'agence et de *free cash flows* ou encore celles souffrant d'une décote suite à une mauvaise diversification (Brav et *al.*, 2006). Rappelons d'abord quelques faits relatifs au rapprochement entre *hedge funds* et *private equity*.

1. *Hedge funds* activistes et *private equity* : un terrain de jeu commun

1.1. Les *hedge funds* : une industrie en forte croissance mais en mal de rendements

L'industrie des *hedge funds* a connu une forte croissance ces dernières années. En 2007, les montants gérés par les *hedge funds* dépassaient 1 500 milliards de dollars de fonds sous gestion dans le monde alors qu'ils ne représentaient que 50 milliards de dollars en 1990. La croissance des *hedge funds* témoigne de l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour cette classe d'investissements alternatifs (Ackermann et *al.*, 1999).

Consécutivement à cet engouement pour les *hedge funds*, les gestionnaires de ces fonds se retrouvent avec des sommes importantes à investir. Cependant, dans le monde des *hedge funds*, une augmentation des flux des investisseurs vers les *hedge funds* a pour effet de faire baisser les taux de rendement des stratégies d'investissement à l'équilibre. Par conséquent, depuis 2002, les *hedge funds*, victimes de leur succès, ne sont plus parvenus à assurer les rendements régulièrement élevés de leurs débuts. En effet, les *hedge funds* ont sous performé les indices boursiers et particulièrement ces dernières années. À titre d'exemple, la performance du CSFB-Tremont Hedge en 2004 a été de 9,64 % seulement contre 15 % pour le MSCI World Index. Les *hedge funds* gèrent désormais une masse importante de liquidités, aussi, les gestionnaires de ces fonds doivent être capables d'intégrer les flux supplémentaires provenant des nouveaux souscripteurs sans dégrader

la performance du fonds. Ils sont alors sans cesse à la recherche de nouvelles stratégies susceptibles d'augmenter leur rentabilité.

Au même moment, les grandes firmes de *private equity*, comme Blackstone ou KKR se vantaient d'assurer à leurs actionnaires des retours sur investissement élevés. Il était donc naturel que les *hedge funds*, en mal de rendements, s'intéressent de près à cet actif alternatif particulier qu'est le *private equity*. Les deux industries se sont alors rapprochées.

1.2. Hedge funds et private equity : de la compétition à la coopération

Le rapprochement entre *private equity* et *hedge funds* se manifeste sous différentes facettes et s'organise notamment autour de nombreuses opérations de LBOs et de fusions acquisitions.

1.2.1. Convergence autour des opérations de LBOs

L'intérêt des *hedge funds* pour le *private equity* se manifeste dans de nombreuses opérations LBO. Ainsi, dans plusieurs opérations de rachat d'entreprises (LBOs), les *hedge funds* sont apparus soit comme des concurrents aux fonds de *private equity* établis comme KKR ou Blackstone soit comme leurs partenaires dans des *club-deals* ou encore en leur fournissant de la dette pour financer leurs opérations. En juillet 2004, au moins dix *hedge funds* ont surenchéri pour l'acquisition de Texas Holdings même si le *deal* a été remporté finalement par un consortium formé par des firmes de *private equity* dont KKR, Blackstone, et TPG. En 2005, le *hedge fund* Cerberus Capital forma un consortium avec Goldman Sachs et Kimore Realty pour la reprise de Toys « R » Us. Ces exemples montrent que dans de nombreux *deals*, de plus en plus de *hedge funds* sont candidats au rachat d'entreprises aux côtés des firmes de *private equity*.

1.2.2. Convergence autour des opérations de fusions acquisitions

La compétition entre *hedge funds* et fonds de *private equity* se manifeste avec acuité lors des opérations de fusions acquisitions. Les *hedge funds*, qui se contentaient jusqu'alors d'une participation minoritaire dans l'entreprise cible d'une OPA ou d'une fusion acquisition, cherchent désormais à obtenir une majorité de contrôle ou à racheter la totalité de la cible afin de faire un arbitrage et de revendre leurs parts avec une forte plus-value. Cette compétition acharnée autour de quelques cibles concernées par les fusions acquisitions a pour conséquence d'aboutir à une surévaluation injustifiée de la valeur de ces entreprises.

1.2.3. Convergence autour de la corporate governance

Les *hedge funds*, une fois entrés dans le capital d'une entreprise, s'inspirent des techniques de *corporate governance* utilisées traditionnellement par les firmes de *private equity* jusqu'alors et n'ont plus de scrupules à

mettre le management « sous tension » afin d’obtenir l’amélioration des performances de l’entreprise.

1.2.4. Convergence autour du financement des opérations de LBOs

De son côté, l’industrie du *private equity* bénéficie des masses de liquidités importantes brassées par les *hedge funds* pour financer ses acquisitions LBOs. En effet, les fonds de *private equity* sont souvent à la recherche de sources de financement pour pouvoir effectuer des opérations LBOs de taille de plus en plus importante. L’utilisation de fonds provenant des *hedge funds* permet aux firmes de *private equity* d’être moins dépendantes du cycle de levée de fonds qui les oblige périodiquement à aller vers les investisseurs afin de récolter de nouveaux fonds.

1.2.5. Convergence des structures industrielles

Une autre conséquence du rapprochement entre *private equity* et *hedge funds* est que l’on constate un début de convergence et de modification de la structure des deux industries. Ainsi, par exemple, des firmes spécialisées dans le *private equity* commencent à créer des départements de *business distressed debt* à l’instar de ceux qui existent au sein des *hedge funds* et ces derniers recrutent des professionnels issus de l’industrie du *private equity* pour monter des unités spécialisées dans les opérations LBOs. Remarquons que ce mouvement est conforté par le fait que les industries du *private equity* et celle des *hedge funds* tirent leurs revenus de sources différentes. Combiner alors les deux industries dans une même structure peut s’avérer être une stratégie industrielle payante, car elle permet une diversification des revenus et aussi un partage d’informations sur les opportunités de deals bien que cette pratique se heurte rapidement à des considérations d’ordre déontologique.

2. Hedge funds activistes et fonds de *private equity* : des points communs

Les *hedge funds* activistes et les fonds de *private equity* présentent certains points communs. Ces deux intermédiaires financiers ont recours à un *monitoring* actif et cherchent à influencer positivement la *corporate governance* des entreprises qu’ils ciblent.

2.1 Hedge funds activistes et *private equity* : le recours au *monitoring* actif

Fama (1988) définit le *monitoring* comme l’ensemble des actions visant à mesurer la performance des agents et à mettre en œuvre les récompenses qui s’y rapportent. Le *monitoring* actif – par opposition au *monitoring* passif – fait partie des structures de contrôle que les actionnaires peuvent met-

tre en place pour surmonter les conflits d'agence au sein de l'entreprise cotée. Ces structures de contrôle vont de pair avec les incitations destinées aux *managers*. (Tirole, 2001).

Traditionnellement, les *hedge funds* font partie de la catégorie d'investisseurs exerçant un *monitoring* passif. En effet, Brav et al. (2006) constatent que jusqu'à une période récente, les *hedge funds* n'ont pas cherché à jouer un rôle significatif dans le *monitoring* des firmes en tant qu'actionnaires. Cependant, les *hedge funds* activistes font exception à cette règle puisque cette catégorie de *hedge funds* se distingue par l'exercice d'un *monitoring* actif. Selon l'étude faite par Brav et al. (2006), ce *monitoring* actif s'exerce de plusieurs façons : discussions avec le management sur la stratégie, demande de postes d'administrateurs...

De même, les investisseurs en *private equity* ont recours au *monitoring* et à la surveillance des *managers* pour réduire les problèmes d'agence. Il s'agit d'un *monitoring* actif par le biais duquel les investisseurs en *private equity* s'assurent que les *managers* vont bien mettre en œuvre les nouvelles orientations stratégiques. Ce *monitoring* s'effectue essentiellement à travers les conseils d'administration. En effet, les investisseurs en *private equity* nomment des administrateurs qui vont exercer un *monitoring* actif des *managers* et qui ont pour objectif principal de créer de la valeur pour les actionnaires (les investisseurs en *private equity*).

2.2 Hedge funds et private equity funds cherchent à améliorer la corporate governance

Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance d'entreprise comme traitant des moyens que les pourvoyeurs de fonds mettent en œuvre pour obtenir un retour sur les fonds investis. *Private equity* et *hedge funds* activistes ciblent des firmes qui connaissent des problèmes de *corporate governance* ou qui suivent une stratégie de création de valeur inadaptée. Ce sont des investisseurs activistes qui à travers l'acquisition d'un bloc d'actions de la firme (*hedge funds* activistes) ou de la totalité de la firme (*private equity*) cherchent à faire évoluer positivement la *corporate governance* de l'entreprise cible.

À cette fin, ils exercent un *monitoring* actif et cherchent à influencer le management à travers des incitations implicites ou explicites (rémunérations intéressantes, remplacement de *managers*, mise en péril de la réputation des *managers*). Parmi les mesures qu'ils peuvent prendre on peut citer à titre d'exemple : la restructuration de l'entreprise cible, le remplacement du *manager* ou certains membres du conseil d'administration, arbitrages dans des opérations de fusion acquisition... L'intervention du *private equity* et des *hedge funds* activistes constitue un signal fort pour le management de la cible qui pousse ce dernier à adopter une stratégie créatrice de valeur actionnariale.

Concernant le *private equity*, certains théoriciens de la firme, dont Jensen (1989) est le chef de file, affirment que les investisseurs en *private equity* ont inventé un nouveau mode de gouvernance afin d'accélérer le processus de création de valeur dans les firmes qu'ils financent. Ce nouveau mode de gouvernance diffère de celui des firmes cotées car il pousse les investisseurs dans le *private equity* à faire preuve d'un activisme marqué en ce qui concerne le contrôle des décisions prises par les *managers* et leur adéquation avec l'intérêt des actionnaires (les investisseurs dans le *private equity*). Selon Jensen (1989), ce mode de gouvernance aboutirait à une plus grande création de valeur. Cependant, le nombre limité de cibles pouvant faire l'objet d'un rachat par un fonds de *private equity* (*buyout*) limite la portée de cette affirmation (Tirole, 2006).

A côté de ces similitudes, il est à noter qu'il existe de nombreuses différences entre *private equity* et *hedge funds* activistes.

3. Hedge fund activistes et fonds de *private equity* présentent toutefois des différences essentielles

3.1. Le *private equity* est un investissement non coté

Contrairement aux *hedge funds* qui opèrent sur les marchés cotés, le *private equity* est un investissement dans le non coté. En effet, Lerner et Schoar (2004) définissent le *private equity* comme étant un investissement non coté par opposition aux actifs cotés sur les marchés financiers réglementés. Le non coté privilégie les stratégies de création de valeur qui ne se matérialisent que sur de longues périodes. Ces stratégies de création de valeur ne peuvent pas être réalisées alors que l'entreprise est cotée car les marchés financiers, focalisés sur la progression régulière des résultats opérationnels à court terme ne valorisent pas la création de valeur à terme.

Contrairement aux fonds de *private equity*, la stratégie des *hedge funds* activistes s'est toujours construite autour des marchés cotés. Pour ces derniers, le marché constitue une pièce centrale au processus de création de valeur actionnariale. Les gestionnaires de *hedge funds* utilisent des produits financiers cotés pour bâtir leurs stratégies d'investissement. Un *hedge fund* activiste peut prendre une participation majoritaire dans une société pour effectuer un arbitrage lors d'une opération de fusion acquisition ou pour demander au management un changement de la politique actionnariale mais dans la majorité des cas, les *hedge funds* n'ont pas vocation à racheter la totalité d'une entreprise pour effectuer des modifications de stratégie sur le long terme.

3.2. Différences dans le degré de congruence avec les *managers*

Si les fonds de *private equity* et les *hedge funds* activistes cherchent à influencer la *corporate governance* et la stratégie des firmes dans lesquelles ils investissent, ils diffèrent dans la nature de leurs rapports avec le management de l'entreprise cible en raison du type d'incitations qu'ils octroient aux *managers* et de leur degré de congruence (Tirole, 2001) avec les *managers*. En effet, les *hedge funds* activistes et le fonds de *private equity* n'entretiennent pas les mêmes relations avec le management de l'entreprise cible.

Dans le cas du *private equity*, les droits de contrôle relatifs à l'entreprise cible sont partagés entre les *membres d'une coalition réduite*, formée d'un *general partner* (investisseur en *private equity*), du management et d'autres investisseurs (Tirole, 2006). Cette concentration de l'actionnariat engendre des rapports particuliers avec le *manager*. En effet, dans une structure LBO le *manager* reçoit des incitations fortes afin d'aligner ses intérêts avec ceux du *general partner*. Parmi les incitations octroyées au *manager* figurent l'actionnariat, une rémunération élevée et l'effet disciplinaire de la dette. Il existe donc déjà *ex ante* une forte congruence entre le *general partner* et les *managers* de l'entreprise cible dans un LBO du fait de l'alignement des intérêts des *managers* sur ceux des actionnaires. Cette congruence permet d'effectuer avec succès des changements de stratégie importants en ce qui concerne l'entreprise cible.

Pour garantir cette congruence, l'investisseur en *private equity* (*general partner*) a dû payer un coût élevé et qui correspond aux concessions faites au management en termes d'incitations diverses (actionnariat, rémunérations élevées). Les *general partners* et le management sont alors deux *insiders* qui partagent la même orientation stratégique en ce qui concerne la stratégie de la firme cible du LBO.

Contrairement au *private equity*, les *hedge funds* activistes n'entretiennent pas les mêmes rapports avec le management de l'entreprise cible. Les *hedge funds* activistes ne détiennent généralement qu'un bloc minoritaire d'actions de l'entreprise. En tant que détenteurs d'un bloc d'actions minoritaires et pour atteindre leurs objectifs en termes de création de valeur actionnariale, ils doivent former une coalition avec les autres actionnaires.

Les *hedge funds* activistes ne sont donc pas en position de force pour imposer leurs décisions au management, qui les considère comme des *outsiders*. Leur degré de congruence (Tirole, 2001) avec le management est donc faible, ce qui laisse un rôle considérable pour la négociation employée comme outil de contrôle par les *hedge funds* activistes. En effet, la possibilité de négocier avec l'entrepreneur (les *managers*) peut être une caractéristique importante pour différencier les outils de contrôle mis à la disposition au sein de la *corporate governance* (Tirole, 2001). Les *hedge funds* acti-

vistes négocient avec le management, qu'il s'agisse d'une discussion amicale (demande de précisions concernant la stratégie, par exemple) ou d'une confrontation hostile (demande de remplacement de membres du conseil d'administration, par exemple). La négociation entre le *hedge fund* activiste et le management de la cible se présente donc comme une négociation entre un *outsider* (le *hedge fund*) ayant des revendications particulières et un *insider* (le *management*) qui cherche à protéger ses intérêts. Aussi, le désaccord entre le management et les *hedge funds* activistes est souvent d'actualité, comme l'a montré plus en détail l'étude empirique concernant les *hedge funds* activistes réalisée par Brav et al. (2006). Cela peut expliquer pourquoi certains fonds d'arbitrage activistes sont perçus comme agressifs voire menaçants par le public.

3.3. Différences en termes de contrôle actionnarial

Les *hedge funds* activistes cherchent à obtenir des blocs d'actions (5 à 20 % du capital voire plus) sans chercher pour autant à contrôler la firme. De nombreux bénéfices peuvent être récoltés grâce à la possession de blocs d'actions. Par exemple, l'actionnaire qui détient un bloc d'actions important peut être sollicité pour vendre ses parts avec une plus-value lorsqu'un acquéreur se présente (Tirole, 2006). Plus important, le détenteur d'un large bloc d'actions peut se prévaloir d'exercer une autorité effective (*real authority*⁽²⁾) (Aghion et Tirole, 1997) en ce qui concerne les décisions relatives à la firme, autorité qui serait comparable à celle détenue par les *managers*, ce qui correspond à la démarche des *hedge funds* activistes.

Par ailleurs, Tirole (2006) affirme que l'actionnaire détenteur d'un large bloc aura un impact différent selon que ses intérêts sont alignés sur ceux des autres actionnaires restants ou qu'ils se rapprochent plutôt de ceux du management (collusion avec le management en échange de faveurs par exemple). D'après l'étude empirique concernant les *hedge funds* activistes effectuée par Brav et al. (2006), les *hedge funds* cherchent à acquérir de larges blocs d'actions. L'objectif de cette prise de participation est de faire pression sur le management de manière à faire évoluer la stratégie de la firme. Etant donné que les *hedge funds* activistes ciblent des entreprises dont les actions sont sous-évaluées, les *hedge funds* activistes engagent dans la majorité des cas une négociation (amicale ou hostile) avec le management. Ils se situent donc dans une perspective de création de valeur actionnariale et non dans une optique de collusion avec les *managers* aux dépens des autres actionnaires. Notons que la collusion avec les *managers* semble peu rentable car les *hedge funds* activistes ont une réputation à défendre ne serait ce que vis-à-vis de leurs souscripteurs. De plus, notons que du fait de l'obligation de déclaration lors des franchissements de seuil, l'activisme de ces fonds est suivi publiquement par de nombreux observateurs sur les marchés, ce qui fait qu'une collusion avec le *management* nuirait à l'image du

(2) Le concept de *real authority* s'oppose à celui de *formal authority* et a été développé par Aghion et Tirole (1997).

fonds et à ses objectifs. En effet, les *hedge funds* jouissent d'un effet de réputation important car comme le montre l'étude de Brav et *al.* (2006), la simple annonce de la présence d'un fonds activiste dans le capital d'une entreprise a pour conséquence l'appréciation de ses actions de 5 à 7 % sous vingt jours (rendement anormal) et ceci bien avant qu'une quelconque action de contestation du management ne soit encore mise en place par le *hedge fund* activiste.

Contrairement aux *hedge funds* activistes, les firmes de *private equity* ont besoin d'obtenir 100 % des droits de contrôle de l'entreprise cible, qu'elles partagent avec le top management. Premièrement, sans le contrôle total de la firme cible, le fonds de *private equity* ne peut pas la retirer de la cote. Deuxièmement, une fois l'entreprise cible retirée de la cote, la concentration des droits de contrôle entre les mains des investisseurs en *private equity* et quelques *top managers* permet de définir une structure d'incitations fortes et de réduire les conflits d'agence.

3.4. La question de l'horizon de l'investissement

Une des différences majeures entre le *private equity* et les *hedge funds* activistes est qu'ils ne possèdent pas le même horizon de placement. Alors que les *hedge funds* activistes privilégient une plus-value à court terme, les fonds de *private equity* se concentrent sur la création de valeur à long terme.

Le private equity est un investissement orienté vers le long terme : l'investisseur en *private equity* vise un changement de stratégie dans l'entreprise cible du LBO de manière à créer de la valeur sur le long terme. La capacité de s'engager à investir dans l'entreprise non cotée pendant une longue période constitue pour les fonds de *private equity* un avantage certain. En effet, cet horizon long permet aux investisseurs, de concert avec le management, de s'engager à opérer des changements profonds au niveau de la stratégie de l'entreprise. Or, ces changements de stratégie, destinés à rendre l'entreprise plus efficace, demandent du temps pour se traduire dans les résultats financiers de l'entreprise. Elle sera alors prête pour être réintroduite sur les marchés financiers.

L'horizon temporel d'un investissement dans le *private equity* est donc un horizon temporel long contrairement à l'investissement dans les *hedge funds activistes* qui, traditionnellement visent essentiellement le court ou le moyen terme.

Les hedge funds activistes sont focalisés sur le court terme : l'horizon de placement des *hedge funds* activistes reste focalisé sur le court terme, même si certains fonds activistes peuvent garder leur position pour une durée assez longue (trois ans). Certains économistes accusent même les fonds activistes de privilégier les gains à court terme aux dépens des investisseurs engagés et recherchant la création de valeur sur le long terme (Kahan et Rock, 2006).

3.5. La question de la liquidité

Le *private equity* est un investissement caractérisé par son illiquidité : en raison des spécificités du *private equity*, investir dans le *private equity* requiert une longue période d'immobilisation des capitaux investis (cinq à treize ans). Lerner et Schoar (2004) trouvent que l'illiquidité des investissements est une dimension importante dans le *private equity*. L'hypothèse avancée par ces deux auteurs est que l'illiquidité des fonds investis dans le *private equity* permet à l'entrepreneur de sélectionner les investisseurs les plus aptes à financer des investissements dans le *private equity* sans connaître de défaillance.

Contrairement au *private equity*, l'investissement dans les *hedge funds* est un investissement réputé posséder une plus grande liquidité et les fonds n'imposent pas des périodes d'immobilisation longues (*lock up*) à leurs souscripteurs. En effet, les *hedge funds* autorisent leurs clients à racheter les parts investies sans imposer des délais d'attente trop restrictifs même si pour les besoins de leur stratégie d'investissement, les *hedge funds* activistes peuvent parfois imposer une période d'immobilisation des capitaux allant de six mois à trois ans.

Conclusion

Les *hedge funds* activistes et les fonds de *private equity* sont des intermédiaires financiers qui visent à influencer la *corporate governance* dans des firmes caractérisées par des conflits d'agence ou par une stratégie de création de valeur inadéquate. Cette perspective peut nous faire croire que ce sont des intermédiaires financiers semblables. Cependant, l'analyse montre que beaucoup de différences les séparent. En effet, ces différences montrent un rapport spécifique en ce qui concerne l'horizon de placement ou la question de la liquidité. De même, les modalités de contrôle actionnarial et le degré de congruence avec le management diffèrent selon qu'on se place du point de vue du *private equity* ou celui des *hedge funds* activistes.

Ces différences confirment l'opinion selon laquelle les *hedge funds* activistes ne peuvent se substituer aux fonds de *private equity*. L'intérêt récent des *hedge funds* activistes pour la *corporate governance* doit alors être considéré comme une stratégie d'arbitrage supplémentaire dans l'arsenal des *hedge funds* pour générer des rendements décorrélés des marchés financiers.

Références bibliographiques

- Ackermann C., R. Mc Enally et D. Ravenscraft (1999) : « The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 3, juin, pp. 833-874.
- Aghion P. et J. Tirole (1997) : « Formal and Real Authority », *Journal of Political Economy*, vol. 105, n° 1, pp. 1-29.
- Barberis N. et A. Shleifer (2003) : « Style Investing », *Journal of Financial Economics*, vol. 68, n° 2, pp. 161-199.
- Berk J. et R. Green (2004) : « Hedge Funds with Style », *Journal of Political Economy*, vol. 112, n° 6, pp. 1269-1295.
- Berle A.A. et G.C. Means (1932) : *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- Blundell-Wignall A. (2007) : « An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk », *Financial Market Trends*, vol. 2007/1, n° 92.
- Brav A., W. Jiang, F. Partnoy et R. Thomas (2006) : « Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance », *ECGI Finance Working Paper*, n° 139/2006, novembre.
- Elton E., M. Gruber et C. Blake (2001) : « Incentive Fees and Mutual Funds », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 2, pp. 779-804.
- Fama E. (1980) : « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 001-88, n° 2, pp. 288-307, avril.
- Fama E. et M. Jensen (1983) : « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 367-374.
- Fung W. et D.A. Hsieh (2006) : « Hedge Fund: An Industry in its Adolescence », *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, n° 91, 4^e trimestre, pp. 1-33.
- Fung W., D.A. Hsieh, N. Naik et T. Ramadorai (2006) : « Hedge Funds: Performance, Risk and Capital Formation », *CEPR Discussion Paper*, n° 5565.
- Jacquillat B. (2007) : « *Hedge Funds et Private Equity* : leur apport à la gouvernance des entreprises cotées » in *Hedge Funds, Private Equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, Le Cercle des économistes, Éditions Descartes et Cie.

- Jensen M. (1986) : « The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers » *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, mai, pp. 323-329.
- Jensen M. (1989) : « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, septembre-octobre, pp. 61-74. Révisé en 1997.
- Jensen M. et W. Neckling (1976) : Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, n° 3, pp. 305-360.
- Kahan M. et E. Rock (2006) : « Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control », *New York University Law and Economics Research Paper*, n° 06-37.
- Lerner J. et A. Schoar (2004) : « The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity », *Journal of Financial Economics*, n° 72, avril, pp. 3-40.
- Shleifer A. et A. Vishny (1997) : « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 2 juin, pp. 737-783.
- Stulz R. (2007) : « Hedge Funds: Past, Present, and Future », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n° 2, pp. 175-194.
- Tirole J. (2001) : « Corporate Governance », *Econometrica*, vol. 69, n° 1.
- Tirole J. (2002) : *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press.
- Tirole J. (2006) : *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

Complément E

Innovations financières dans l'industrie du capital-risque^(*)

Antoine Renucci

DRM, Université de Paris-Dauphine

Ce complément traite des innovations financières dans l'industrie du capital-risque. Le capital-risque, comme les *leveraged buyouts* (LBOs), est un segment de l'industrie du *private equity*. Cependant, à la différence des LBOs qui ont pour cibles des entreprises mûres dégagant des *cash-flows* potentiellement stables et conséquents, autorisant un fort endettement (effet de levier), les entreprises financées par capital-risque sont en phase de création ou de post-crédation, présentent souvent un caractère technologiquement innovant, un positionnement en début de cycle de vie d'un produit et une croissance rapide de leur marché. Ces caractéristiques induisent un certain nombre de risques et expliquent pourquoi des pratiques financières particulières sont nécessaires. Plus précisément, au moins quatre caractéristiques des entreprises financées par capital-risque sont importantes à cet égard.

D'une part, ces firmes sont caractérisées par l'absence de revenus durant les premiers mois, voire les premières années d'activité : la mise au point d'une molécule, comme celle du prototype d'un nouveau produit, induisent des coûts élevés sans toutefois générer de ventes ; l'obtention d'une autorisation de mise en vente d'un médicament auprès des autorités de régulation sanitaire est un processus long qui ne génère pas immédiatement de flux financiers, etc.

D'autre part, ces firmes innovantes possèdent peu d'actifs matériels, au moins lors de leur création. L'essentiel de la valeur de la firme tient à l'actif immatériel que constitue l'idée de l'entrepreneur, ainsi qu'à son capital humain.

Ensuite, il arrive que le fondateur de l'entreprise possède une compétence scientifique mais soit dépourvu de compétence managériale. Aussi, le pourvoyeur de fonds⁽¹⁾ doit-il conseiller l'entrepreneur (pour ce qui est de l'élaboration de la stratégie de l'entreprise, du recrutement du personnel-clef, etc.) ou mettre à sa disposition son réseau de connaissances (avocats, fiscalistes, comptables, pourvoyeurs de capitaux complémentaires, etc.). Cette fonction de support est largement documentée pour ce qui est des firmes de capital-risque aux États-Unis, les premiers travaux en la matière étant dus à Sahlman (1990)⁽²⁾.

Enfin, il existe des problèmes informationnels sévères entre l'entrepreneur et les apporteurs de capitaux, ainsi que des divergences d'intérêts. On peut distinguer deux catégories de difficultés. Tout d'abord, une des parties peut posséder des informations auxquelles l'autre n'a pas directement accès avant que la décision de financement ne soit prise (problème « d'anti-sélection »). Quelques exemples permettront de mieux cerner ce type de problèmes :

- Que sait l'investisseur des capacités de l'entrepreneur à gérer la firme créée, notamment lorsque ce dernier a une compétence technique indiscutable mais une compétence managériale plus délicate à évaluer ?
- Quelle crédibilité apporter aux prévisions de flux financiers présentées par l'entrepreneur à la recherche d'un financement, sachant que ces prévisions concernent un produit innovant qui s'adresse à un marché nouveau dont les contours sont difficiles à cerner et que l'entrepreneur à la recherche de fonds est amené à embellir les perspectives de son projet afin d'obtenir la part du lion dans sa négociation avec les sociétés de capital-risque⁽³⁾ ?

De plus, le pourvoyeur de fonds ne peut observer le comportement de l'entrepreneur une fois le financement obtenu (problème d'« aléa moral ») et réciproquement. Se posent alors les questions suivantes :

- Le pourvoyeur de capitaux peut-il faire confiance à l'entrepreneur pour maximiser les flux financiers plutôt que poursuivre des stratégies personnelles⁽⁴⁾ ?

(1) En réalité, les entreprises innovantes sont la plupart du temps financées par un groupe (ou syndicat) d'investisseurs.

(2) Voir également Gorman et Sahlman (1989). Pour des travaux plus récents, consulter Hellmann et Puri (2002).

(3) La société de capital-risque n'est évidemment pas dupe de ce stratagème. Cependant, si elle anticipe que l'entrepreneur surestime de 10 % les flux financiers espérés, il est dans l'intérêt de l'entrepreneur de surestimer effectivement de 10 % les flux financiers plutôt que de donner son estimation réelle.

Cependant, l'asymétrie d'information ne joue pas qu'en défaveur du pourvoyeur de capitaux : l'entrepreneur peut-il faire confiance à ce dernier pour évaluer les perspectives du projet, alors que la société de capital-risque possède une expérience du secteur d'activité et que le résultat de la négociation relative au partage des profits dépend de la valeur attribuée au projet ?

(4) Un ingénieur plus intéressé par les aspects techniques de son projet que par son aspect commercial pourrait être tenté de passer plus de temps que ce que l'efficacité économique dicterait à faire de la recherche au détriment du temps consacré à convaincre des distributeurs potentiels de la qualité de son produit.

- Le pourvoyeur de fonds peut-il faire confiance à l'entrepreneur lorsque ce dernier lui annonce que les flux financiers dégagés par le projet sont faibles et qu'il est dans l'impossibilité de lui verser les montants convenus ?

- L'entrepreneur va-t-il utiliser les sommes mises à sa disposition pour effectuer ce à quoi il s'était engagé ou va-t-il se lancer dans un autre projet, par exemple plus risqué ?

- Va-t-il effectivement continuer à travailler pour l'entreprise financée, ou une fois certaines étapes de l'élaboration du nouveau produit achevées, va-t-il préférer créer une autre structure ?

- Le problème peut également se poser au détriment de l'entrepreneur : le pourvoyeur de fonds sera-t-il incité à remplir son rôle, coûteux, de conseil et de support... d'autant plus qu'il finance parallèlement plusieurs autres entreprises ?

- La société de capital-risque ne va-t-elle donc pas être tentée de privilégier certaines firmes financées plutôt que d'autres, ou se servir de son pouvoir pour imposer des conditions de refinancement trop onéreuses ?

Les problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral, séparément ou combinés, peuvent empêcher l'entreprise d'accéder au niveau de financement souhaitable.

Le financement par dette bancaire est une solution naturelle à certains problèmes d'aléa moral pour les entreprises déjà établies. En effet, le non paiement des sommes dues au détenteur de la dette peut entraîner la liquidation de l'entreprise, ce qui a des vertus disciplinaires indiscutables en termes d'efforts à effectuer pour dégager des *cash-flows* suffisants. Cela incite également à ne pas maquiller à la baisse les résultats. Cependant, les caractéristiques discutées plus haut impliquent qu'un recours au financement par dette est délicat, voire exclu. En effet, quelle banque accepterait de prêter sans obtenir de paiement d'intérêts ou de remboursement du principal de l'emprunt pendant les premières années alors qu'il n'existe pas de garantie sous forme de collatéral ? Qui plus est, au vu des problèmes informationnels mentionnés plus haut, une banque qui détiendrait de la dette serait-elle incitée à aider l'entrepreneur ? La structure même du titre de dette, c'est-à-dire, une participation limitée au résultat en cas de réussite du projet n'est vraisemblablement pas adéquate pour inciter l'investisseur à jouer un rôle de support.

Les caractéristiques discutées plus haut impliquent également qu'un recours au financement par actions ordinaires est inefficace. Quel serait, par exemple, le pouvoir d'un actionnaire de réclamer sa part des revenus de l'entreprise lorsque ces derniers peuvent être dissimulés par l'entrepreneur⁽⁵⁾ ? De plus, les revenus découlant de la détention d'actions ordinaires

(5) Flück (1998) démontre cependant que des actions ordinaires peuvent permettre d'éviter ce problème lorsque l'on considère une infinité de périodes. Développer ce point technique dépasse l'objectif de ce complément.

étant proportionnels aux résultats, l'entrepreneur reçoit une rémunération, même cas en de succès modéré du projet, ce qui ne constitue vraisemblablement pas un mécanisme suffisamment incitatif.

Dette classique et les actions ordinaires ne sont donc pas suffisantes pour permettre le financement des entreprises innovantes. L'industrie a donc utilisé de nouveaux outils. Trois innovations sont à souligner, que ce complément va traiter successivement : la séparation entre droits aux flux financiers et droits de contrôle, la contingence des droits et obligations des parties à des mesures de performance, et finalement, l'utilisation massive de titres hybrides.

1. La séparation entre droits aux flux financiers et droits de contrôle

Les firmes américaines cotées ont une structure financière qui respecte traditionnellement le principe du « *one share-one vote* »⁽⁶⁾. La rémunération de l'actionnaire est donc alignée sur le contrôle qu'il peut exercer dans l'entreprise.

Les contrats signés entre sociétés de capital-risque et entrepreneurs font en revanche apparaître, y compris aux États-Unis, une séparation entre droits aux flux financiers, droits de vote, représentation au Conseil d'administration et droits en cas de liquidation de l'entreprise. Aussi une société de capital-risque peut-elle avoir droit à 25 % des flux financiers mais contrôler trois sièges sur cinq au Conseil d'administration. Kaplan et Strömberg (2003) constatent dans une étude menée sur un échantillon de firmes américaines financées par des sociétés de capital-risque que le ratio droits de vote/droits aux flux financiers est de 1,15 pour les sociétés de capital-risque, de 1,02 pour les entrepreneurs et de 0,68 pour les *managers*.

La séparation entre droits aux revenus financiers et droits de contrôle doit permettre de combiner des mécanismes d'incitation de natures différentes. Détenir la majorité au Conseil d'administration permet de se séparer du fondateur de l'entreprise en cas de difficultés (solution au premier problème ; garantir à ce dernier une majorité des actions ordinaires permet de le faire participer aux profits : solution au troisième problème). Kaplan et Strömberg (2003) observent que ces mécanismes sont en général utilisés simultanément. Ils sont donc plus complémentaires que substituables.

(6) À titre de comparaison, 60 % des entreprises appartenant à l'indice français SBF 120 utilisent des actions à droits de vote doubles.

2. Des droits contingents à des mesures de performance

Le deuxième aspect saillant du financement des entreprises par capital-risque est que plusieurs droits et obligations de chacune des parties concernées dépendent contractuellement des performances réalisées, que celles-ci soient de nature financière ou non financière. Des mesures de performance largement utilisées sont données en exemple dans le tableau ci-dessous.

Mesures de performance utilisées

Type de mesure	Détail
Performance financière	Chiffre d'affaires, profit opérationnel, EBIT, résultat net, flux financiers, paiement du dividende, échec de l'entreprise à rembourser le pourvoyeur de fonds s'il existe des <i>redemption rights</i> ^(*) .
Performance non financière	Brevets déposés, prototype du produit achevé, partenaires industriels ayant signé un contrat, tests cliniques réussis, autorisation de commercialisation d'un médicament obtenue auprès des autorités sanitaires, nombre suffisant de clients, nombre suffisant de clients satisfaits par le produit, responsable marketing (ou financier, etc.) embauché, nouveau PDG recruté dans un délai de x mois, nouveaux locaux emménagés.

Note : (*) Les *redemption rights* permettent au détenteur du titre assorti d'une telle clause de mettre fin à son investissement (remboursement, par l'entreprise, du montant investi ou possibilité de recevoir la *fair value* des titres), à partir d'une certaine date.

Source : Auteur.

L'objectif poursuivi en conditionnant les droits aux flux financiers et les droits de contrôle à la réalisation d'une performance est d'inciter à réaliser cette performance.

Ainsi, la société de capital-risque obtiendra-t-elle un contrôle total, notamment la possibilité de remplacer l'entrepreneur⁽⁷⁾, en cas de mauvaises performances de l'entreprise résultant de l'inadéquation de celui-ci à sa fonction (solution au premier problème).

Inversement, l'entrepreneur gagne des droits de contrôle en cas de bonnes performances (voir troisième problème), comme par exemple la possibilité de nommer un nombre d'administrateurs supérieur au nombre d'ad-

(7) La probabilité que le fondateur de l'entreprise n'en soit plus le Président Directeur Général est de 10 % au terme des 20 premiers mois de vie de l'entreprise, de 40 % au terme des 40 premiers mois de vie de l'entreprise et de 80 % au terme des 80 premiers de mois de vie de l'entreprise, selon les chiffres cités par Gompers et Lerner (2002).

ministrateurs que peut nommer la société de capital-risque lorsque le conseil d'administration de l'entreprise s'agrandit⁽⁸⁾. Kaplan et Strömberg (2003) observent ainsi que dans une proportion importante de cas, le contrat entre les entrepreneurs financés et la société de capital-risque prévoit que le contrôle change en fonction des performances.

La société de capital-risque conditionne également ses apports financiers futurs à la réalisation de performances financières ou non financières, avec le triple objectif d'inciter l'entrepreneur à réaliser la performance en question, de ne pas laisser à disposition de l'entrepreneur plus que ce qui est nécessaire (à un stade donné du développement de l'entreprise) et d'éviter d'infuser inutilement des fonds supplémentaires dans un projet qui ne le mériterait pas.

L'efficacité des clauses contractuelles portant sur des performances non financières est cependant à nuancer. L'inscription au contrat d'objectifs non financiers semble en effet liée à l'étendue du contrôle de la société de capital-risque, ce qui tend à montrer que le respect de ces performances est délicat à faire reconnaître juridiquement en cas de conflit et que les sociétés de capital-risque ont une plus grande confiance en ces mécanismes lorsqu'elles ont le pouvoir de conduire cette évaluation.

Les mécanismes d'incitation mis en place cherchent également à garantir l'implication sur le long terme du créateur. Ses droits en termes de flux financiers ou de contrôle sont ainsi contingents à sa présence au sein de la firme (mécanisme du *time vesting*, solution au quatrième problème). En cas de départ (forcé ou non) les « *unvested claims* » qu'il aurait dû toucher dans le futur sont alors revendues à l'entreprise (donc à l'ensemble des actionnaires) à un prix très faible.

Ce qui est valable pour les droits est aussi valable pour les obligations : par exemple, l'obtention d'un certain niveau de performance par l'entreprise garantit contractuellement au créateur de celle-ci certains apports de fonds complémentaires par la société de capital-risque (solution aux huitième et neuvième problèmes).

3. L'utilisation massive de titres hybrides

La troisième caractéristique saillante du financement par capital-risque est l'utilisation massive de titres hybrides. Plus que l'invention proprement dite d'instruments financiers, c'est l'utilisation généralisée de certains d'entre eux, ainsi que la combinaison de plusieurs instruments qui caractérise cette industrie.

Il peut être utile de rappeler les caractéristiques des deux instruments les plus largement reçus par les sociétés de capital-risque en échange de

(8) Parallèlement, la société de capital-risque conserve ses droits aux flux financiers.

leur participation, les *convertible preferred stocks* et les *participating convertible preferred stocks* ; l'entrepreneur recevant de son côté des actions ordinaires.

Les revenus auxquels les *convertible preferred stocks* donnent droit en fonction de la valeur de l'entreprise sont schématisés dans la figure suivante et décrits ici. Les *convertible preferred stocks* sont en premier lieu des actions préférentielles : elles donnent droit à un dividende prioritairement aux autres actionnaires (notamment l'entrepreneur) en cas de vente de l'entreprise (ou de fusion). Le montant de ce dividende est en général égal au prix payé par l'acheteur du titre, de telle sorte que ce dernier « récupère » son investissement⁽⁹⁾. De plus, ces actions préférentielles peuvent être converties en actions ordinaires sur décision du détenteur du titre (avec une parité de conversion non nécessairement égale à 1⁽¹⁰⁾). Celui-ci aura intérêt à convertir dès lors que la valeur de l'entreprise dépasse la valeur implicitement attribuée lors du tour de financement : il y aura eu création de valeur dans l'intervalle et le montant obtenu grâce à la conversion en actions ordinaires dépasse le montant que pourrait toucher l'investisseur en l'absence de conversion. Les marchés financiers attendant des entreprises cotées des structures financières simples (i.e., actions ordinaires et dette), au moins aux États-Unis, les *convertible preferred stocks* sont généralement assorties d'une clause qui prévoit une conversion automatique en actions ordinaires dès lors que l'entreprise est introduite en bourse à un prix et pour un volume total de titres émis satisfaisants (et à propos desquels les différentes parties se sont entendues au préalable⁽¹¹⁾). Le volume doit être suffisant pour assurer une liquidité minimum au titre et le prix doit être suffisamment élevé pour ne pas porter préjudice à la société de capital-risque (en général, cette dernière exige de multiplier son investissement initial par x sur une période de détention de y années).

Dans leur étude, Kaplan et Strömberg (2003) observent que les *convertible preferred stocks* sont utilisés dans plus de 79 % des tours de financement de leur échantillon. À titre de comparaison, les actions ordinaires sont utilisées dans moins de 1 % des cas.

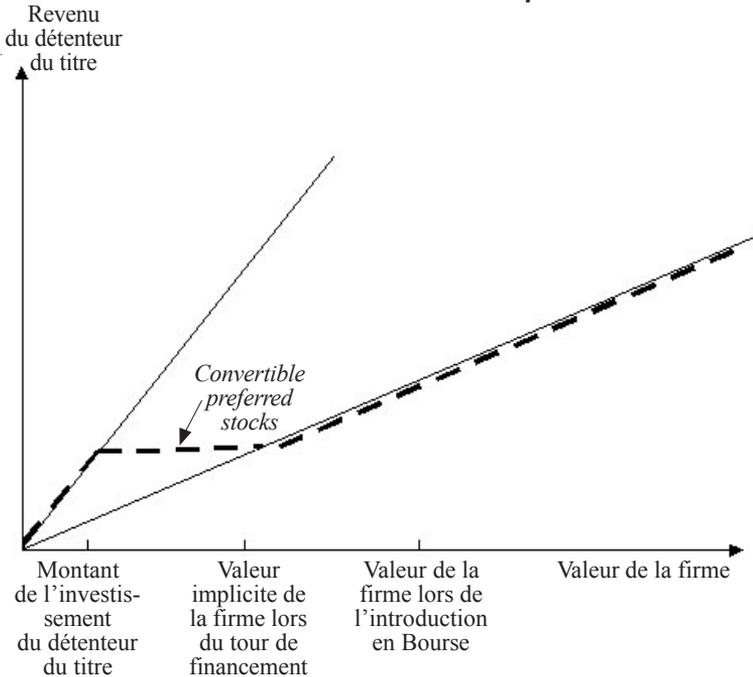
Une raison majeure de l'utilisation des *convertible preferred stocks* est la protection des intérêts des diverses parties face aux problèmes informationnels décrits plus haut. Les intérêts de la société de capital-risque sont protégés

(9) Cela n'est en fait pas le cas dans la mesure où la somme investie initialement aurait pu être fructifiée dans l'intervalle.

(10) Des clauses « antidilution » sont en général associées au titre. Elles ajustent le ratio de conversion au prix payé par les nouveaux actionnaires, de façon à ce que les actionnaires existants ne soient pas pénalisés. Ce mécanisme permet à l'entreprise de lever de nouveaux fonds en cas de besoin.

(11) Pour une description précise du fonctionnement des *automatic conversion rights* ainsi que d'autres clauses fréquemment utilisées, le lecteur pourra se référer utilement aux travaux de Sahlman (1990), Gompers (1998), ou à l'ouvrage de Levin (2002).

Le revenu du détenteur de *convertible preferred stocks*



Hypothèse : La conversion de tous les titres donne droit à 50 % des actions ordinaires.

Source : Auteur.

dans la mesure où cette dernière est prioritaire dans la distribution des flux financiers : l'entrepreneur ne reçoit rien tant que les flux dégagés par l'entreprise font que la valeur de celle-ci n'atteint pas un niveau minimum comme l'on peut le voir sur la figure. L'entrepreneur est donc incité, d'une part, à maximiser les flux financiers (solution au troisième problème) et, d'autre part, à ne pas prétendre que ces derniers sont faibles (solution au quatrième problème). Les *convertible preferred stocks* prévoient une participation de la société de capital-risque à la création de valeur réalisée par l'entreprise, ce qui incite l'investisseur à effectuer un effort de conseil (solution au septième problème), voir Casamatta, 2003, Inderst et Müller, 2003, Renucci, 2000, Repullo et Suarez, 2004 et Schmidt, 2003). La participation de la société de capital-risque aux profits de l'entreprise financée incite également la première à ne pas investir simultanément dans plusieurs firmes qui se cannibaliseront les unes les autres (Cestone et White, 2003), ce qui protège les intérêts de l'entrepreneur (solution au septième problème). On l'a vu plus haut, il est rentable pour leur détenteur de convertir les *convertible preferred stocks* lorsque le prix des actions ordinaires dépasse un cer-

(12) Les *participating convertible preferred stocks* et *convertible preferred stocks* donnant droit à des revenus différents ne peuvent évidemment pas être émis par l'entreprise à un prix identique.

tain niveau. La part des profits revenant à l'entrepreneur est alors « diluée ». Il n'est donc pas dans l'intérêt de ce dernier de prendre des risques excessifs dans la conduite des affaires de l'entreprise (Green, 1984). Ces risques augmentent certes la possibilité de dégager des profits importants, mais il faut alors partager ces derniers (solution au cinquième problème). Il n'est pas non plus dans l'intérêt de l'entrepreneur de prétendre que tout va bien pour s'assurer auprès de la société de capital-risque d'un financement supplémentaire (solution au deuxième problème) : la société de capital-risque convertirait la dette en actions et l'entrepreneur serait pénalisé (Cornelli et Yosha, 2003). Les *convertible preferred stocks* permettent donc de résoudre certains problèmes d'aléa moral et d'anti-sélection.

Conclusion

Les *participating convertible preferred stocks* sont des *convertible preferred stocks* qui possèdent comme caractéristique supplémentaire de prévoir l'attribution, au détenteur du titre, d'actions ordinaires en plus du dividende préférentiel (égal au montant de son investissement initial), dans certaines circonstances (par exemple, en cas de vente de l'entreprise à un partenaire industriel⁽¹²⁾). Kaplan et Strömberg (2003) observent dans leur étude que les *convertible preferred stocks* ont la caractéristique d'être « *participating* » dans 38 % des tours de financement. Les deux types de titres possèdent des vertus incitatives assez comparables.

Les innovations financières du financement par capital-risque sont donc au moins au nombre de trois : la séparation entre droits aux flux financiers et droits de contrôle, la contingence des droits et obligations des parties à des mesures de performance, ainsi que l'utilisation massive de titres hybrides assortis de clauses contractuelles précises. Il peut être utile de rapprocher ce constat de la comparaison effectuée dans son rapport d'activité par l'Association française des investisseurs en capital (AFIC) en 2006 : si la France est le deuxième pays européen après le Royaume-Uni en termes de montants investis, le volume total des investissements ramené au PIB est quatre fois moins important en France qu'aux États-Unis. Le développement limité, en France, de ce secteur économique serait-il dû à la non-utilisation systématique des mécanismes décrits plus haut ? Un autre frein potentiel est quoi qu'il en soit identifié par Josh Lerner, Professeur à la *Harvard Business School*. Selon lui, un des défis les plus importants auquel devront faire face en Europe les sociétés de capital-risque dans les années à venir est « la nécessité pour elles de créer de la valeur dans les firmes détenues en portefeuille au-delà de la compétence en ingénierie financière qu'elles peuvent apporter⁽¹³⁾ ». Il ajoute : « Développer de telles compétences (c'est-à-dire, assister l'entrepreneur dans l'élaboration de la stratégie, recruter du personnel-clef, etc.) ne sera pas aisé pour plusieurs de ces groupes dont les associés ont une formation financière ».

(13) « A Note on European Private Equity » in *The Venture Capital, Private Equity, A Case Book*, p. 229 et s., voir la bibliographie.

Références bibliographiques

- Casamatta C. (2003) : « Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture-Capitalists », *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 5, pp. 2059-2085.
- Cornelli. F. et O. Yosha (2003) : « Stage Financing and the Role of Convertible Securities », *Review of Economic Studies*, vol. 70, n° 1, pp. 1-32.
- Gompers P.A. (1998) : « A Clinical Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments », *Harvard Business School Working Paper*.
- Gompers, P.A. et J. Lerner (2002) : *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, Cambridge MA.
- Flück S. (1998) : « Optimal Financial Contracting: Debt versus Outside Equity », *Review of Financial Studies*, vol. 11, n° 2, pp. 383-418.
- Gorman, M. et W.A. Sahlman (1989) : « What do Venture Capitalists Do ? », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n° 4, pp. 231-254.
- Green R. (1984) : « Investment Incentives, Debt and Warrants », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 1, pp. 115-136.
- Hellmann T. et M. Puri (2002) : « Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, pp. 169-197.
- Inderst R. et H.G. Müller (2004) : « The Effect of Capital Market Characteristics on the Value of Start-up Firms », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 2, pp. 319-356.
- Kaplan S.N. et P. Strömberg (2003) : « Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, vol. 70, n° 2, pp. 281-315.
- Lerner J. et F. Hardymon (2002) : *The Venture Capital, Private Equity. A Case Book*, The MIT Press, Cambridge MA.
- Levin J. (2002) : *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, Aspen Law and Business Series, Aspen Publishers.
- Renucci A. (2000) : *Optimal Relationships with Value-Enhancing Investors*, Chapitre 3, Thèse de Doctorat, Université de Toulouse.
- Repullo R. et J. Suarez (2004) : « Venture Capital Finance: A Security Design Approach », *Review of Finance*, vol. 8, n° 8, pp. 75-108.
- Sahlman W.A. (1990) : « The Structure and Governance of Venture Capital Organizations », *Journal of Financial Economics*, vol.27, n° 27, pp. 473-521.
- Schmidt K.M. (2003) : « Convertible Securities and Venture Capital Finance », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1139-1166.

Complément F

***Private equity* : un succès transitoire dû à l'environnement ou un succès durable ?**

Patrick Artus

Natixis

Le succès du *private equity* peut être attribué à deux types de causes :

- un environnement économique monétaire et financier très favorable : croissance mondiale forte, hausse des prix des actifs, liquidité et crédit abondants, taux d'intérêt bas ;
- une capacité des fonds de *private equity* à obtenir une gestion des entreprises meilleure que celle que peuvent obtenir les actionnaires des sociétés cotées. Le « non coté » aurait donc des vertus intrinsèques en ce qui concerne la qualité de management des entreprises, ce qui serait la cause essentielle des rendements élevés du *private equity*.

Nous regardons les arguments qui vont dans le sens de l'une ou l'autre hypothèse en utilisant deux approches : une explication économétrique du rendement du *private equity* et une décomposition de l'excès de rendement du *private equity* (tenant compte des primes de risque, décorrélation et d'illiquidité).

Nous estimons le « vrai » excès de rendement du *private equity* (le « vrai alpha ») à :

- 2 à 3 % par an aux États-Unis ;
- 5 à 7 % par an en Europe.

Il y a donc, au-delà de la corrélation aux actions et du levier, une véritable sur-performance du *private equity*.

1. Les facteurs macroéconomiques derrière la réussite du *private equity*

Il est clair que tant l'importance des fonds levés en *private equity* que le rendement du *private equity* sont corrélés à la performance des marchés d'actions.

Les graphiques 1a et b montrent cela pour la collecte des fonds de *private equity* ; les graphiques 2a et b pour le rendement du *private equity*. Par ailleurs, l'abondance de liquidité mondiale due, on le sait, à l'accumulation rapide de réserves de change par les banques centrales (essentiellement émergents d'Asie et exportateurs de matières premières) a permis le développement rapide dans la période récente du crédit aux entreprises (graphique 3a), facilitant en particulier la hausse du levier d'endettement dans les opérations de LBO (graphique 3b).

Une critique « facile » des fonds de *private equity* utilise les arguments suivants :

- les fonds, de plus en plus (tableau 1) retirent des entreprises des marchés boursiers. Au début de 2007, 80 % du montant des opérations de M&A émanant du *private equity* ont eu pour cible des entreprises cotées ;
- profitant de l'abondance de la liquidité, du bas niveau des taux d'intérêt, de la facilité d'obtention du crédit, ils accroissent le levier d'endettement des entreprises (dans l'entreprise ou indirectement dans les fonds) ;
- puisqu'il y a hausse générale des actions, ceci génère un rendement très élevé (celui des actions cotées avec de plus un effet de levier).

1. Répartition des opérations de *private equity* selon la nature de la société cible

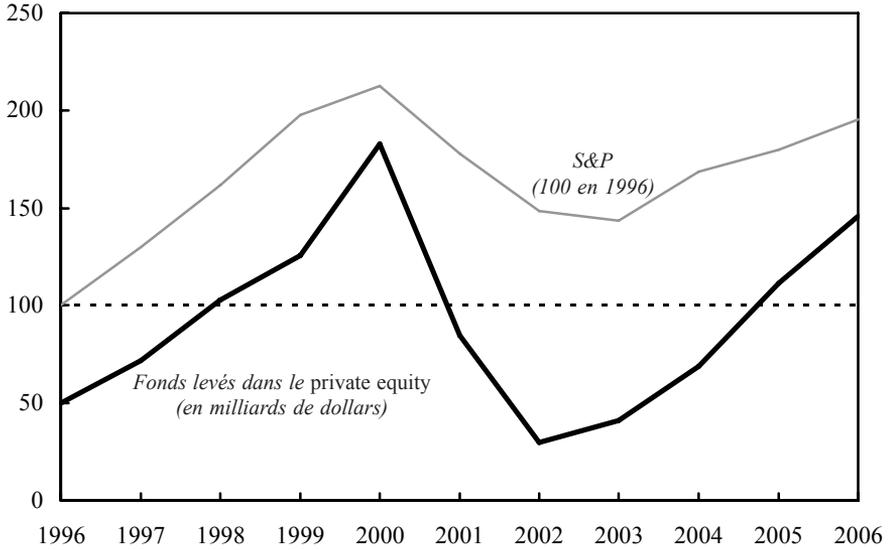
	En %	
	Société cible cotée	Société cible non cotée
Répartition selon le montant de transaction (annoncé)		
• 2005	48,0	52,0
• 2006	75,2	24,8
• 2007	80,4	19,6
Répartition selon le nombre d'opérations		
• 2005	32,2	67,8
• 2006	60,1	39,9
• 2007	63,5	36,5

Note : Seules les opérations achevées et pour lesquelles le montant des opérations (en dollars) est renseigné sont comptabilisés.

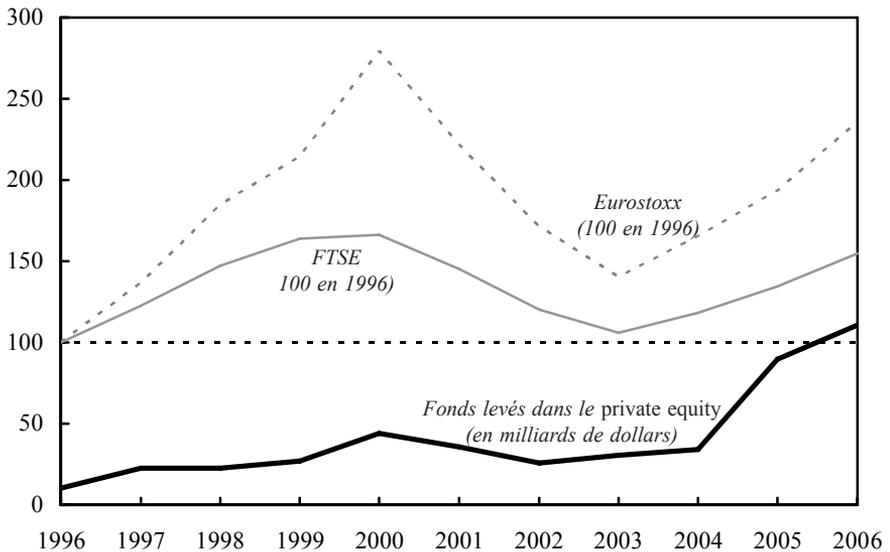
Source : Bloomberg.

1. Indice boursier et fonds levés en *private equity*

a. États-Unis



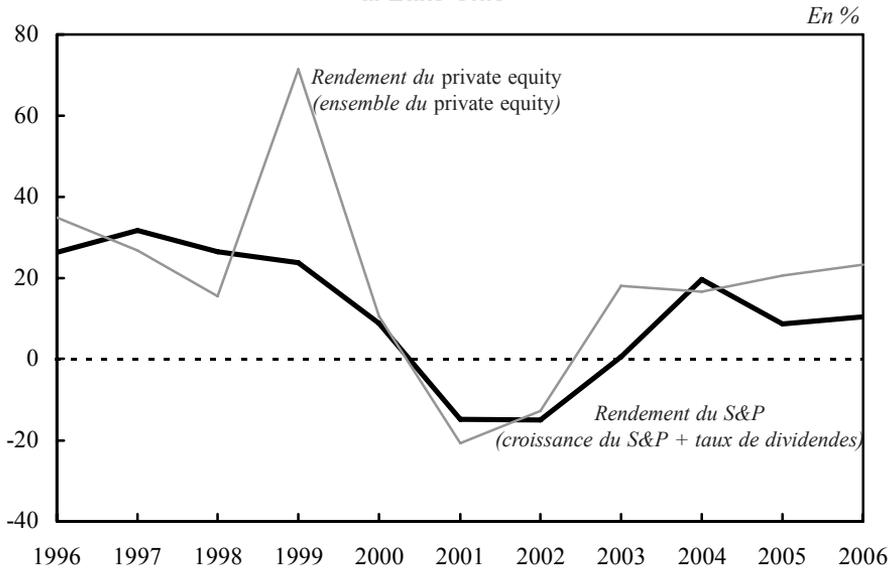
b. Europe



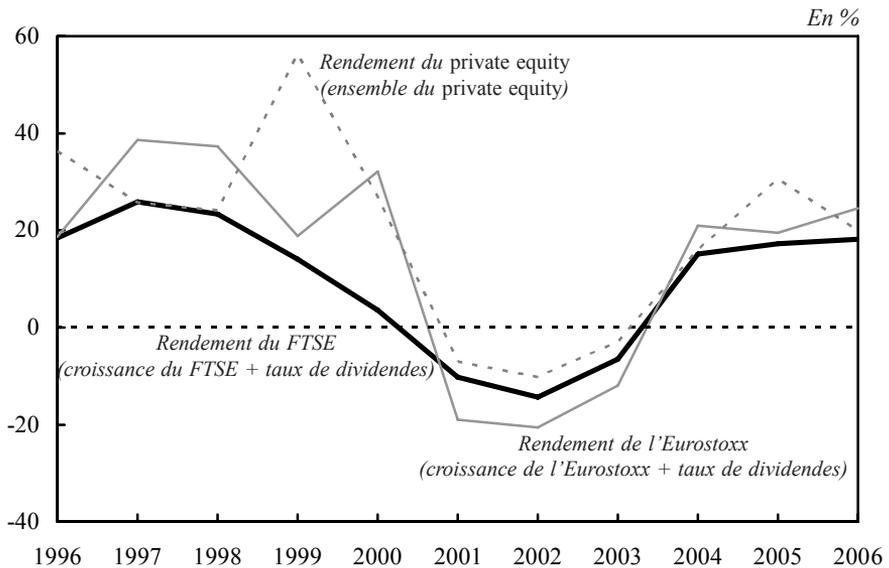
Sources : NVCA, EVCA et Datastream.

2. Rendement boursier et du *private equity*

a. États-Unis



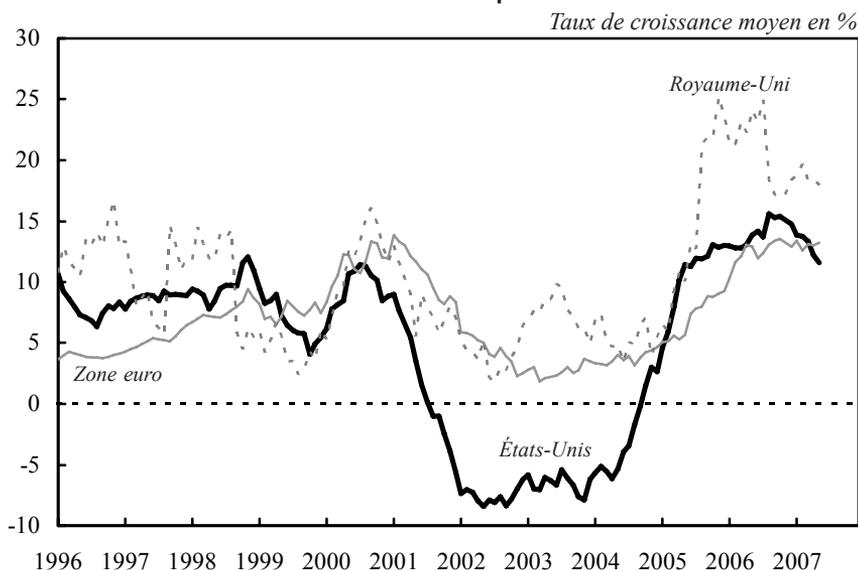
b. Europe



Source : Datastream.

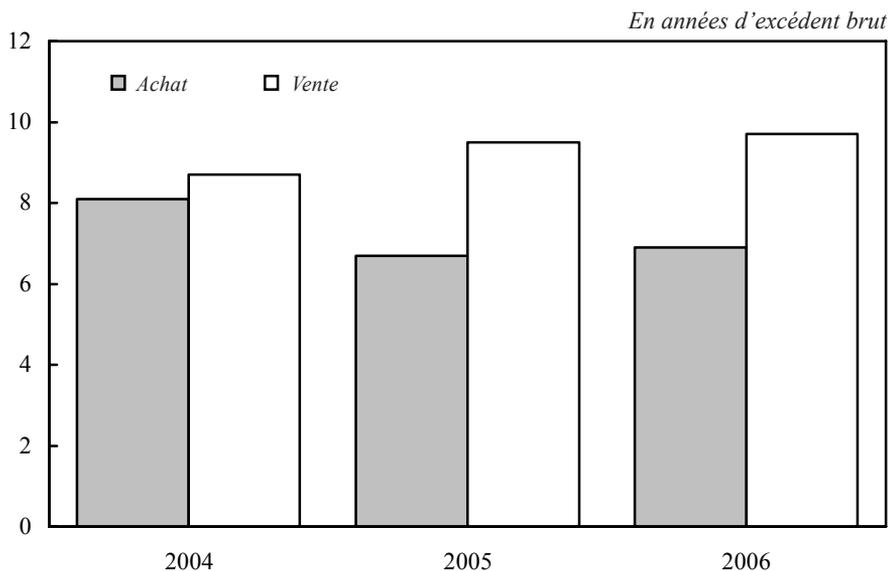
3. Crédits aux entreprises et effet de levier des LBO

a. Crédits aux entreprises



Sources : Fed, BCE et BOE.

b. Effet de levier dans les LBO en Europe



Lecture : Niveau de la dette en multiple de l'excédent brut d'exploitation.

Sources : Fitch et NATIXIS.

2. Performance du *private equity* : la thèse microéconomique

Cette thèse pessimiste quant à l'origine de la performance des fonds de *private equity* est bien sûr rejetée par tous les professionnels du *private equity*. Ils mettent en avant l'amélioration du management quant les entreprises sont achetées par des fonds, la disponibilité de financements pour investir.

Comment tester entre la thèse du \hat{a} + levier (le rendement du *private equity* vient de la hausse des actions et du levier d'endettement) et la thèse de l' \hat{a} (une partie importante du rendement du *private equity* vient de l'amélioration de la gestion des entreprises mises en portefeuille par les fonds) ?

Nous utilisons d'abord une approche économétrique, pour voir si des variables macroéconomiques peuvent expliquer le rendement du *private equity*. Puis nous examinerons l'excès de rendement du *private equity* par rapport aux actions cotées pour voir si, une fois couvertes les primes nécessaires, il subsiste un excès de rendement attribuable à l'amélioration de la gestion des entreprises.

2.1. Approche économétrique

Nous essayons d'expliquer le rendement du *private equity* par :

- le rendement des actions cotées ;
- le niveau des taux d'intérêt ;
- la croissance de la liquidité mondiale ;
- la croissance du crédit aux entreprises.

Seul le rendement des actions cotées (S&P ou Eurostoxx + FTSE) joue un rôle :

- États-Unis (1995 à 2006)

$$\text{Rendement du } \textit{private equity} = 6,03 + 1,19 \times \text{Rendement actions cotées}$$

(2,0) (3,6)

$$R^2 = 0,56$$

$$DW = 2,59$$

- Europe (1996 à 2006)

$$\text{Rendement du } \textit{private equity} = 11,21 + 0,84 \times \text{Rendement actions cotées}$$

(2,1) (3,6)

$$R^2 = 0,46$$

$$DW = 1,78$$

Le \hat{a} serait légèrement supérieur à 1 (1,19) aux États-Unis, légèrement inférieur à 1 (0,84) en Europe. Mais il y aurait de l' \hat{a} : 6 % par an aux États-Unis ; 11,2 % par an en Europe.

Prime de corrélation

On considère un portefeuille qui contient :

- un actif sans risque de rendement r (actifs monétaires) ;
- un actif risqué de rendement $R \approx N(\bar{R}, \sigma^2)$. Il s'agit pour nous ici des actions cotées, donc l'offre S est importante ;
- un actif risqué de rendement $\rho \approx N(\bar{\rho}, Z^2)$. L'encours de cet actif (*private equity* P) est assez faible, et son rendement ρ a une corrélation θ avec celui des actions cotées.

Les investisseurs maximisent l'espérance de l'utilité de leur richesse future réécrite sous forme espérance-variance :

$$\begin{aligned} \text{Max } & (1 - \alpha - \beta)(1 + r) + \alpha(1 + \bar{R}) + \beta(1 + \bar{\rho}) - \frac{\varphi}{2} \text{Var}[\alpha(1 + R) + \beta(1 + \rho)] \\ & = (1 - \alpha - \beta)(1 + r) + \alpha(1 + \bar{R}) + \beta(1 + \bar{\rho}) - \frac{\varphi}{2} (\alpha^2 \sigma^2 + \beta^2 Z^2 + 2\alpha\beta\theta\sigma Z) \end{aligned}$$

α est la part du coté, β celle du *private equity* et φ paramétrise l'aversion pour le risque.

Les conditions d'optimalité s'écrivent :

$$\begin{cases} \bar{R} - r - \varphi\alpha\sigma^2 - \varphi\beta\theta\sigma Z = 0 \\ \bar{\rho} - r - \varphi\beta Z^2 - \varphi\alpha\theta\sigma Z = 0 \end{cases}$$

À l'équilibre, la demande d'actifs risqués est égale à l'offre :

$$\begin{cases} \alpha = S \text{ (actions cotées)} \\ \beta = P \text{ (private equity)} \end{cases}$$

d'où, pour les excès de rendement anticipés :

$$\begin{cases} \bar{R} - r = \varphi S \sigma^2 + \varphi P \theta \sigma Z \\ \bar{\rho} - r = \varphi P Z^2 + \varphi S \theta \sigma Z \end{cases}$$

Tant que $P \ll S$ (encours du *private equity* faible par rapport à celui des actions), la prime de corrélation concerne surtout le *private equity*.

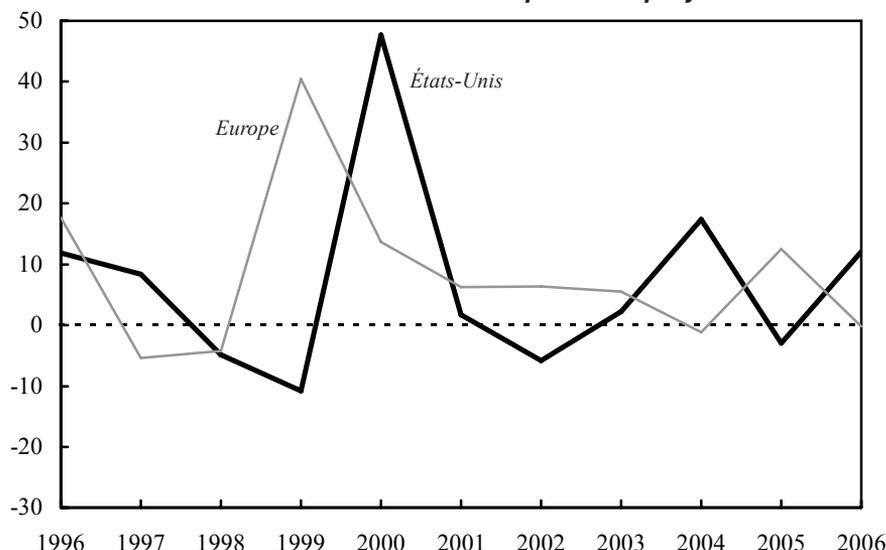
On a :

- prime de risque *private equity* $= \varphi P Z^2 = \varphi S \sigma^2 \times \frac{P Z^2}{S \sigma^2}$, $\varphi S \sigma^2$ étant la prime de risque actions ;
- prime de corrélation *private equity* $= \varphi S \theta \sigma Z = \varphi S \sigma^2 \times \frac{\theta Z}{\sigma}$.

2. 2. Analyse de l'excès de rendement

Le graphique 4 et le tableau 2 montrent l'excès de rendement par rapport aux actions cotées du *private equity* américain et européen. En moyenne, il est de 7 % aux États-Unis, de 8,3 % en Europe. Cet excès de rendement couvre les facteurs qui suivent.

4. Excès de rendement du *private equity*



Source : Datastream.

2. Excès de rendement moyen annuel du *private equity* (1996-2006)

États-Unis	6,99
Europe	8,29

Source : Calcul NATIXIS.

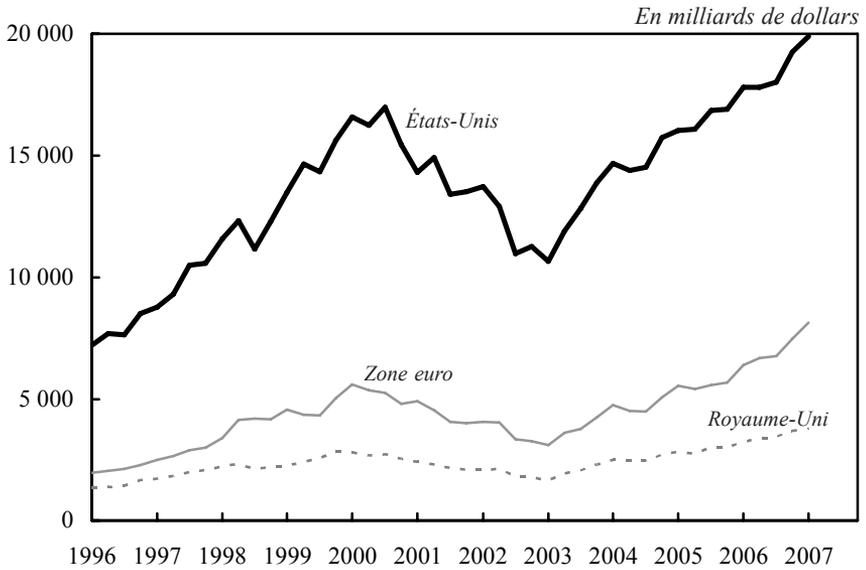
2.2.1. L'écart entre la prime de risque du *private equity* et la prime de risque actions

Selon l'encadré, la prime de risque du *private equity* est donnée par :

$$\text{Prime de risque actions} \times \frac{\text{Encours du } \textit{private equity}}{\text{Encours actions}} \times \frac{\text{Variance du } \textit{private equity}}{\text{Variance actions}}$$

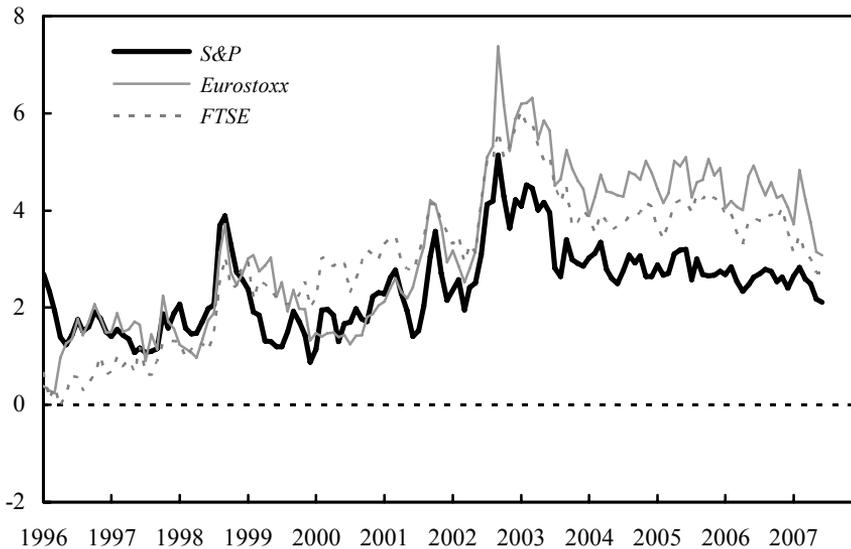
Partant des fonds collectés (cumulés) en *private equity*, des capitalisations boursières (graphique 5), des primes de risque action (graphique 6) et des variances des rendements (tableau 3), on trouve une prime de risque du *private equity* de - 0,7 % aux États-Unis et - 0,6 % en Europe, soit des primes beaucoup plus faibles que les primes de risque action en raison du faible encours relatif du *private equity*.

5. Capitalisation boursière



Source : Datastream.

6. Prime de risque sur les actions



Source : JCF.

3. Variances et écarts-types historiques des rendements du *private equity* et des actions sur la période 1996-2006

	Écart-type	Variance
<i>Private equity</i>		
• États-Unis	24,30	590,31
• Europe	19,92	396,75
Actions cotées		
• États-Unis	16,32	266,19
• Europe	16,37	268,00

Source : Calculs NATIXIS.

2.2.2. Une prime de corrélation entre le rendement du *private equity* et celui des actions cotées

On sait que les rendements du *private equity* sont lissés par la méthode d'évaluation des actifs en portefeuille, et que la corrélation réelle avec les rendements des actions cotées est plus élevée (de 50 % selon certaines études) que la corrélation brute observée (empirique).

L'encadré montre que la prime de corrélation du *private equity* est égale à :

$$\text{Prime de risque actions} \times \text{Corrélation des rendements actions et } \textit{private equity} \\ \times \frac{\text{Écart-type du rendement du } \textit{private equity}}{\text{Écart-type du rendement des actions}}$$

La corrélation des rendements des actions cotées et du *private equity* est de 0,75 (tableau 4). Ceci donne une prime de corrélation de 3,4 % aux États-Unis et de 3,6 % en Europe.

4. Corrélation empirique entre le rendement du *private equity* et le rendement des actions (1996-2006)

États-Unis	0,75
Europe	0,76

Source : Calculs NATIXIS.

2.2.3. Une prime d'absence de liquidité

Le fait que les investissements dans les fonds de *private equity* soient illiquides (la durée moyenne de détention d'une entreprise par un fonds est de 3,7 ans) implique qu'une prime d'illiquidité doit être versée aux investisseurs. Par une technique de simulation, en comparant un portefeuille d'actions qu'il est possible de réoptimiser continuellement et un portefeuille d'actions dont les poids sont rigides, nous avons estimé la prime d'illiquidité à 3,4 %.

Au total, l'excès de rendement du *private equity* devrait être au moins de :

- 4,5 % aux États-Unis (il est de 7 %) ;
- 3,6 % en Europe (il est de 8,3 %).

Le « vrai » excès de rendement du *private equity* est donc de l'ordre de 250 points de base (= 7 % – 4,5 %) par an aux États-Unis, de 450 points de base (= 8,3 % – 3,6 %) par an en Europe.

3. Synthèse : le rendement du *private equity* : basé sur le « \hat{a} + levier » ou sur l' \acute{a} ?

Le rendement élevé du *private equity* à la fin des années quatre-vingt-dix et depuis quelques années vient-il de l'effet de levier appliqué à des entreprises qui sont sorties de la Bourse et dont la valeur augmente, comme celle de toutes les entreprises à ces périodes (hypothèse du « \hat{a} + levier ») ? Où vient-elle de l'amélioration du management, des méthodes de gestion, de l'augmentation des fonds disponibles pour investir quand les entreprises sont mises en portefeuille par les fonds de *private equity* (hypothèse de l' \acute{a} ?

Nous n'avons regardé que les données globales de la profession et nous savons qu'il existe une énorme hétérogénéité entre les pratiques et les performances des fonds. Nos résultats ne concernent donc que l'ensemble de la profession.

Nous avons utilisé deux techniques pour examiner l'hypothèse de la présence d' \acute{a} (de l'effet de bonne gestion) : une technique économétrique, une technique de décomposition de l'excès de rendement compte tenu des différentes primes (risque, corrélation, illiquidité).

La technique économétrique fait apparaître un alpha de 6 % par an aux États-Unis, de 11,2 % par an en Europe. Mais il doit couvrir le risque d'illiquidité (3,5 % par an) : il resterait donc 2,5 % par an aux États-Unis, 7,7 % en Europe de « vrai alpha » du *private equity*.

La technique de décomposition de l'excès de rendement fait apparaître un « vrai » excès de rendement du *private equity* de 2,5 % par an aux États-Unis, de 4,5 % par an en Europe.

L'hypothèse de l'alpha (\acute{a}) semble donc vérifiée (sur données globales).

Complément G

Vous anticipez des performances spectaculaires dans le capital-investissement ? Regardez-y à deux fois !

Oliver F. Gottschalg

HEC

Ludovic Phalippou

Université d'Amsterdam

Depuis quelques années, le capital-investissement est considéré comme l'opportunité d'investissement la plus pertinente. Attirés par les performances adroitement présentées d'un petit nombre de gestionnaires de premier plan, les investisseurs sont de plus en plus nombreux à affecter une part croissante de leur capital à cette classe d'actifs. La croyance en une surperformance du capital-investissement est encore alimentée par les articles élogieux sur les rendements de cette classe d'actifs qui paraissent régulièrement dans la presse économique et financière⁽¹⁾. Enfin, les statistiques de mesure des performances publiées par *Thomson Venture Economics*, qui servent de standard dans la profession, suggèrent que, sur longue période, les performances du capital-investissement se comparent favorablement à

(1) On peut citer plusieurs exemples :

- « Mark O'Hare, *Managing partner* de la société de conseil *Private Equity Intelligence*, a déclaré : « le capital-investissement a procuré de bonnes performances nettes de frais... » (*Financial Times*, 10 avril 2006) ;

- « Il semble que, aux yeux des investisseurs, le capital-investissement soit une martingale. Le montant des levées de fonds n'a jamais été aussi élevé et, ces dernières années, les performances ont été supérieures à celles des marchés d'actions. (...) Antoine Drean, Directeur général de Triago, société de placement en capital-investissement ayant son siège à Paris, déclare : « pour ceux qui regardent dans le rétroviseur, les performances des *buyouts* sont magnifiques » (*Financial Times*, 3 avril 2006) ;

- « Bien qu'il enregistre de bonnes performances depuis des années, beaucoup de fonds de pension... se tiennent à l'écart du capital-investissement » (*Financial Times*, 25 juillet 2005).

celles des indices boursiers⁽²⁾. Les travaux universitaires sur ce sujet sont rares en raison du manque de données détaillées et suffisamment représentatives du secteur, mais la plupart des études réalisées montrent aussi que, historiquement, les performances du capital-investissement sont supérieures à celles des Bourses⁽³⁾.

En dépit de ce consensus apparent entre praticiens, consultants, journalistes et universitaires, le point de vue d'une sur-performance du capital-investissement vis-à-vis d'un placement dans le coté est erroné. En utilisant les données les plus complètes sur le capital-investissement en Amérique du Nord et en Europe⁽⁴⁾, nous montrons de manière incontestable que les performances du capital-investissement ont été, en moyenne, *inférieures* de près de 3 % par an à celles des grands indices de marché.

Si, en outre, on tient compte du profil de risque du capital-investissement, il s'avère que son handicap de performances est de 6 % par an. L'objet de ce complément est d'expliquer de façon détaillée pourquoi la manière dont les performances du capital-investissement sont généralement affichées (et comparées avec celles des marchés boursiers) est trompeuse et quelles corrections il faut y apporter pour obtenir une évaluation plus juste des performances de cette classe d'actifs.

1. Les fonds matures sont les seuls dont les performances puissent être mesurées avec exactitude

Les fonds de capital-investissement ont généralement une durée de vie limitée de dix à douze ans. Ils investissent progressivement les capitaux que les investisseurs leur ont promis (*committed capital*) pendant la première moitié de leur vie. Les retours de ces investissements interviennent pendant la seconde moitié de la vie des fonds. Par conséquent, les performances d'un fonds se mesurent avec certitude qu'en fin de vie. Il n'est donc possible d'évaluer les performances du capital-investissement par rapport

(2) Les performances sur vingt ans (TRI global) de l'ensemble des fonds de capital-investissement couverts par *Thomson Venture Economics* étaient de 14 % par an en décembre 2006. Sur la même période, l'indice S&P 500 a monté d'environ 9,3 % par an. Cependant, comme nous l'expliquerons, la simple comparaison entre ces deux chiffres ne donne pas une appréciation juste des performances relatives du capital-investissement.

(3) Voir, par exemple, Cochrane J. (2005) : « The Risk and Return of Venture Capital », *Journal of Financial Economics*, n° 75, pp. 3-52, Kaplan S.N. et A. Schoar (2005) : « Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows », *Journal of Finance*, n° 60, pp. 1791-1823 ou Ljungqvist A. et M. Richardson (2003) : « The Cash Flow, Return, and Risk Characteristics of Private Equity », *NBER Working Paper*, n° 9495. On notera que la plupart des études reconnaissent qu'il leur est impossible de mener à bien une évaluation exhaustive des performances relatives du capital-investissement.

(4) Nous remercions Gemma Postlethwaite, Jesse Reyes et *Thomson Venture Economics* pour nous avoir généreusement permis d'accéder à leurs bases de données, sans lesquelles la présente étude n'aurait pu être réalisée.

à celle des placements boursiers que pour des fonds qui ont levé leurs capitaux il y a douze ans, voire plus.

C'est pourquoi nous nous intéressons à la performance nette, calculée sur la base des *cash-flows* nets des rémunérations reçues et versées par les investisseurs, de 852 fonds de capital-investissement dit « matures » ayant été créé entre 1980 et 1993. Les données proviennent de *Thomson Venture Economics*, qui dispose des statistiques les plus complètes sur l'univers du capital-investissement. Le taux de rendement interne (TRI) moyen varie considérablement selon le millésime du fonds⁽⁵⁾ (année de création). Le TRI moyen (pondérée en fonction de la valeur) des 852 fonds constituant l'échantillon est de 15,20 % par an.

2. Ne vous laissez pas abuser par un TRI agrégé !

Ces performances sont incontestablement séduisantes et confirment la croyance d'une sur-performance du capital-investissement. Pourtant la procédure d'agrégation est biaisée. Agréger les TRI de multiples fonds en les pondérant par leur taille, c'est méconnaître le fait que la durée des fonds varie dans des proportions considérables. Dans un portefeuille d'investisseur, les fonds dont la durée est longue pèsent plus lourdement car les capitaux sont rémunérés à un TRI donné pendant une durée plus grande.

Or, nous montons empiriquement que les fonds les plus performants ont une durée plus courte. Par conséquent, le TRI moyen pondéré par la taille des fonds surestime la performance réelle d'un portefeuille de fonds correspondants⁽⁶⁾. Un moyen de corriger ce biais est de pondérer le TRI de chaque fonds par le produit de la valeur actuelle de ses investissements et de sa durée. On obtient ainsi une sorte de TRI par an et par dollar investi. Cette manière de procéder ramène le TRI moyen de 15,20 à 12,22 %, soit un écart, non négligeable, de 2,98 %. Cette correction est encore plus spectaculaire pour certaines années de création. Par exemple, pour les fonds levés en 1985, le TRI moyen pondéré par la taille est presque deux fois plus élevé que le TRI moyen pondéré en fonction tant de la valeur actuelle que de la durée des investissements (22,86 % contre 13,88)⁽⁷⁾.

(5) La variance parmi les fonds d'un même millésime est très utilisée par la profession pour les comparer.

(6) Supposons que deux fonds aient la même taille : l'un a des performances élevées (par exemple, 100 %) et une durée de deux ans et l'autre des performances médiocres (par exemple, -20 %) et une durée de dix ans. Il est évident que la performance moyenne de ce portefeuille n'est pas égale à la performance moyenne (60 %) pondérée en fonction de la taille des fonds.

(7) Au lieu du TRI pondéré par la taille des fonds, les fonds mesurent parfois leurs performances selon le critère du « TRI global » (*pooled*). Celui-ci correspond au TRI de la totalité des flux de trésorerie de tous les fonds d'un échantillon. Ce procédé est néanmoins sujet à un autre biais à cause de l'hypothèse de réinvestissement inhérente à la méthode du TRI, qui tend à surévaluer les performances. Le TRI global de la totalité des 852 fonds de notre échantillon s'établit à 15,51 % et celui des fonds créés en 1985, à 23,61 %.

3. Un meilleur indicateur de performances : l'indice de profitabilité

En raison de ces difficultés méthodologiques, le TRI est un indicateur inadéquat pour comparer les performances du capital-investissement à celles des investissements boursiers. L'indice de profitabilité (IP), défini comme la valeur actuelle des flux de trésorerie reçus par les investisseurs divisée par la valeur actuelle des capitaux apportés, est un meilleur outil de comparaison. En actualisant ces flux avec le taux de rentabilité observé de l'indice S&P 500, un indice de profitabilité supérieur (inférieur) à un indique une sur-performance (sous-performance) du capital-investissement relativement à un placement indicial S&P 500⁽⁸⁾.

Pour notre échantillon de fonds de capital-investissement matures, l'indice de profitabilité moyen est 0,99. Cela tendrait à prouver que, historiquement, les fonds de capital-investissement ont servi un rendement net sensiblement identique à celui obtenu par des flux entrants et sortants correspondants dans un placement indicial S&P 500.

4. Comment les investissements « morts vivants » gonflent artificiellement les performances

Un examen plus approfondi de nos données révèle cependant que ces performances sont artificiellement grossies de ce qu'on appelle la « valeur résiduelle » des investissements non réalisés que même les fonds matures de notre échantillon inscrivent dans leur compte. De fait, la moitié des fonds fait état d'une valeur résiduelle finale positive, alors même qu'ils ont atteint leur échéance de liquidation usuelle et que leur activité est nulle depuis plus de six trimestres.

Ces valeurs résiduelles sont considérées comme un ultime flux de trésorerie dans tous les calculs de performances standard car il est implicitement supposé qu'elles représentent la juste valeur des investissements correspondants. Une analyse détaillée des flux de trésorerie et de l'activité de tous les fonds matures déclarant une valeur résiduelle positive montre que cette hypothèse est infondée. À l'inverse, nous considérons que la valeur résiduelle des investissements non réalisés des fonds de capital-investissement matures et inactifs est associée à des investissements « mort vivants », qui ont peu de chances de dégager des flux de trésorerie positifs.

C'est pourquoi, pour rendre compte des performances des fonds de capital-investissement matures, il est plus réaliste de passer par pertes et profits les valeurs résiduelles. Cette correction réduit l'indice de profitabilité moyen de notre échantillon de fonds de capital-investissement de 0,07, si bien

(8) Un tel indice de profitabilité, comparé avec un grand indice boursier, est aussi appelé performance en équivalent boursier (*public market equivalent* – PME).

qu'il tombe à 0,92. Cela donne un alpha de $-2,26\%$, soit une sous-performance relative par rapport à l'indice S&P 500 tout à fait significative du point de vue économique et statistique. Comme le montre le tableau, l'incidence de cette correction est spectaculaire pour les fonds les plus anciens.

Corriger la mesure des performances historiques des fonds

Année de création	Nombre de fonds	Taille (en millions de dollars)	TRI pondérée par la valeur	TRI pondéré par la valeur actualisée et la durée	Indice de profitabilité (avec prise en compte la valeur résiduelle)	Indice de profitabilité (avec valeur résiduelle nulle)	Alpha (avec valeur résiduelle nulle)
1980	22	4 049	22,50	20,68	1,21	1,21	3,84
1981	28	1 789	10,74	9,68	0,74	0,73	- 5,40
1982	32	2 249	4,85	3,97	0,45	0,45	- 11,64
1983	64	6 390	14,32	10,73	0,82	0,81	- 4,32
1984	80	7 762	14,07	11,35	0,95	0,94	- 1,32
1985	73	5 631	22,86	13,88	1,32	1,31	7,68
1986	64	7 071	10,32	10,66	0,87	0,85	- 2,88
1987	107	15 376	16,30	12,02	0,98	0,96	- 1,20
1988	86	18 451	12,39	11,99	0,94	0,91	- 2,40
1989	99	11 013	15,69	9,49	0,96	0,91	- 2,52
1990	56	9 939	18,18	13,95	1,05	0,98	- 0,72
1991	49	7 137	13,43	11,77	1,00	0,82	- 6,36
1992	40	6 615	17,93	16,86	1,07	0,96	- 1,56
1993	52	6 410	15,44	12,80	1,09	0,79	- 7,56
Total	852	109 882	15,20	12,22	0,99	0,92	- 2,26

Source : Auteurs.

5. Pourquoi les étalons de performances de la profession ne s'appliquent pas au fonds « moyen » ?

Les statistiques de performances publiées par *Thomson Venture Economics* et les syndicats professionnels tels que, en Amérique du Nord, la NVCA et, en Europe, l'EVCA, reposent sur le même échantillon de fonds que celles de notre propre étude. Même si ces données sont les plus exhaustives à disposition, elle ne décrivent qu'une partie de l'univers du capital-investissement⁽⁹⁾. Il convient donc de s'interroger pour savoir si ces données de flux de trésorerie sont bien représentatives de l'ensemble de la classe d'actifs.

(9) Nous estimons, pour notre échantillon de fonds créés entre 1980 et 1993, que ces statistiques couvrent 38 % des fonds et 70 % des promesses de capitaux.

Pour répondre à cette question, nous avons comparé le « taux de succès à la sortie »⁽¹⁰⁾ des fonds dont on connaît les flux de trésorerie avec un univers plus vaste de fonds couverts par *Thomson Venture Economics*, pour lesquels on observe le « taux de succès à la sortie », sans connaître les flux de trésorerie réels. Il apparaît que les fonds dont on connaît les flux de trésorerie réussissent nettement mieux que leurs homologues à liquider leurs investissements avec succès. Autrement dit, les données sur lesquelles reposent les indicateurs de performances standards de la profession ont tendance à privilégier des fonds dont les résultats sont supérieurs à la moyenne.

Grâce au lien entre le « taux de succès à la sortie » et l'indice de profitabilité calculé pour les fonds pour lesquels on dispose de ces deux informations, on peut quantifier ce biais et corriger en conséquence notre estimation des performances historiques du capital-investissement. Cette manière de procéder réduit encore l'indice de profitabilité de 0,04 point à 0,88 et donne un alpha de - 2,94 %.

6. L'incidence des commissions sur la rentabilité du capital-investissement

Jusqu'ici, nous avons tenté de construire une estimation exacte des performances historiques *nettes de frais* du capital-investissement. Comment se comportent les rendements *bruts* (avant prélèvement des frais), c'est-à-dire le retour sur investissement que le fonds obtient des entreprises en portefeuille ? En partant de l'hypothèse d'un barème de commissions type⁽¹¹⁾ pour la période couverte par notre échantillon (commission de gestion de 2 % sur le capital souscrit ; intéressement aux performances de 20 % et taux de rentabilité minimum exigé de 8 %), on peut simuler le niveau des commissions à l'aide des statistiques sur les flux de trésorerie. On obtient alors un alpha brut moyen de 3,8 % par an et un taux de profitabilité brut moyen de 1,16 (contre - 2,3 % et 0,92 net de frais pour les fonds de l'échantillon des flux de trésorerie).

Une estimation prudente suggère que plus du quart du capital investi revient aux gestionnaires de fonds sous la forme de commissions, alors même que les performances nettes moyennes sont inférieures à celles du S&P 500. Par ailleurs, on note que le gestionnaire de fonds moyen gagne plus d'argent sous la forme de la commission fixe que sous celle de l'intéressement aux performances.

(10) Le taux de succès à la sortie correspond à la partie des investissements de chaque fonds (exprimée en dollars) qui est liquidée dans de bonnes conditions au moyen soit d'une introduction en Bourse, soit d'une cession.

(11) On trouvera des informations supplémentaires sur la rémunération des fonds de capital-investissement dans Metrick A. et A. Yasuda (2007) : « Economics of Private Equity Funds », *Wharton Business School Working Paper*.

7. Tenir compte du risque

Comparer directement les performances du capital-investissement avec celles de l'indice S&P 500 suppose que ces deux formes de placements portent le même niveau de risque. Cette assertion est contestable car les fonds de capital-investissement investissent soit dans des opérations à fort effet de levier (*buyouts*), soit dans de jeunes pousses (capital-risque), deux métiers où le risque est sensiblement plus élevé que celui de la moyenne des sociétés du S&P 500.

On peut cerner l'incidence de ces risques accrus en calculant un indice de profitabilité du capital-investissement en comparaison d'un placement boursier indiciel porteur d'un risque équivalent en termes de levier, de compositions sectorielles et de taille des sociétés en portefeuille⁽¹²⁾. On obtient ainsi un indice de profitabilité corrigé du risque de 0,75 pour les fonds de *buyout* et de 0,77 pour ceux de capital-risque. On constate donc que les performances diminuent sensiblement lorsqu'on les corrige par le risque. Ce résultat montre que, une fois le risque pris en compte, les investisseurs ont perdu environ 25 % du capital investi dans les fonds de *buyout* ou de capital-risque.

8. Que faut-il attendre des fonds assez récents ?

Entre 1994 et l'an 2000, le nombre de fonds et les capitaux drainés ont dépassé le niveau atteint entre 1980 et 1993. Comme on l'a vu plus haut, on ne dispose pas encore de chiffres définitifs sur les performances. On peut toutefois se référer aux informations sur les fonds matures pour avoir un avant-goût des performances de ces fonds de création récente.

L'examen des fonds matures (c'est-à-dire ceux qui ont été créés entre 1980 et 1993) à différents stades de leur vie permet de prédire les performances des nouveaux (c'est-à-dire ceux qui ont été créés entre 1994 et l'an 2000). Pour prévoir les performances des fonds créés en 1994 (et respectivement en 1995 et ainsi de suite jusqu'à l'an 2000), nous avons régressé les performances finales des fonds matures sur leur caractéristique au bout de neuf années d'existence (respectivement 8, 7 et ainsi de suite jusqu'à la 3^e année).

(12) À la suite de Ljungqvist et Richardson (2003) *op. cit.*, nous nous sommes référés au secteur dont faisait partie chaque société détenue par un fonds pour estimer un coût du capital correspondant au coupe taille-secteur industriel. Nous avons supposé que chaque société de portefeuille a le même bêta sans-levier (*unlevered*) que la moyenne des sociétés cotées du même secteur, que le taux de l'impôt sur les sociétés est de 35 %, que le bêta de la dette est de 0,25 pour les *buyouts* et de 0 pour les sociétés cotées en Bourse. Pour les *buyouts*, nous avons supposé que le levier de la société diminue au fil de sa durée de détention, le ratio de l'endettement sur l'actif évoluant de 0,75 (à l'entrée) au niveau d'endettement moyen du secteur (à la sortie). Les investissements dans le capital-risque sont appariés aux sociétés cotées qui, par leur taille, se trouvent dans le quintile le plus bas de leur secteur ; l'effet de levier est supposé identique.

Cette extrapolation donne une performance moyenne de 0,92 pour les fonds de création récente, un chiffre identique à celui des fonds matures de l'échantillon. Il apparaît donc que les performances prévues des nouveaux fonds sont similaires à celles des fonds matures étudiés ici.

9. Pourquoi tant d'argent se déverse-t-il dans le capital-investissement ?

Notre analyse établit que :

- historiquement et en moyenne, les performances nettes de frais des fonds de capital-investissement sont inférieures de près de 3 % à celles du S&P 500 ;
- les commissions prélevées par les gestionnaires de ces fonds ont dépassé 6 % par an ;
- les performances du capital-investissement sont encore abaissées si l'on intègre le risque ;
- il n'y a guère de raisons d'être optimiste pour les fonds dont la création est la plus récente.

Compte tenu de ces constats, il est légitime de se demander pourquoi un tel volume de capitaux se dirige dans cette classe d'actifs. Bien qu'il soit impossible de donner une réponse définitive, nous voyons trois explications possibles à ce phénomène. Premièrement, il se peut que de nombreux investisseurs soient abusés par les articles de presse mettant en avant les performances exceptionnelles de quelques fonds et par les statistiques de la profession. Deuxièmement, les investisseurs comptent peut-être sur le fait que, avec le temps, la performance moyenne de cette classe d'actifs augmentera, soit que les fonds les moins performants soient désertés par les investisseurs, soit que la compétence des gestionnaires s'améliore de telle sorte qu'ils fassent de meilleures opérations. Enfin, et peut-être surtout, beaucoup d'investisseurs font peut-être confiance à leur propre capacité de sélectionner des fonds qui seront parmi les plus performants de cette classe d'actifs. Après tout, même après toutes nos corrections, le quartile le plus performant des fonds de capital-investissement a enregistré une performance nette moyenne de 27 % mesurée par le TRI, ou un indice de profitabilité de 1,5. Pour ceux qui ont réussi à trouver les meilleurs fonds, les performances du capital-investissement ont donc été très brillantes. Mais, pour la grande majorité des investisseurs, c'est le contraire qui est vrai.

Complément H

Les effets réels des LBO : une étude du marché français entre 1994 et 2004

Quentin Boucly^(*)

HEC et INSEE

David Sraer

Université de Berkeley

David Thesmar

HEC

1. Introduction

Les opérations de *leveraged buy-out* (« LBO ») ou acquisition avec effet de levier apparaissent désormais, en terme de valeur des investissements tout au moins, comme l'activité reine du capital-investissement. Ces opérations accroissent-elles la profitabilité des entreprises qui en sont la cible ? Ont-elles un impact durable sur l'emploi salarié dans ces entreprises ? Les économistes n'ont finalement qu'une compréhension limitée de ce phénomène. Il existe certes une littérature académique portant sur les effets « réels » de ce type d'opération. Cette littérature empirique présente néanmoins deux inconvénients majeurs. Tout d'abord, elle ne porte que sur des acquisitions intervenues aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt. De plus, la plupart de ces études utilise des échantillons recensant moins de 100 LBO, et s'intéressent de ce fait à des opérations qui ne sont pas nécessairement représentatives du LBO « typique ». Ainsi, les décideurs économiques n'ont pour améliorer leur compréhension de ce phénomène que peu d'études statistiques relativement exhaustives sur des données récentes et portant sur des opérations ayant eu lieu en France. Pourtant, la pratique du LBO a pris une place majeure dans le paysage économique et social français. Selon l'association représentant la grande majorité des praticiens du capital-investissement, l'AFIC (Association française des investisseurs en capital),

(*) Stagiaire à l'INSEE, Division marchés et stratégies d'entreprises lors de la rédaction de ce complément.

ces opérations représentent 12 milliards d'euros investis entre 2003 et 2005 et plus de 1 200 entreprises. Face à l'ampleur de ce phénomène, il semble donc légitime de fournir une analyse quantitative permettant de mieux cerner le rôle joué par ces fonds d'investissements dans le devenir des entreprises qu'ils acquièrent. Ce complément présente les résultats d'une étude menée sur plus de 400 opérations de LBO ayant eu lieu en France entre 1993 et 2004.

2. Données et méthodologie

2.1. Entreprises cibles de LBO

La liste des sociétés reprises en LBO a été obtenue grâce à la base de données SDC Platinum qui recense les opérations de fusions-acquisitions. Il est important de noter que cette base n'est pas exhaustive : on peut ainsi estimer qu'entre un quart à un tiers de l'ensemble des entreprises reprises en LBO font partie de notre échantillon final, dont la quasi-totalité des « grandes entreprises » (i.e. ayant une valeur d'entreprise supérieure à 500 millions d'euros) reprises sous LBO dans la période 1994-2004. Notre échantillon est donc certainement biaisé, par construction, en faveur des LBO de plus grande taille. De plus, afin d'obtenir des informations comptables sur les entreprises cibles de LBO, il est nécessaire d'obtenir leur identifiant statistique fourni par l'INSEE, le numéro SIREN. À ce titre, certains « types » d'entreprises sont plus difficilement identifiables, notamment les filiales de grands groupes ou les entreprises qui ne constituaient pas une entité juridique propre avant le LBO (comme, par exemple, certaines usines cédées à un fonds d'investissement), si bien qu'il est plus difficile de déterminer leur identifiant SIREN. Cela peut introduire une seconde source de biais dans la constitution de notre base de données⁽¹⁾. Au final, notre étude empirique s'appuie sur un échantillon de près de 480 entreprises⁽²⁾ cibles de LBO entre 1993 et 2004.

À titre de comparaison, les travaux portant sur l'impact des LBO se sont jusqu'à présent focalisés sur un nombre généralement plus faible d'entreprises : 76 pour Kaplan (1989b), 58 pour Smith (1990), 131 pour Lichtenberg et Siegel (1990). Pour le cas français, le travail sur l'impact social des LBO par l'AFIC et le Cabinet Constantin a porté sur un échantillon de 94 entreprises, sur la base de retour de questionnaire. Enfin, le travail de Desbrières et Schatt (2002) portait sur 132 opérations de LBO réalisées en France de 1989 à 1994.

(1) Notons que nous avons réussi à déterminer l'identifiant SIREN avec certitude pour un peu plus de 75 % des entreprises initialement présentes dans l'échantillon SDC.

(2) Cette échantillon correspond en réalité à 512 opérations, mais il apparaît que certaines entreprises ont connu plusieurs LBO successifs sur la période : nous n'avons retenu pour chaque entreprise qu'un seul LBO, le premier constaté sur la période.

SDC Platinum fournit des détails quant à la nature des opérations de LBO figurant dans notre base de données. Le tableau 1 présente la fréquence relative des différents « types » de LBO dans notre échantillon. Les MBO (*management buyout*) font intervenir le management existant de l'entreprise. Les reprises par les salariés correspondent à une participation ouverte à l'ensemble de l'entreprise. Les LBO secondaires correspondent à une reprise d'entreprises ayant déjà été cibles de LBO, les stratégies de « *build-up* » font référence à des LBO qui sont suivis par des acquisitions initiées par l'entreprise reprise en LBO⁽³⁾. Enfin, les « *spin-offs* » sont les LBO portant sur la filiale d'un groupe. Certains champs étant peu renseignés, on peut considérer que ces pourcentages sous-estiment la réalité de ces stratégies (en particulier pour les LBO secondaires, qui se sont, par ailleurs, multipliés dans la période 2004-2007, non représentée dans les données ou encore les reprises par des fonds étrangers et les stratégies de « *build-up* »). On remarque que les MBO et les « *spin-offs* » sont des pratiques très courantes sur le marché français.

1. Caractéristiques des LBO de l'échantillon

	Nombre	Pourcentage
LBO	512	100
MBO	302	59
LBO secondaire	42	8
Cession d'une filiale (<i>spin-off</i>)	209	41
Société en détresse	16	3
Reprise par un étranger	88	17
Reprise par les salariés	12	2
Stratégie de <i>build-up</i>	65	13

Source : SDC Platinum.

2.2. Données comptables et échantillon de contrôle

Afin d'obtenir des informations sur les entreprises cibles de LBO, nous apparions, à l'aide de l'identifiant SIREN, notre échantillon d'entreprises cibles avec la base de données fiscales du ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (échantillon dit « BRN »). Cette base de données fournit les données comptables issues des comptes sociaux de l'ensemble des entreprises françaises dont les ventes annuelles dépassent 100 000 euros pour le secteur des services ou 200 000 euros pour les autres secteurs. Les entreprises y sont identifiées grâce à un numéro unique, appelé SIREN.

Nous utilisons également la base BRN afin de constituer un échantillon dit « de contrôle », dont l'objectif est de fournir un contrefactuel crédible aux entreprises cibles de LBO. Cet échantillon de contrôle est obtenu par

(3) Information recueillie à l'aide de la base de données Thomson Deals.

tirage aléatoire dans la base BRN. Il correspond à environ 1,5 % du total des entreprises contenues dans cette base (soit 9 391 entreprises au total). Le tirage, bien qu'aléatoire, ne nous donne cependant pas des entreprises parfaitement comparables aux cibles de LBO, comme en témoigne le tableau 2. On peut ainsi remarquer, par exemple, que les entreprises reprises en LBO sont, d'un point de vue purement descriptif, à la fois plus grosse et plus rentables. Deux faits peuvent être à l'origine de ces différences « systématiques ». Tout d'abord, les entreprises cibles de LBO ne sont pas des entreprises quelconques : elles ont notamment une taille suffisante pour pouvoir éveiller l'intérêt de repreneurs financiers et de banquiers prêteurs. Par ailleurs, lorsque la société cible du LBO appartenait à un groupe d'entreprises, c'est la maison mère qui a été retenue dans notre échantillon.

2. Caractéristiques des entreprises : cibles de LBO et contrôle

	Moyenne	Quartile 1	Médiane	Quartile 2	Observations
Entreprises cibles de LBO					
• chiffre d'affaires (en millions d'euros)	43	3	11	35	3 271
• effectif	236	19	58	233	3 271
• rentabilité économique (en %)	17	0	12	32	3 215
Entreprises de « contrôle »					
• chiffre d'affaires (en millions d'euros)	5	0	1	13	89 288
• effectif	22	1	4	10	89 288
• rentabilité économique (en %)	24	0	16	46	88 150

Source : Auteurs.

2.3. Méthodologie : appariement par score de propension et définition d'entreprises jumelles

Ces différences « systématiques » de caractéristiques observables entre entreprises cibles de LBO et entreprises du groupe de contrôle peuvent conduire à des biais statistiques, problématiques lorsqu'il s'agit de comparer ces deux types d'entreprises. Pour nous affranchir de ces biais, nous avons sélectionné, au sein du groupe de contrôle, un sous-échantillon dont les caractéristiques sont similaires aux entreprises cibles de LBO. Pour ce faire, nous avons utilisé une méthode d'appariement fondée sur le score de propension : il s'agit, dans un premier temps, d'estimer, pour chaque année t entre 1994 et 2000 une équation de sélection de la forme :

$$(1) \quad LBO_t^i = \mathbf{1}\{a + bX_{t-1}^i + \varepsilon_{t-1}^i \geq 0\}$$

LBO est une variable valant 1 si l'entreprise est cible d'un LBO en t et 0 si l'entreprise fait partie du groupe de contrôle. Les X sont des variables de contrôles mesurées en $t - 1$, c'est-à-dire l'année précédant le LBO : il s'agit du secteur d'activité (à partir d'une classification avec près de soixante secteurs recensés), du département du siège social de l'entreprise, de la rentabilité économique de l'entreprise, de sa rentabilité financière, d'une indicatrice valant 1 quand le résultat financier de l'entreprise est positif, du taux de croissance du chiffre d'affaires, de l'emploi salarié de l'entreprise (pris en logarithme) et de l'actif brut de l'entreprise (pris en logarithme). Le modèle estimé est un modèle PROBIT, c'est-à-dire un modèle où l'on suppose que le résidu ε_{i-1}^j est distribué suivant une loi normale. Intuitivement, il s'agit de trouver le meilleur modèle qui permet de prédire, à partir des caractéristiques observables d'une entreprise une année donnée la probabilité que cette entreprise soit cible d'un LBO l'année suivante. Le tableau 3 fournit les résultats d'une telle estimation lorsque les années t sont 1995 ou 1999 : certaines caractéristiques observables ont bien un pouvoir prédictif fort sur la probabilité d'être une future cible de LBO, notamment les différentes mesures de taille de l'entreprise.

3. Probabilité d'une acquisition par LBO (modèle PROBIT)

	1995	1999
Log (emploi)	0,6 ^(***) (0,2)	0,13 (0,08)
Log (actif total)	0,28 ^(*) (0,15)	0,58 ^(***) (0,09)
Rentabilité économique	0,88 ^(*) (0,46)	0,23 (0,39)
Rentabilité financière	-0,42 (0,55)	-0,23 (0,43)
Résultat financier > 0	0,87 (0,76)	-0,17 (0,35)
Taux de croissance des ventes	1,3 (0,88)	-0,25 (0,39)
Effets fixes sectoriels	oui	oui
Effets fixes départements	oui	oui
Observations	932	1 544

Notes : (*) Influence significative au seuil de 10 %; (***) Influence significative au seuil de 1 %.

Source : Auteurs.

L'estimation du modèle de sélection nous permet de déterminer, pour chaque entreprise de l'échantillon et à chaque date, la probabilité que cette entreprise soit, l'année suivante la cible d'un LBO. La méthode d'appariement par score de propension consiste à sélectionner, pour chaque entre-

prise *réellement* cible d'un LBO en t les trois entreprises de l'échantillon de contrôle qui ont la plus proche probabilité d'être cible d'un LBO en t : ces entreprises « jumelles » sont donc des entreprises qui, conditionnellement à leurs caractéristiques observables (taille, performance, croissance, etc.) avaient *a priori* autant de chance de faire l'objet d'une acquisition par un fonds de LBO que les entreprises réellement cibles. Une telle sélection nous conduit à un échantillon définitif constitué de 480 entreprises cibles de LBO et de 1 440 entreprises « jumelles ».

3. Effets réels des LBO

La méthodologie empirique que nous suivons est inspirée de l'économétrie expérimentale : il s'agit de simples « différences de différences ». Pour chaque entreprise cible d'un LBO, nous disposons de plusieurs entreprises « jumelles » dont les caractéristiques observables sont proches. Nous allons simplement mesurer pour chaque entreprise cible de LBO l'évolution de la performance (rentabilité économique, taux de croissance des ventes, ou bien emploi salarié reportés dans les comptes sociaux) entre *avant* et *après* le LBO. Nous allons ensuite comparer cette évolution avec l'évolution de la performance pour les entreprises jumelles. Intuitivement, ces entreprises jumelles nous fournissent un « benchmark » de ce qu'aurait du être l'évolution « naturelle » de la performance pour les entreprises cibles de LBO si elles n'avaient pas été justement acquises par un fonds d'investissement. Ainsi, l'évolution différentielle des performances des deux types d'entreprises constitue l'impact causal du LBO sur la performance. Une des limites importante de notre méthodologie est qu'elle sous-entend que l'évolution de la performance des entreprises ayant connu un LBO ne diffère de l'évolution de la performance relative de leurs entreprises jumelles qu'en raison des changements organisationnels liés au LBO. Il s'agit de l'hypothèse *identifiante* de l'estimation. Or, cette hypothèse est contestable : les entreprises cibles ont pu être sélectionnées relativement à leurs « jumelles » parce que les fonds d'investissement s'attendaient à ce qu'elles aient une meilleure performance dans le futur. Une telle sélection contredirait l'hypothèse identifiante et conduirait à un biais systématique dans nos estimations⁽⁴⁾. Formellement, notre méthodologie revient à estimer l'équation suivante :

$$(2) \quad y_{it} = a_i + a_t + \beta Post_{t,0} \times LBO_i + \gamma Post_{t,0} \times X_i + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} est ici la variable expliquée pour l'entreprise i à l'année t , soit la rentabilité économique, la croissance des ventes, l'emploi salarié et le salaire moyen verse. $Post_t$ prend la valeur 1 pour toutes les années t consécu-

(4) Dans le cas évoqué, cela nous conduirait à surestimer l'impact positif des LBO sur la rentabilité des entreprises.

tives à la date du LBO. LBO_i est une indicatrice valant 1 si l'entreprise i a été cible d'un LBO et 0 si c'est une entreprise jumelle. X_i est un ensemble de caractéristiques observables (similaires aux variables utilisées pour le tableau 3) de l'entreprise i mesure l'année précédant le LBO. a_i et a_t sont les effets fixes « entreprise » et « année ». Pour cette estimation, les données des entreprises correspondant à l'année du LBO ont été ignorées, puisqu'on ne sait pas à quel moment de l'année, relativement à la publication des comptes, ont lieu les opérations de LBO. Le tableau 4 fournit les résultats d'une telle estimation.

4. Effets réels des acquisitions par LBO sur les entreprises cibles

	Rentabilité économique	Croissance des ventes	Emploi salarié (Log)	Salaire moyen
$Post_i \times LBO_i$	0,068 ^(***) (0,026)	0,05 ^(***) (0,02)	0,24 ^(***) (0,097)	0,097 ^(***) (0,042)
$Post_i \times X_i$	oui	oui	oui	oui
Effets fixes entreprises	oui	oui	oui	oui
Effets fixes année	oui	oui	oui	oui
Observations	3 404	3 399	3 443	3 289
R ²	0,45	0,29	0,88	0,96

Note : (***) Influence significative au seuil de 1 %.

Source : Auteurs.

Sur le plan opérationnel, les résultats de notre étude s'opposent à ceux de Desbrières et Schatt (2002) sur le marché français, qui montrent que les performances opérationnelles des firmes se dégradent suite à leur reprise en LBO⁽⁵⁾. Ils confirment en revanche ceux de Kaplan (1989b) et Lichtenberg et Siegel (1990). En effet, on constate une amélioration significative de la rentabilité économique de 6,8 % (soit environ 1/8^e de l'écart-type de la rentabilité économique dans notre échantillon). Les opérations de LBO ont également un impact majeur sur la croissance des entreprises cibles, puisque le taux de croissance des ventes augmentent de près de 5 points de pourcentage en moyenne lors des années consécutives au LBO. Les opérations de LBO n'apparaissent donc pas dans les données comme de pures opérations d'ingénierie financière : l'entreprise acquise par effet de levier voit sa performance opérationnelle et ses ventes s'accroître significativement après l'opération, et ce relativement à une entreprise jumelle aux caractéristiques observables similaires.

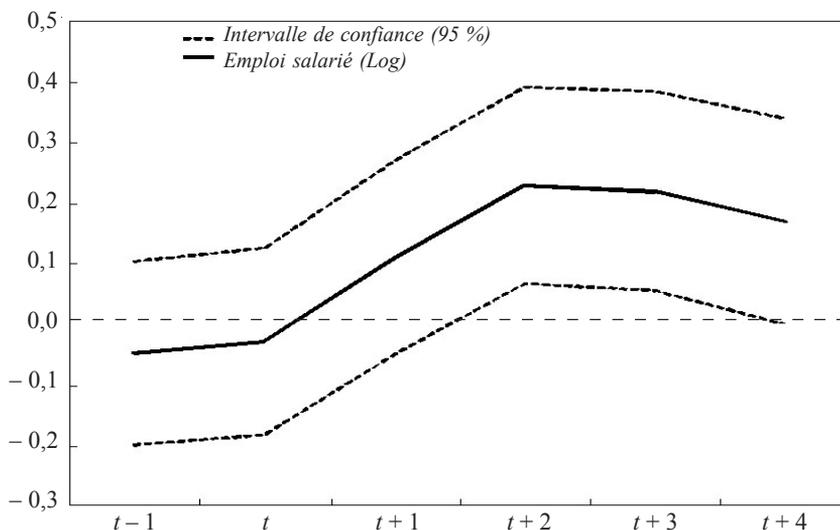
(5) Néanmoins cette étude, effectuée sur 132 opérations de LBO réalisées en France de 1989 à 1994, portait essentiellement sur des PME familiales et pour lequel le LBO constituait un mécanisme de sortie pour le fondateur. Dans ces conditions, on peut supposer que la perte du capital humain fourni par le fondateur explique en grande partie pourquoi le LBO conduit dans ces cas à une détérioration de la rentabilité.

Sur le plan social, les opérations de LBO ont un impact significatif à la fois sur le niveau moyen des salaires versés dans l'entreprise et sur l'emploi salariés. Le salaire moyen versé dans les entreprises cibles d'un LBO augmente de plus de 10 % après le LBO et relativement aux entreprises jumelles. On constate également que l'emploi salarié tel que déclaré dans les comptes sociaux augmente de plus de 20 % dans les entreprises cibles de LBO relativement à leurs entreprises jumelles. L'impact social des opérations de LBO apparaît donc largement positif une fois que l'on a établi un contrefactuel solide. Il convient néanmoins de noter que les données sur lesquelles s'appuie cette évaluation de l'impact social des LBO sont imparfaites. Il s'agit de l'emploi salarié reporté dans les comptes sociaux et du salaire moyen versé dans l'entreprise mesuré par le ratio de la masse salariale sur l'emploi salarié. En particulier, ces données ne fournissent aucune information quant aux qualifications des employés de ces entreprises. Or, il est possible qu'il y ait d'importants effets de composition dans les nouvelles embauches (seuls des travailleurs qualifiés sont recrutés suite au LBO alors que les employés non qualifiés se font licencier), ou dans l'augmentation des salaires (les salaires des travailleurs qualifiés pourraient être augmentés relativement à celui des non qualifiés). Pour s'assurer de la robustesse de nos résultats, il est donc impératif que les futurs travaux utilisent des données appariées employeurs-employés, qui, en plus d'améliorer la précision des mesures de salaire et d'emploi, permettraient de contrôler la structure des qualifications au sein de l'entreprise.

Le graphique suivant détaille l'évolution relative de l'emploi salarié pour les quatre années consécutives au LBO, année après année⁽⁶⁾. Il s'agit de s'assurer qu'il s'agit bien d'une augmentation permanente de l'emploi, et non simplement d'une augmentation temporaire qui n'aurait lieu que l'année suivant l'opération par exemple. Relativement à leurs entreprises jumelles, les entreprises acquises par un fonds d'investissement voit leur emploi salarié croître de 11 % dès l'année suivant l'opération. Les trois années suivantes, l'emploi se stabilise à un niveau de plus de 20 % supérieur à celui des entreprises jumelles. La croissance forte de l'activité constatée à la suite de l'opération de LBO conduit donc à des effets permanents sur l'emploi salarié.

(6) Pour obtenir un tel graphique, nous estimons une équation similaire à l'équation 2 ($\mathbf{1}_{t_0=t+j}$ est une indicatrice valant 1 si l'année t se trouve j années après l'année t_0 de l'opération) : $y_{it} = a_i + a_t + \beta_j \sum_j \mathbf{1}_{t=t_0+j} \times LBO_i + \gamma_i \sum_j \mathbf{1}_{t=t_0+j} \times X_i + \varepsilon_{it}$

Dynamique de l'emploi salarié suite à une opération de LBO



Source : Auteurs.

Les différents « types » de LBO ont-ils le même impact social ou opérationnel sur les entreprises acquises ? Les différentes motivations à l'origine des différents types de LBO rendent cette question légitime : un « *spin-off* », c'est-à-dire la vente par la maison mère d'une filiale souvent en difficulté, ne doit pas *a priori* jouer le même rôle qu'un « MBO » où des cadres dirigeants s'associent pour racheter l'entreprise. Pour répondre à cette question, nous avons estimé l'équation 2 séparément pour chaque type de LBO présente sur le tableau 1. Les estimations⁽⁷⁾ montrent qu'ils n'existent finalement que peu d'hétérogénéité entre les différents types de LBO. Le résultat le plus notable concerne le *spin-offs* : l'effet positif sur l'emploi salarié constaté pour l'ensemble des opérations n'est plus significatif dès lors que l'on se concentre sur ce type d'opération. Quantitativement, l'emploi salarié ne croît que de 4 % lors d'un *spin-off*, alors que l'effet moyen d'un LBO sur l'emploi de la cible est de plus de 20 %. Ce résultat doit être analysé avec précaution : certains *spin-offs* recensés ont lieu suite à la scission d'entreprises en difficulté. L'effet moins favorable sur l'emploi observé pour ces *spin-offs* n'est peut être que le reflet des difficultés antérieures à l'opération de ces entreprises. On peut également penser que les « rentes » des employés de ces filiales de grands groupes sont élevées et que la renégociation de ces rentes représente un gain d'efficacité rapide pour les fonds de LBO. Nos données ne nous permettent pas de trancher entre ces différentes interprétations.

(7) Non présentées dans ce complément mais disponible auprès des auteurs.

Conclusion

Ce complément détaille une étude statistique systématique sur le marché français du LBO durant la période 1994-2004. Nous utilisons une base de données recensant un nombre de LBO largement supérieur à celui des bases traditionnellement utilisées dans la littérature académique. En utilisant une méthode d'appariement, nos données suggèrent que les LBO dégagent d'importants gains d'efficacité opérationnelle : la rentabilité économique comme la croissance des entreprises cibles de LBO s'accroissent significativement suite aux opérations. L'impact social des LBO est également positif, aussi bien dans le court que dans le moyen terme, puisque l'emploi salarié comme les salaires augmentent durablement dans les entreprises acquises par des fonds de LBO. Notre étude n'est qu'un premier pas en direction d'une meilleure compréhension des spécificités des acquisitions par LBO relativement aux acquisitions ou reprises d'entreprises traditionnelles. Elle est néanmoins indicative de ce que nos économies peuvent gagner au développement de ces nouvelles formes organisationnelles.

Références bibliographiques

- AFIC et Cabinet Constantin (eds) (2007) : *L'impact social des opérations de LBO en France*. Disponible sur www.afic.asso.fr
- AFIC et Ernst & Young (eds) (2006) : *Le poids économique et social du capital-investissement en France*. Disponible sur www.afic.asso.fr
- Desbrières P. et A. Schatt (2002) : « The Impacts of LBO on the Performance of Acquired Firms: The French Case », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, n° 5, juin-juillet, pp. 695-729.
- Kaplan S. (1989a) : « Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value », *The Journal of Finance*, vol. 44, n° 3, pp. 611-632.
- Kaplan S. (1989b) : « The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n° 2, pp. 217-254.
- Lichtenberg F.R et D. Siegel (1990) : « The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behaviour », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 1, pp. 165-194.
- Smith A.J. (1990) : « Capital Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts », *Journal of Financial Economics*, n° 13, pp. 143-165.

Complément I

Le capital-investissement et ses leviers pour accélérer l'innovation

Alain Villemeur

Université de Paris-Dauphine

André Alexandre

Université d'Évry-Val-d'Essonne

Introduction

Ce complément vise à analyser les liens entre le capital-investissement et le processus d'innovation, à évaluer le rôle du capital-investissement dans l'émergence et la diffusion des innovations ainsi qu'à en tirer des enseignements pour la France.

La première composante du capital-investissement à avoir été développée, le capital-risque, est clairement née avec la volonté de favoriser la création et le développement de jeunes pousses technologiques. Un double mouvement s'est ensuite produit, l'extension de l'investissement en fonds propres s'étant développée avec d'autres objectifs que l'innovation, notamment financier, tandis que le capital-risque voyait ses modalités d'intervention se renouveler, par exemple avec l'impressionnante émergence des *business angels* aux États-Unis.

Dans un premier temps, il est montré que le capital-investissement joue un rôle d'accélérateur vis-à-vis du processus d'innovation. Dans un deuxième, dans le cadre d'une analyse comparative, sont mis en exergue les nouveaux leviers du capital-risque qui ont fait leurs preuves pour doper l'innovation aux États-Unis, tandis que l'investissement français en la matière est resitué. Dans un troisième temps, les enseignements en sont tirés, d'une part, sur le caractère original des institutions américaines en soutien du capital-risque et, d'autre part, sur les moyens à mettre en oeuvre en France pour rendre plus efficaces ces modes de financement de l'innovation.

1. Le capital-investissement, un accélérateur du processus d'innovation

1.1. Le processus d'innovation et le capital-investissement

1.1.1. Le processus d'innovation et la création d'entreprise innovante

Une innovation est la mise en œuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures. Cette définition est celle désormais acceptée au sein de l'OCDE depuis 2005. Initialement le champ de l'innovation était limité aux nouveaux produits et procédés. Désormais ce champ inclus deux catégories nouvelles : l'innovation en matière de commercialisation et l'innovation organisationnelle. Une caractéristique commune à toutes les catégories d'innovation est qu'elle doit avoir été mise en œuvre.

« Les activités d'innovation correspondent à toutes les opérations scientifiques et technologiques, organisationnelles, financières et commerciales qui conduisent effectivement ou ont pour but de conduire à la mise en œuvre des innovations » (OCDE, 2005). Les activités d'innovation incluent évidemment la R&D. Elles recouvrent donc un large éventail d'activités parmi lesquels on peut citer la recherche de base, l'acquisition de nouveaux matériels de production ou l'invention d'une nouvelle molécule.

Il est désormais admis que l'innovation contribue de façon déterminante à stimuler la productivité du travail. De fait, les études empiriques mettent en lumière l'existence d'une forte relation positive entre la recherche-développement (R&D) et la croissance du PIB par habitant⁽¹⁾ (OCDE, 2003). En conséquence, l'innovation est un véritable vecteur de croissance.

Ces résultats doivent beaucoup aux travaux de Joseph Schumpeter, le premier économiste à avoir fait valoir que le développement économique est mû par l'innovation, par le biais d'un processus dynamique dans lequel de nouvelles technologies remplacent les anciennes. Il a baptisé ce processus « destruction créatrice ». À ses yeux, les innovations « radicales » façonnent les grandes mutations du monde alors que les innovations « progressives » alimentent de manière continue le processus de changement.

Dans la lignée de Schumpeter, les approches évolutionnistes (Nelson et Winter, 1982) considèrent l'innovation comme un processus tributaire d'un cheminement suivant lequel le savoir et la technologie se développent par l'interaction entre différents acteurs et d'autres facteurs. La structure de cette interaction influe sur la trajectoire future de l'évolution économique. Ainsi, par exemple, la demande du marché et les débouchés influent sur les

(1) Une augmentation de 1 % des dépenses de R&D d'un pays génère, selon les estimations, une progression de la productivité totale des facteurs de 0,1 à 0,3 %.

types de produits qui seront développés et les types de technologies qui voient le jour.

Les données empiriques confirment la distinction entre ces deux grandes formes d'innovations : l'innovation de rupture ou radicale et l'innovation incrémentale ou progressive. Les entreprises qui pratiquent l'innovation progressive tirent parti des efforts d'innovation antérieurs de manière incrémentale, ce qui signifie que les changements fondamentaux de technologies y sont moins fréquents.

L'innovation de produit, généralement radicale, résulte de l'activité d'une firme naissante ou d'une firme bien établie. Désormais, les économistes s'accordent pour reconnaître que la structure de la grande entreprise n'est guère favorable à l'innovation de produit radicale (Christensen, 1997, Baumol, 2001 et Papillon, 2005) et que les PME sont mieux placées pour mettre en oeuvre ce type d'innovations.

En outre, une bonne partie des innovations est due à l'entrée de nouvelles entreprises, tout particulièrement dans le secteur de la haute technologie. « Certaines innovations sont associées à l'apparition d'hommes nouveaux, les entrepreneurs, parce que les nouvelles combinaisons ne proviennent pas des anciennes » avait diagnostiqué Schumpeter. Aussi, le défi de la création d'une firme innovante est indissociable de celui de l'émergence d'un entrepreneur, porteur du projet.

La création d'entreprises innovantes est désormais à la fois un sujet d'études et un thème de politique économique, tant il est devenu clair que c'est un levier pour l'innovation, notamment radicale.

1.1.2. Le caractère crucial du financement

Étant donné que l'innovation dans le secteur des entreprises ne produit ses effets qu'au bout d'un certain temps, le financement joue un rôle crucial dans les décisions d'innovation. Ces dernières sont encore plus risquées que les décisions d'investissement. Les fonds collectés ne sont pas généralement utilisés pour acheter des biens d'équipement qui pourraient être apportés en garantie. La diffusion de l'information est souvent très asymétrique puisqu'une entreprise innovante est mieux en mesure d'évaluer la rentabilité potentielle d'un projet qu'un bailleur de fonds extérieur ; la proportion élevée d'actifs intangibles, comme le capital humain, mise en jeu dans le processus d'innovation, aggrave l'asymétrie d'informations.

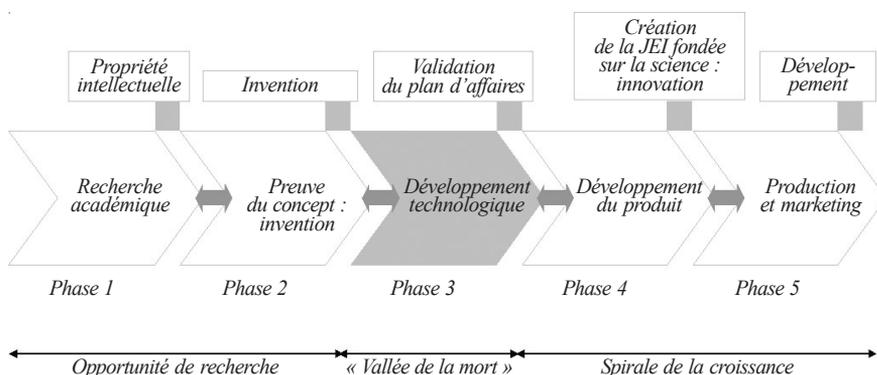
Au moment de la création d'une entreprise, les fonds investis par le créateur, la famille et les amis jouent un rôle important. Pour les entreprises de haute technologie, ce financement peut se révéler insuffisant et le financement classique sur fonds propres n'est guère envisageable. En outre, le crédit n'est pas adapté à ces activités risquées ; d'où le développement des apports en fonds propres qui apparaît plus adapté pour faire face aux risques et qui justifie l'existence du capital-risque. Ce dernier est, comme son

nom l'indique, un investissement risqué car il peut déboucher sur un profit élevé s'il réussit, mais il y a aussi beaucoup de projets qui se soldent par des échecs⁽²⁾.

L'asymétrie d'information est surmontée par les sociétés de capital-risque grâce à la fourniture de services d'aide à la gestion, au *marketing* et à la stratégie commerciale. Ces activités sont très sensibles à l'imposition des entreprises qui détermine la charge fiscale globale que les entreprises doivent supporter. De plus, l'offre de capital-risque ne peut se développer que si le marché boursier est liquide car cela fournit une voie de sortie efficace pour les capitaux-risqueurs qui ont financé les jeunes pousses.

Il est admis que l'émergence d'une jeune entreprise innovante fondée sur la recherche est un processus complexe et risqué qui comporte cinq phases distinctes de développement et « interreliées » entre elles (Branscomb et Auerswald, 2001 et 2002). Après la phase 1 correspondant à l'activité de recherche, se déroule la phase 2 de conceptualisation technique (ou de « proof of concept »). Le bien public se transforme alors en bien privé par la mise en place d'une politique de propriété intellectuelle (par exemple, l'instauration du brevet). La phase 3 est la phase la plus cruciale car elle doit valider la transformation de la technologie en produit ainsi que l'élaboration du plan d'affaires de la future firme. La phase 4, au cours de laquelle le produit est développé, débouche sur la création juridique de la jeune entreprise innovante qui doit être prête à pénétrer son marché. La phase 5 consacre la phase de production et de *marketing* assurant la croissance de la firme.

1. Modèle séquentiel de l'émergence d'une jeune entreprise innovante fondée sur la recherche



Source : Auteurs.

(2) Environ 10 % des jeunes pousses financées par le capital-risque (au cours des dix dernières années) rapportent plus de cinq fois la mise initiale, ceci compensant les nombreuses pertes (44 % des firmes financées). Entre les deux, un tiers des firmes financées rapporte au moins deux fois la mise initiale (DIGITP, ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, 4 pages des statistiques industrielles, n°165, septembre 2002).

Évidemment ces phases sont schématiques et des firmes émergent selon les principes qui peuvent différer ; notamment la création de la firme peut intervenir plus tôt dès la phase 3. La phase 3 est cruciale et a été qualifiée de « vallée de la mort » (Branscomb et Auerswald, 2002). En effet dans cette phase, l'entrepreneur se voit confronter à de nombreux défis, notamment, psychologique, culturel, organisationnel et financier. Tout particulièrement, sur le plan financier, il convient de lever les fonds nécessaires pour le développement de la firme. C'est là que peuvent intervenir des investisseurs tant privés que publics. On peut y trouver des agences publiques comme OSÉO, des investisseurs individuels comme les *business angels*, des fonds d'amorçage, des capitaux-risqueurs.

Le financement de la phase d'amorçage est destiné au financement de l'étude, à l'évaluation et au développement d'un concept initial élaboré par une entreprise qui vient d'être créée ou qui exerce son activité depuis peu mais n'a pas encore commercialisé ses produits. Les fonds d'amorçage sont généralement des fonds de droit privé qui sont spécialisés dans l'apport en capital à des entreprises innovantes et qui participent au premier « tour de table » financier de ces sociétés. Généralement, les universités et les organismes de recherche sont des partenaires de ces fonds ainsi que les organismes de financement, les capitaux-risqueurs et les *business angels*.

Les apports des capitaux-risqueurs⁽³⁾ permettent aussi à l'entreprise d'achever le développement industriel de son projet et de couvrir la fabrication, le *marketing* et la commercialisation ; il est alors rare que l'entreprise dégage des profits importants. Compte tenu de l'existence de la « vallée de la mort », les capitaux-risqueurs s'intéresseront généralement moins à la phase d'amorçage qu'à la phase suivante, lorsque la preuve du concept technologique aura été apportée et qu'un premier client se sera manifesté.

Enfin, le capital-développement est destiné à une entreprise qui a technologiquement mené son produit jusqu'à son aboutissement, vendu ses produits et dégagé des profits. Cet apport en capital aide l'entreprise et se développer ou à retrouver une situation plus conforme aux attentes des marchés.

Dans la création d'entreprise innovante, deux sources de risque prévalent. La première source est liée à l'asymétrie d'informations entre l'entrepreneur et l'investisseur potentiel. Le premier connaît évidemment mieux la technologie en développement et peut également mieux anticiper le marché potentiel. Les dispositifs d'incitation doivent prendre en compte cette asymétrie d'informations pour la réduire. La deuxième source réside dans les possibilités de dissémination de connaissance liée à la recherche en cours. Ceci incite l'entrepreneur à vouloir accélérer les premières étapes pour se retrouver le plus rapidement possible en situation de « monopole ».

(3) Il est souvent distingué le financement des premiers stades (amorçage et démarrage) et le financement de la phase d'expansion.

Force est de constater que les capitaux privés sont peu disposés à s'investir dans les petits investissements et dans les plus risqués au niveau de l'amorçage. Il y a là de véritables défaillances de marché que la Commission européenne a constaté dès 2001 ; en conséquence, elle accepte, dans une certaine mesure, les aides publiques pour inciter les capitaux privés à s'investir dans les jeunes et petites entreprises⁽⁴⁾.

1.1.3. Les spécificités de l'entrepreneuriat cognitif

En réalité, la présentation séquentielle précédente est insuffisante pour comprendre la complexité du processus en cours. Frémiot a qualifié ce processus d' « entrepreneuriat cognitif », cette transformation du chercheur en entrepreneur, du bien public en bien privé et l'idée en firme compétitive. « L'entrepreneuriat cognitif peut, dans une approche dynamique, être décrit comme un processus d'apprentissage par lequel un chercheur va rechercher, acquérir et recombinaison par interaction avec son milieu, un ensemble de capacités cognitives lui permettant d'une part, de transformer et de commercialiser sa découverte scientifique afin d'en tirer profit et d'autre part, de transformer son statut de chercheur en statut d'entrepreneur » (Frémiot, 2007a).

L'entrepreneuriat est ainsi davantage un processus d'apprentissage qu'un processus séquentiel. On comprend alors tout l'intérêt des incubateurs qui permettent d'accueillir, de conseiller et de faire se rencontrer ces jeunes entreprises innovantes aux divers stades de leur développement. Les incubateurs sont des institutions sans but lucratif qui permettent d'une part, d'identifier les porteurs de projets et les créateurs d'entreprise potentiels issus des laboratoires de recherches publics ou universitaires ou d'entreprises privées, et d'autre part de les aider à mener à bien leur projet (soutien logistique, conseils juridiques et fiscaux, etc.). En règle générale, les incubateurs sont liés à des fonds d'amorçage aux capitaux publics et privés. Des réseaux de *business angels* peuvent être présents dans les incubateurs.

Les incubateurs ont fait désormais leurs preuves de par le monde, y compris en France en assurant généralement quatre missions : information et veille technologique, formation au management, mise en relation avec des partenaires scientifiques et industriels et aide directe ou indirecte au financement. Ils accélèrent ainsi la création d'entreprises en faisant bénéficier les porteurs de projet de leurs réseaux institutionnel, industriel et financier.

Les incubateurs sont une réponse à l'enjeu de la rationalisation du processus de lancement des projets de création d'entreprises innovantes. « Présentés comme des réducteurs d'incertitude et de risques, ils facilitent les différentes transformations » lié à l'entrepreneuriat cognitif, ils jouent ainsi

(4) Communication de la Commission « Aides d'État dans le capital-investissement » JOCE, 21/08/2001.

un rôle essentiel de déclencheur et d'accélérateur de projets, en assurant leur bonne orientation par rapport au marché et en fournissant des ressources adaptées » (Frémiot, 2007a).

L'expérience enseigne qu'il convient d'offrir très tôt au projet et à l'entrepreneur un relationnel d'acteurs financiers (*business angels*, fonds d'amorçage, etc.) prêts à s'y intéresser, à le conseiller, à le soutenir et à y investir. Ceci permet à l'incubateur de remplir des fonctions de co-construction. Par exemple, la co-construction du projet par l'inventeur et un *business angel*, ayant déjà créé avec succès une jeune pousse dans un domaine proche, est un indéniable facteur de réussite. L'incubateur contribue ainsi à l'émergence du « bon » entrepreneur pour développer l'innovation.

On comprend que les incubateurs les plus performants (Rice, 2002) sont ceux qui investissent le plus de temps dans les modalités de co-construction car ils contribuent à améliorer les projets incubés et à renforcer la courbe d'apprentissage de l'incubateur.

1.2. Le capital-risque, un accélérateur efficace d'innovations de rupture

Dans quelle mesure le capital-risque dope-t-il le processus d'innovation ? Cette problématique a fait l'objet de nombreuses études visant à mettre en évidence et à évaluer l'efficacité du capital-risque vis à vis du processus d'innovation.

Le capital-risque étant une classe d'actifs investis principalement dans les entreprises innovantes qui développent des produits à fort contenu technologique, il existe un lien direct entre le capital-risque et l'innovation de produit. Comme il se doit, les secteurs où intervient le capital-risque sont très dynamiques en termes d'innovation, environ 50 % dans le domaine des TIC et 20 % dans celui des sciences de la vie⁽⁵⁾. Cependant, dans les faits, l'activité de capital-risque se révèle très cyclique, comme a pu le révéler la bulle boursière liée à Internet à la fin des années quatre-vingt-dix, ce qui complique évidemment l'analyse.

Est-ce le capital-risque qui incite les firmes à être innovantes, ou les firmes davantage innovantes se tournent-elles vers le capital-risque comme source de financement ? Le lien de causalité entre le capital-risque et l'innovation peut être ambigu comme l'illustrent ces deux questions.

Dans la pratique, le lien de causalité apparaît lorsqu'on fait l'examen des données historiques de levée de fonds de capital-risque et du nombre de brevets déposés à la même période. Mais le montant des fonds de capital-risque et le nombre de brevets déposés peuvent être reliés à un troisième facteur : l'arrivée de nouvelles opportunités technologiques. Les capitaux-

(5) Pour les États-Unis, cf. Venture Expert.

risqueurs induiraient alors plus d'innovations parce qu'ils réagiraient aux signaux du marché reflétant un choc technologique. L'analyse des liens entre le capital-risque et l'innovation a pu surmonter ces écueils et plusieurs enseignements apparaissent robustes.

1.2.1. Un investissement démultipliant la capacité innovatrice des entreprises

Le premier enseignement est relatif à la capacité innovatrice des entreprises où les capitaux-risqueurs interviennent comme actionnaires (Gompers et Lerner, 2001). Ces entreprises déposent plus de brevets que celles où l'actionnariat ne comporte pas de capitaux-risqueurs, ce qui illustre une plus grande capacité innovatrice. Il est tout particulièrement intéressant de noter que ces entreprises ont aussi tendance à déposer plus de brevets relatifs à des innovations radicales que les autres entreprises. Ainsi le capital-risque accouche de plus d'innovations radicales de produit.

Ces études démontrent ainsi que le capital-risque est un facteur démultipliant la capacité innovatrice des entreprises tout en l'orientant vers des nouveaux produits, en rupture avec les produits consommés jusqu'alors. Elles confirment ce que l'histoire même du capital-risque tend à illustrer.

Le deuxième enseignement est relatif à l'efficacité du capital-risque. Sur la période 1983-1992, le capital-risque ne représente que 3 % des dépenses en R&D alors qu'il est responsable de 10 % du nombre de brevets déposés sur la même période (Kortum et Lerner, 2000)⁽⁶⁾. Ce résultat est obtenu en tenant compte des biais précédents. Notamment, les auteurs ont exploité la discontinuité de l'histoire récente du capital-risque et la décision en 1979 d'autoriser les fonds de pension de retraités américains à investir dans le capital-risque ; ce changement majeur est exogène et indépendant de l'arrivée de nouvelles opportunités technologiques et la période qui suit permet d'identifier clairement le rôle du capital-risque.

En d'autres termes, un dollar investi dans le capital-risque contribue trois ou quatre fois plus au dépôt de brevets qu'un dollar dépensé en R&D traditionnelle. Le capital-risque s'avère ainsi un investissement plus efficace pour générer des brevets et donc des innovations que l'activité de R&D traditionnelle. Cependant, le capital-risque n'est évidemment pas en mesure de se substituer à l'activité de R&D traditionnelle, car lui-même résulte de cette activité. Son efficacité, plus forte que celle de la R&D, est néanmoins conditionnée par cette dernière.

Cette impressionnante efficacité du capital-risque amène les chercheurs à s'interroger sur les formes organisationnelles qui sont à la source des innovations radicales. On a vu que la structure de la grande entreprise n'apparaît guère favorable à l'innovation radicale. Le capital-risque serait alors la forme organisationnelle la plus efficace pour financer des entreprises

(6) Pour cela, ils ont examiné l'influence du capital-risque sur les inventions brevetées aux États-Unis, durant trois décennies, dans vingt industries.

avec des projets très innovants et potentiellement très prometteurs. Le fait que de grandes entreprises cherchent à développer l'innovation en dehors de leurs murs, en se portant acquéreurs de jeunes entreprises innovantes, tend à confirmer ce constat.

Le troisième enseignement concerne les facteurs de succès du capital-risque aux États-Unis. Des auteurs (par exemple, Lerner, 2002) ont cherché à expliquer le développement bien plus important du capital-risque aux États-Unis que dans les pays européens. Des facteurs institutionnels et législatifs sont souvent mis en évidence. Le facteur institutionnel réside dans la puissance et la performance de la R&D américaine ; en effet, bon nombre de projets développés par les *start-up* soutenus par le capital-risque trouvent sa source dans les résultats de recherche et les prototypes développés au sein des laboratoires universitaires, notamment grâce au programme SBIR (*Small Business Innovation Research*, voir section 2.5). Le facteur législatif réside dans l'adoption du *Bayh-Dole Act* (voir section 2.3).

1.2.2. La cyclicité du capital-risque

Le quatrième enseignement concerne le caractère cyclique du capital-risque. Pour Kortum et Lerner, l'impact du capital-risque sur l'innovation n'est pas uniforme. En période de surinvestissement en capital-risque comme lors de la dernière bulle Internet dans les années 1999-2000, l'efficacité du capital-risque est plus faible. Les principales raisons sont les suivantes :

- une compétition accrue entre les firmes de capital-risque conduisant à une moindre sélection des firmes ;
- une valorisation excessive des *start-up* ;
- une focalisation trop importante sur un secteur technologique au détriment d'autres secteurs, ce qui conduit à négliger des firmes pourtant prometteuses.

Les politiques économiques doivent tenir compte de ce caractère cyclique de l'activité de capital-risque. Faciliter les levées de fonds en période d'engouement est contre-productif car cela contribue immédiatement à amplifier l'« *overshooting* » et la cyclicité intrinsèque de cette activité. Il paraît plus profitable d'agir sur la demande de fonds d'investissement en capital-risque, au travers d'institutions comme le *Bayh-Dole Act* de 1980 qui a créé un environnement fortement incitatif pour le dépôt de brevets et le transfert de technologies des universités vers les PME. Ces dispositions, et bien d'autres, ont le mérite aux États-Unis de faire survivre l'esprit d'entreprise, et ainsi d'induire des demandes de fonds en période de basse conjoncture.

Ces considérations peuvent justifier des politiques publiques visant à stimuler le capital-risque en période de basse conjoncture de cette industrie, qui va généralement de pair avec celle de l'économie, afin de raccourcir les périodes de creux et contribuer au redémarrage d'une économie en partie tirée par les nouveaux produits innovants.

1.3. Le capital-développement et le LBO, un accélérateur d'évolutions favorables à l'innovation

1.3.1. L'« atelier de réparation » des entreprises

La première justification des opérations de capital-développement et des LBO réside dans la création de valeur, que ce soit par l'amélioration des performances opérationnelles, par l'effet de levier ou par la meilleure connaissance du marché. Ceci passe souvent par des restructurations et des réorganisations. L'existence, pour ces opérations, de performances économiques et financières supérieures à celles des sociétés cotées confirme cette orientation et expliquerait la propagation de ce type d'investissement.

Ces opérations sont alors vues comme faisant entrer des sociétés bien connues dans « l'atelier de réparation » que constituerait cette forme de capital-investissement, pour des durées qui pourraient aller jusqu'à six ou sept ans. Le capital-développement et le LBO feraient alors « sauter » les obstacles au changement en provoquant l'arrivée d'un nouvel actionariat et d'un nouveau management.

Sous cet aspect, les fonds sont alors des organisations financières qui permettent d'organiser la réparation d'entreprises qui sont en grande difficulté, afin de rétablir des performances économiques et financières plus proches de la norme. Le capital-développement et le LBO sont des innovations organisationnelles dont le succès ne se dément pas depuis environ une vingtaine d'années ; l'entrée en bourse, en 2007, du fonds d'investissement KKR (Kohlberg Kravis Roberts) consacre l'intérêt de ce type d'organisation financière.

Cette vision met l'accent sur l'objectif financier du capital-développement et du LBO. Elle n'est pas complètement partagée par les fonds d'investissement comme KKR, ainsi que le montre cette déclaration d'Henry Kravis, son fondateur : « KKR est un investisseur de long terme et il est naturel que les directions se tournent vers nous. Nous avons conservé nos participations sept ans en moyenne sur les trente dernières années. Nous sommes un agent du changement au sein des entreprises. Chez KKR, nous pensons et agissons comme des industriels, pas comme des financiers »⁽⁷⁾.

La « réparation » des entreprises se limitent-elles aux performances financières ? Est-elle aussi la conséquence d'une nouvelle vision industrielle ? Cette problématique n'a pas fait l'objet, nous semble-t-il, de travaux alors qu'elle nous paraît primordiale pour comprendre le rôle économique de ces formes de capital-investissement. En d'autres termes, Henry Kravis a-t-il raison de prétendre qu'il agit aussi en industriel ?

1.3.2. Derrière ces opérations, de nouvelles stratégies industrielles ?

Pour éclairer cette problématique, analysons deux grosses opérations de capital-développement et de LBO réalisées en 2007. La première, la plus importante opération de LBO jamais réalisée, est le rachat du groupe

(7) Le Monde (2007) : *KKR agit en industriel, pas en financier*, 18 juin.

énergéticien texan TXU par KKR et TPG (voir encadré 1). À l'évidence, dans cette opération, KKR agit en tant qu'industriel en proposant un audacieux changement de stratégie industrielle : l'annulation de la commande de huit centrales électriques au charbon et le choix d'investissements respectant le protocole de Kyoto. Bien évidemment, si les États-Unis s'orientent résolument dans les prochaines années vers la maîtrise des gaz à effet de serre, KKR peut en attendre une importante valorisation de son investissement. La stratégie financière se double ici d'une stratégie industrielle. C'est aussi une véritable révolution technologique pour l'énergéticien texan qui devrait se tourner vers des énergies renouvelables ou compatibles avec des rejets faibles en carbone.

1. Changement de trajectoires technologiques : exemples de deux grandes opérations de capital-développement et de LBO.

En 2007, les deux puissants fonds d'investissement américain KKR (Kohlberg Kravis Roberts) et TPG (Texas Pacific Group) ont réalisé le LBO le plus important jamais réalisé en reprenant le groupe énergétique texan TXU Corp pour plus de 44 milliards de dollars.

Au-delà de l'énormité du montant en jeu, la surprise réside dans la stratégie annoncée⁽¹⁾. Les investisseurs ont annoncé qu'ils annuleraient huit des onze projets de construction de centrales électriques au charbon initialement prévus par TXU et qu'ils s'orienteraient vers des énergies plus compatibles avec le protocole de Kyoto. Les annulations de travaux et de commandes d'équipement ont déjà commencé.

Les investisseurs sont persuadés que le contrôle des émissions de gaz à effet de serre est inéluctable et qu'il coûtera très cher à TXU (plusieurs milliards de dollars en pénalité). L'existence d'une forte opposition locale aux constructions en cours les renforce dans leur opinion. En conséquence, ils proposent des solutions pour donner de la valeur à leur groupe dans les cinq à dix ans à venir, compte tenu de l'émergence d'un monde qui régleme le carbone.

Toujours en 2007, Chrysler, le troisième constructeur automobile américain a été acquis par le fonds d'investissement Cerberus. Le constructeur est en effet dans une situation catastrophique, avec 1,4 milliard de dollars de perte en 2006 tandis que le marché américain s'essouffle et que les constructeurs japonais progressent vivement. Cerberus accélère la restructuration du constructeur⁽²⁾ en réduisant la production et en supprimant massivement des emplois ; les effectifs seront ainsi ramenés d'environ 82 000 à 59 000 personnes.

Cette restructuration de grande ampleur se double d'une volonté de se tourner vers des modèles de véhicules « propres », compacts et économes en carburant. Chrysler a d'ores et déjà arrêté la production de quatre modèles boudés par les consommateurs, pour les remplacer par quatre autres dont deux modèles de véhicules hybrides. Pour faire radicalement évoluer sa gamme de véhicules, Chrysler devrait investir plus de 15 milliards de dollars en ingénierie et en nouvelles usines d'ici 2011.

(1) Monde (Le) (2007) : *L'achat en billets « verts » du groupe énergétique texan TXU*, 22 mai.

(2) Monde (Le) (2007) : *Chrysler procède à une nouvelle réduction massive de ses effectifs*, 3 novembre.

Autre exemple célèbre en 2007, la reprise de Chrysler par le fonds d'investissement Cerberus. La sévère restructuration en cours, avec une réduction massive des effectifs, se double d'un nouveau pari industriel, la mise sur le marché de nouveaux modèles plus propres, plus compacts et plus économes en carburant. C'est une véritable révolution technologique pour le personnel de Chrysler et notamment pour ses équipes d'ingénierie.

Cette analyse nous confirme la nécessité de ne pas se limiter à l'ingénierie financière pour comprendre l'intérêt et les ressorts envisageables du capital-développement et des LBO. La stratégie industrielle se révèle être aussi un élément clé pour comprendre les conditions de la réussite de ces opérations.

1.3.3. La dépendance envers la trajectoire technologique

Quelle est alors la vision économique qui permet de les justifier ? Pour y répondre, il convient de faire appel au concept de dépendance envers la trajectoire technologique mise en évidence par les économistes (*cf.* encadré 2).

Les deux opérations de capital-développement et de LBO analysées illustrent parfaitement la pertinence du concept. La firme TXU est antérieurement engagée dans une trajectoire utilisant les technologies « anciennes » de centrales au charbon et, malgré les pressions écologistes très fortes dans la région, elle n'entend pas changer de stratégie et poursuit la construction de onze centrales. L'acquisition de TXU par KKR et TPG fait radicalement évoluer la trajectoire technologique vers de « nouvelles » technologies adaptées aux nouvelles contraintes environnementales⁽⁸⁾. Le poids du passé empêche cette firme d'évoluer ; seul un nouvel actionnariat et de nouveaux dirigeants sont en mesure d'opérer ce changement stratégique.

De même, Chrysler faisait face à une dégradation continue de son chiffre d'affaires et de ses résultats sans trouver le ressort nécessaire à une remise en cause de ses produits devenus inadaptés aux nouvelles demandes des consommateurs. L'adoption d'une nouvelle trajectoire technologique à base de voitures plus propres, plus compactes et plus économes en carburant n'a pu se faire que dans le cadre d'une opération de capital-investissement.

Si on reprend l'image de la « réparation » de l'entreprise dans un atelier qui symboliserait le capital-développement et le LBO, il convient donc de rajouter l'image du « traitement médical » en hôpital pour surmonter la dépendance aux technologies potentiellement dépassées.

(8) On pourrait considérer que la centrale électrique au charbon est une technique qui survivra sous réserve de la séquestration du CO₂. Cependant, cette technique nécessite de longs travaux de recherche et l'identification d'un site de stockage, ce qui n'en fera pas une technologie largement répandue.

Ainsi, le capital-développement et le LBO peuvent être justifiés par de salutaires changements de trajectoires technologiques. Ces opérations réalisent alors des « destructions » d'anciennes technologies et mettent en place des technologies potentiellement prometteuses. Elles contribuent ainsi à la destruction créatrice chère à Schumpeter.

Le capital-développement et le LBO, placent-ils alors les entreprises qui en font l'objet dans des situations favorables pour contribuer ultérieurement à l'innovation ? La théorie économique permet *a priori* d'y répondre favorablement pour deux raisons fondamentales :

- les meilleures performances économiques et financières obtenues après ces opérations constituent une situation favorable à la prise de risque liée à l'innovation ; bien évidemment, on admet que l'obtention de ces performances ne s'est pas faite en sacrifiant l'investissement dans l'innovation ;
- le changement de trajectoire technologique ouvre de nouvelles perspectives d'innovation en étant davantage en phase avec les attentes des marchés et des citoyens.

2. Le concept de dépendance envers la trajectoire technologique

Le concept a été introduit dans les années quatre-vingt et, depuis, a fait l'objet de nombreux travaux (Arthur, David, Puffert, par exemple).

Il est considéré que les firmes ne font pas toujours les mêmes choix dans les techniques retenues, dans la qualité des produits, dans la R&D et dans les investissements ; autrement dit, il existe une grande diversité de technologies envisageables, même si les firmes veulent faire des choix rationnels. Les firmes n'explorent pas tout le stock de connaissance à leur disposition mais se limitent à celles qui leur sont utiles dans leur cadre de connaissances. D'où l'endogénéité et l'hétérogénéité du progrès technique.

En outre, les choix effectués dépendent des choix antérieurs ; en conséquence, les trajectoires technologiques s'avèrent généralement irréversibles. Dans ce contexte, la réorientation d'une trajectoire technologique, autrement dit l'adoption d'une nouvelle technologie en rupture avec les précédentes, peut s'avérer très difficile à décider compte tenu du poids du passé, des habitudes culturelles et de la lourdeur des organisations en place. La dépendance aux choix antérieurs est de nature à freiner ou à empêcher l'adoption d'une technologie plus adaptée ou plus performante.

Un exemple souvent cité est celui du clavier QWERTY des machines à écrire ; ce clavier était à l'origine non optimal en termes de rapidité d'écriture afin de protéger la technique d'alors. Ce type de clavier n'a jamais été modifié du fait de sa trop grande diffusion.

2. Les nouveaux leviers du capital-risque

Désormais, nous nous centrons sur le capital-risque qui a un impact fort et direct sur le processus d'innovation et qui contribue à l'accélérer. Dans le cadre d'une analyse comparative avec les États-Unis, et avec le Royaume-Uni, nous avons mis en exergue les nouveaux leviers qui démultiplient l'impact du capital-risque sur la création et le développement d'entreprises innovantes ainsi que ceux qui amplifient les demandes de financement de ce type.

2.1. Des performances très contrastées entre les États-Unis, l'Europe et la France

L'investissement en capital-risque, rapporté au PIB, est trois fois plus élevé aux États-Unis qu'en Europe ou en France⁽⁹⁾. Mais ce décalage est encore aggravé si on tient compte de la part des secteurs de la haute technologie dans les investissements en capital-risque : 75 % pour les États-Unis, mais seulement 35 % pour l'Europe et 37 % pour la France. L'investissement en capital-risque dans les secteurs de haute technologie est *a priori* davantage porteurs d'innovations, notamment de rupture. L'investissement français en capital-risque (par rapport au PIB) dans le secteur de la haute technologie est donc environ 6 fois inférieur à celui des États-Unis ; en Europe, seul celui du Royaume-Uni est notablement supérieur à celui français, environ de 64 %⁽¹⁰⁾.

En outre, les performances du capital-risque européen sont systématiquement en deçà des performances du capital-risque américain, comme le montre le tableau 1. Cet écart apparaît structurel, ce qui suggère que les capitaux-risqueurs financent trop de projets inadaptés, induisant ainsi une baisse du rendement moyen et des capitaux investis.

TRI des fonds levés en capital risque sur la période 1976-2006

	Minimum	1 ^{er} tiers	2 ^e tiers	3 ^e tiers	Maximum
États-Unis	- 26,97	1,08	8,19	22,34	100,30
Union européenne	- 45,13	- 5,83	2,30	9,05	81,29

Source : Thomson Financial.

De telles différences dans la durée entre les États-Unis et les autres économies développées, tant dans les volumes d'investissement mis en jeu que dans leur rentabilité, ne peuvent que susciter d'importantes interrogations

(9) Pour la moyenne 2000-2003, États-Unis, Europe, France, respectivement 0,38 %, 0,13 et 0,12 % (OCDE, 2005a)

(10) Le capital-risque rapporté au PIB est de 0,22 % tandis que la part des secteurs de haute technologie est de 33 %.

pour l'Europe et la France. Y aurait-il une « pénurie » de capitaux à investir ou une offre insuffisante de « bons » projets à financer ? Y aurait-il un problème d'efficacité des dispositifs d'incitation à l'innovation ou des signaux permettant l'ajustement entre les demandes des jeunes pousses innovantes et les différentes formes de financement ?

Dans la suite de ce complément, dans le cadre de l'analyse comparative, ces interrogations seront sous-jacentes à l'examen des différents leviers.

2.2. Les *business angels*

2.2.1. De la spécificité et de l'importance des business angels

Les *business angels* sont des personnes physiques qui investissent une partie de leur patrimoine propre dans une société innovante, à fort potentiel et généralement en création, et qui mettent à disposition de cette société leur compétence, leur expérience professionnelle, leur réseau relationnel et une partie de leur temps.

Ils interviennent donc dès les premières phases du processus d'innovation, afin de permettre aux entreprises technologiques de réaliser leurs premiers développements et notamment de faire la preuve du concept technologique. Or une des difficultés majeures du développement des entreprises technologiques en Europe et plus précisément en France, est l'obtention des premiers financements dans la phase d'amorçage, comme le montre les études comparatives (Ernst & Young, 2007) ; d'où l'intérêt d'examiner la contribution potentielle de ces investisseurs.

Dans le processus de financement, les *business angels* jouent un rôle très spécifique. En effet, ils interviennent majoritairement après l'octroi des aides publiques à la R&D et avant l'investissement par les capitaux-risqueurs. C'est d'autant plus vrai que le seuil à partir duquel interviennent les capitaux-risqueurs est de plus en plus élevé.

En effet, l'*equity gap*, l'écart entre les premiers investissements accessibles et le seuil en dessous duquel les capitaux-risqueurs n'investissent plus, ne cesse d'augmenter en Europe. Il est désormais de l'ordre de 1,5 à 2 millions d'euros. Ceci rend plus complexe la recherche de capitaux pour la plupart des créateurs d'entreprise et met en évidence le rôle primordial que jouent les *business angels* en comblant le fossé des investissements dans l'innovation et en risquant leurs capitaux dans les premiers stades du développement des entreprises.

Les *business angels* jouent donc un rôle crucial entre les premiers investissements de l'entrepreneur (famille et amis compris) et ceux des autres investisseurs, tels que les capitaux-risqueurs et les banques. Citons à titre d'illustration un cas célèbre, la société Google : les premiers 100 000 dollars ayant permis la création de la *start-up* furent versés par deux *business angels*, proches des fondateurs.

Le poids économique des *business angels* aux États-Unis (et au Royaume-Uni) est considérable car ils sont 100 fois plus nombreux aux États-Unis (10 fois au Royaume-Uni) qu'en France (*cf.* encadré 3). Aux États-Unis, ils investissent des montants équivalents à ceux des capitaux-risqueurs⁽¹¹⁾.

3. Les *business angels* aux États-Unis et en Europe

Les poids des *business angels* reste marginal en France malgré les dispositions fiscales prises ces dernières années⁽¹⁾, alors qu'il est considérable aux États-Unis, important au Royaume-Uni. Les *business angels* sont estimés⁽²⁾ au nombre de 550 000 aux États-Unis contre environ 100 000 en Europe dont 50 000 au Royaume-Uni et environ 5 000 en France.

L'activité est florissante aux États-Unis où les *business angels* investissent au total environ au moins autant que ceux des capitaux-risqueurs ; par contre, on en est très loin en Europe et tout particulièrement en France où les montants investis pour les *business angels* sont très faibles, relativement à ceux des capitaux-risqueurs.

Toujours aux États-Unis, les *business angels* ont historiquement financés dix fois plus de jeunes pousses que les capitaux-risqueurs ; ils investissent chaque année dans environ 50 000 entreprises (Commission européenne, 2002).

Le montant moyen investi par opération en France est relativement faible (en dessous de 100 000 euros), au regard de la moyenne européenne (autour de 200 000 euros par opération) tandis qu'il est d'environ de 270 000 euros aux États-Unis⁽³⁾.

Il est admis que les dispositions fiscales plus favorables existent aux États-Unis et au Royaume-Uni⁽⁴⁾ ; en outre, un facteur de réussite aux États-Unis s'avère être les aides financières octroyées par L'état sous forme de prêts avantageux aux entreprises dans lesquelles investissent les *business angels* (au travers des SBIC ; voir plus loin).

(1) En 2004, des mesures favorables furent prises : par exemple, l'extension des exonérations d'ISF pour les co-investisseurs dans les PME (engagement collectif de conservation d'au moins six ans) ou encore la création de sociétés de capital-risque unipersonnelles (SCRU).

(2) Les nombres donnés sont très indicatifs car les *business angels* restent souvent discrets sur leurs activités et font peu partie d'une association de *business angels*.

(3) Ils investissent habituellement entre 100 000 euros et 1,5 million de dollars, généralement dans les premiers stades, préférentiellement avec une proximité géographique (SBA, 2000).

(4) La politique fiscale la plus attractive est appliquée au Royaume-Uni, notamment au travers du Enterprise Investment Scheme (EIS) qui propose des mesures fortement incitatives avec des plafonds de déduction particulièrement élevés, par exemple jusqu'à 270 000 euros par personne et par année fiscale, à rapprocher des 50 000 euros de déduction en France (Ernst & Young, 2007).

(11) Voir, par exemple, Metrick, 2007.

En France, les *business angels* consentent des investissements qui vont habituellement de 5 000 à 500 000 euros. Les enquêtes en France (Ernst & Young, 2007) ont montré qu'il existe plusieurs typologies de *business angels*, chacune ayant des comportements bien spécifiques. On distingue ainsi ;

- les « opportunistes » (investissement moyen inférieur à 50 000 euros) ;
- les « avertis » agissant le plus souvent en *pool* de deux à trois *business angels* (investissement moyen de 100 000 à 250 000 euros ;
- et les chevronnés, agissant en professionnels de l'investissement financier, souvent en concertation avec les capitaux-risqueurs (investissement moyen de 150 000 à 500 000 euros).

Les faibles investissements ne sont pas à négliger pour deux raisons :

- 25 % des créations d'entreprises se font avec un investissement de moins de 5 000 dollars⁽¹²⁾
- l'investissement en *pool* est souvent pratiqué par les *business angels*.

L'éventail des investissements consentis par les *business angels* est donc bien en adéquation avec les investissements requis pour créer une société innovante, souvent situés autour de 300 000 euros. Néanmoins, l'investissement moyen d'un *business angel* en France reste trop faible (70 % des montants restent inférieurs à 50 000 euros), ce qui est insuffisant au regard des besoins des entreprises innovantes. À cet égard, l'investissement moyen consenti en Europe (deux fois plus) apparaît plus adapté, ce qui met en valeur la situation particulière en France.

En France, les *business angels* interviennent dans des secteurs innovants, tout particulièrement dans les TIC (36 %), dans les services et la distribution (22 %) et l'industrie (17 %) ; il convient de noter la faiblesse de leurs investissements dans les sciences de la vie (9 %).

Mais l'intervention des *business angels* constitue aussi un soutien décisif par les conseils prodigués aux chefs d'entreprises (conseils stratégiques, *marketing*, partage des réseaux, partage d'expériences...). Toutes les enquêtes montrent que ce soutien est largement plébiscité par les bénéficiaires⁽¹³⁾. Pratiquement, les *business angels* interviennent majoritairement au cours des deux premières années d'existence des sociétés, souvent à plusieurs et de manière minoritaire. Ils investissent majoritairement en cohérence avec leur expérience professionnelle. L'enquête de terrain menée en France en 2007 montre que, dans près de la moitié des cas, les contributions financières réalisées par les *business angels* ont conduit à une création d'entreprises et que dans plus d'un tiers des cas, elles ont permis de développer une entreprise existante de moins de trois ans.

(12) 50 % des entreprises démarrent avec moins de 25 000 dollars, 75 % avec moins de 100 000 dollars (Commission européenne, 2002).

(13) Exemple de l'étude menée par Ernst & Young (2007) : 85 % des bénéficiaires reconnaissent le rôle décisif joué par les *business angels* dans la création et le développement de leurs activités.

Ainsi les *business angels* s'avèrent être des investisseurs particulièrement motivés par l'innovation, tandis que leur expérience professionnelle garantit l'efficacité de leur apport de compétence. Ces considérations nous permettent de comprendre la place des *business angels* par rapport aux capitaux-risqueurs. Ces derniers s'aventurent rarement dans des investissements inférieurs à un million d'euros, compte tenu des frais de gestion et d'accompagnement unitaire (par projet) jugés alors trop élevés, ce qui contribue à fortement diminuer leur rentabilité. Bien évidemment, les *business angels* sont attentifs aux retours sur investissement mais leur profil de passionné de la création d'entreprise et de l'innovation technologique leur permet de réaliser un accompagnement plus fin et plus adapté à l'amorçage, parfois sans compter leur temps dans les phases critiques. L'asymétrie d'information avec le créateur d'entreprise en est réduite et il participe alors véritablement à une co-construction, ce qui est un gage, comme on l'a vu, de la réussite de l'entrepreneuriat cognitif.

2.2.2. De l'intérêt des réseaux de business angels

Un des freins au développement des *business angels* réside dans la « résistance » des entrepreneurs, elle-même généralement le fruit de la méconnaissance des services rendus. Le fossé entre entrepreneurs et *business angels* se réduit notablement avec l'existence de réseaux de *business angels*.

Ces réseaux sont en pleine expansion car ils facilitent aussi l'adéquation entre la demande de financement et l'offre par les *business angels*. En effet, ils présentent de nombreux intérêts :

- l'accès des *business angels* à un spectre large de projets ;
- la meilleure appréciation des projets par des groupes de *business angels* ;
- la préparation en commun de l'évaluation du risque et des financements, ce qui accélère la constitution de pools pour le financement d'une entreprise technologique.

Ces réseaux se sont beaucoup développés ces dix dernières années. On ne sera pas surpris de constater que les nombres de réseaux de *business angels* sont les plus élevés dans les pays les plus avancés (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne). En Europe, on en compte désormais 280, représentés au niveau européen par EBAN (*European Business Angel Network*).

Il y a environ 35 réseaux de *business angels* en France ; la plupart de ces réseaux restent de dimension locale, de taille modeste et peu connue. L'association « *France Angels* » a été créée en 2001 en tant que fédération ; l'association n'a pas vocation à jouer un rôle d'intermédiaire direct entre investisseurs privés et porteurs de projet, ce qui se fait plutôt au niveau des réseaux.

En Europe, environ la moitié des réseaux de *business angels* est subventionnée par des fonds publics nationaux ou régionaux ; la plupart de ces

réseaux ne se seraient pas développés sans ces subventions publiques (Commission européenne, 2002), du moins au départ. L'expérience anglaise montre que les réseaux subventionnés orientent davantage leurs activités (à 70 %) vers les jeunes pousses et l'amorçage, contrairement à ceux qui ne le sont pas (seulement alors 40 %) ; en parallèle les investissements moyens sont plus faibles, ce qui confirme que les réseaux subventionnés et les réseaux commerciaux se centrent sur des segments de marché différents. Cette expérience montre aussi qu'il y a des complémentarités entre les *business angels* et les capitaux-risqueurs et que la démarche est gagnante pour tous les acteurs, y compris pour l'entrepreneur (Harrison et Mason, 2000).

Dans les pays européens les plus avancés (Royaume-Uni, Suède), on constate que des synergies ont été mises en œuvre pour favoriser le co-investissement. Ainsi, dans le bassin londonien, un *business angel* peut s'impliquer par des investissements directs ou par l'intermédiaire de structures de co-investissement (*London Seed Capital Fund*, *Seraphim Capital Fund*). Citons également l'expérience suédoise où il existe un fonds de co-investissement de 4,2 millions d'euros (*Sting Capital*) qui regroupe les différentes typologies d'investisseurs (*business angels*, capitaux risqueurs, institutions privées, agences gouvernementales) afin de supporter le développement des jeunes pousses technologiques jusqu'à des niveaux de maturité plus attractifs pour une activité traditionnelle de capital-risque (Ernst & Young, 2007).

Plus récemment, des accords de coopération apparaissent entre des réseaux de *business angels* et de grandes entreprises afin de stimuler l'innovation dans certains secteurs. Citons à titre d'illustration l'accord du 24 octobre 2007 entre France Angels et Microsoft pour créer un réseau de *business angels* dédié au financement des projets de développement des logiciels des PME françaises en permettant à des PME et à des *start-up* en recherche de fonds d'amorçage de rencontrer le bon investisseur.

Tout aussi primordial sont les échanges entre les réseaux de *business angels* et les autres acteurs de soutien à l'innovation technologique comme les incubateurs et les pôles de compétitivité. L'enquête de terrain montre en effet que les autres acteurs (OSÉO, incubateurs publics, pôles de compétitivité) jouent un rôle très limité et très disparate selon les régions dans la mise en relation entre les *business angels* et les entrepreneurs. La présence des *business angels* dans les incubateurs peut être bénéfique aux deux parties. Les incubateurs agissent alors en tant que « *pre-screening service* » pour les *business angels*. Ces derniers peuvent bénéficier d'effet d'échelle tandis que les entrepreneurs ont alors accès à un environnement financier intégré et à une expertise supplémentaire.

L'Europe en a pris conscience et a récemment lancé le projet EASY qui implique dix-sept partenaires européens avec pour ambition de stimuler la construction d'alliances stratégiques entre les différentes sources de financement (au niveau local et international, rapprochant les *business angels* et les autres acteurs (fonds d'amorçage, capital-risque...). En France des coo-

pérations régionales se sont développées au travers de l'Union nationale des investisseurs en capital pour les entreprises régionales (UNICER, 2005), entre les *business angels* et les fonds d'investissement régionaux ; les *business angels* peuvent alors représenter entre 17 et 40 % des fonds investis (Commission européenne, 2002).

2.3. Les universités entrepreneuriales

2.3.1. Les universités américaines et la création d'entreprise

Il est largement reconnu que les universités américaines, scientifiques et technologiques, se classent parmi les meilleures de par le monde (classement de Shanghai) pour la qualité de leurs enseignements, la renommée de leurs enseignants et l'intérêt de leurs recherches ; fait moins connu, elles sont aussi les meilleures par le nombre de *start-up* qui sont issues de leurs recherches.

Quelles relations ces universités entretiennent-elles avec le capital-investissement ? Quel rôle joue le capital-investissement dans l'innovation technologique portée par ces universités ? Ces questions font partie d'une interrogation qui s'est développée aux États-Unis durant ces dernières années (Palmintera, 2004 et 2005).

Tout d'abord, rappelons le tableau impressionnant des créations d'entreprises depuis 1980 et la parution du « *Bayh-Dole Act* », loi organisant le transfert technologique entre d'une part, les universités et, d'autre part l'industrie et ses PME. Suite à l'adoption du *Bayh-Dole Act*, les États-Unis ont connu une véritable explosion du nombre de brevets dont l'origine est dans les travaux des universités américaines. Depuis 1981, ce nombre est passé de 1 500 à 4 500 ces dernières années⁽¹⁴⁾. Ce sont désormais 158 universités qui dans le pays, mènent des actions de transfert technologique, soutenant la création de très nombreuses jeunes pousses : 5 171 depuis 1980. Le rythme de création de jeunes pousses s'est accéléré et on en comptait 400 uniquement en 2005.

Le MIT surclasse les autres institutions avec la création annuelle en moyenne de plus de vingt entreprises par essaimage et transfert technologique. Il convient de noter qu'en plus, environ 150 jeunes pousses sont créées chaque année par des étudiants, des membres ou des anciens de ce célèbre institut. Citons également l'Université de Stanford qui a déposé annuellement environ 300 brevets et qui a été à l'origine de nombreuses entreprises entrepreneuriales comme Google, Sun Microsystems, Netscape, Cisco Systems et Yahoo !

Ce complément met en évidence deux types d'universités, celles qui mettent en avant leur fonction première d'enseignement et de recherche et

(14) Science and Engineering Indication, 2006, National Science Foundation.

celles qui recherchent un équilibre entre l'excellence académique, le transfert technologique et les buts commerciaux. Ces dernières ont développé l'esprit d'entreprise et ont facilité l'accès au capital-amorçage, au capital-risque et aux incubateurs.

Les deuxièmes, encore dénommées universités entrepreneuriales, montrent qu'elles ont enrichi l'environnement académique, qu'elles sont devenues plus attractives pour les professeurs et les chercheurs les plus renommés et qu'elles ont développé les capacités d'innovation de leurs étudiants, grâce au transfert technologique et à la création d'entreprises. Ainsi les universités qui réussissent le mieux dans la valorisation de la recherche sont les universités « entrepreneuriales ». L'excellence académique reste toujours la condition d'un transfert technologique efficace et les universités entrepreneuriales ont toujours des budgets de recherche alimentés aux trois quarts par les fonds fédéraux.

Les universités entrepreneuriales se distinguent par l'accès facile aux *business angels*, au capital d'amorçage et au capital-risque. Quand le capital pour les premiers stades n'existe pas, les universités en ont créé en faisant appel aux capitaux privés et publics et les réseaux de *business angels* y jouent un rôle croissant de financement.

4. Les universités américaines et le capital-investissement

Il est également bien connu que les plus prestigieuses universités sont également très riches, notamment à travers leurs fondations. Ce que l'on sait moins, c'est qu'elles allouent jusqu'à 30 % de leurs actifs dans le capital-investissement et que le produit de leurs investissements représente une bonne partie de leurs financements privés.

Citons, à titre d'illustration, l'université de Princeton qui a accumulé 15 milliards de dollars d'actifs à mi-2007 et qui en a investi 20 % dans le capital-investissement ainsi que la richissime Harvard (35 milliards de dollars d'actifs sous gestion à mi-2007) qui possède 4 milliards de dollars investis dans le non coté. Ces fondations se sont orientées vers le non coté, il y a trente ans pour certaines. Le goût pour cette classe d'actifs ne se dément pas et les fondations universitaires ont représenté en moyenne 9 % des engagements de fonds clôturés en 2006 (selon Private Equity Intelligence, Ltd). Les fondations prévoient d'accroître encore leur allocation dans les prochaines années.

Ces allocations dans le capital-investissement confèrent aux universités entrepreneuriales plusieurs avantages :

- une source significative de revenus et de financement pour être attractive et pour financer du capital-amorçage et du capital-risque ;
- une culture du risque d'entreprise et du risque financier plus prononcée, qui s'étend des étudiants aux anciens élèves, ces derniers fournissant des informations pertinentes.

Ces universités ont en parallèle développé la culture entrepreneuriale, ce qui est une clé de la double réussite en termes de transfert technologique et de création de jeunes pousses. Ceci s'appuie sur de classiques cours sur la création d'entreprises jusqu'à plus récemment la participation d'étudiants à l'analyse de projets d'investissement dans le cadre du capital-investissement mené par l'université. Les véhicules de capital-investissement créés par les universités se révèlent des outils de formation à tous les aspects de la création d'entreprises technologiques. Mentionnons ainsi l'Université d'Utah aux États-Unis qui a créé en 2001 le premier fonds de capital-investissement afin d'améliorer la qualité de l'éducation entrepreneuriale ; le fonds résulte d'une collaboration entre les étudiants, les enseignants et les professionnels du capital-investissement, les fonds étant levés par les étudiants.

2.3.2. *Le Bayh-Dole Act, à l'origine des universités entrepreneuriales*

Avant 1980, le gouvernement fédéral était à la tête d'environ 30 000 brevets dont seulement 5 % étaient commercialement exploités. Pour y remédier, le *Bayh-Dole Act*, du nom des deux sénateurs Birch Bayh et Robert Dole qui le proposèrent, fut adopté en 1980.

Le *Bayh-Dole Act (University and Small Business Patent Procedures Act)* est un acte majeur dans le domaine de la propriété intellectuelle et dans le transfert de technologie. Il donne aux universités et aux PME la propriété intellectuelle des inventions qui résultent de recherche menée avec des fonds du gouvernement fédéral.

Il facilite les transferts technologiques entre les universités et les entreprises, de préférence les PME. En échange, les PME s'engagent à déposer des brevets, partager les royalties avec l'inventeur, à favoriser l'enseignement et la recherche et à donner la préférence à l'industrie américaine pour la production des nouveaux produits. L'université qui ne se conforme pas au *Bayh-Dole Act* peut perdre le bénéfice de ses découvertes ; en outre, cette loi autorise les chercheurs à tirer un profit financier des innovations qu'ils ont générées ; elle incite les chercheurs universitaires à essaimer par la constitution de petites entreprises innovantes.

Le *Bayh-Dole Act* est unanimement considéré aux États-Unis comme étant à l'origine d'une impressionnante accélération du transfert technologique vers les PME et du renforcement du lien université-industrie, au travers de licences exclusives, ce qui est très attractif pour les PME. D'autres actes ont ultérieurement amplifié les incitations pour la collaboration université-industrie. Citons ainsi en 1988, le « *Technology Transfer Act* » qui autorise les laboratoires fédéraux à conclure des accords de R&D, à collaborer avec des tierces parties incluant des firmes privées afin de stimuler la commercialisation de technologies originaires des laboratoires fédéraux.

Suite au *Bayh-Dole Act*, la plupart des licences octroyées dans les universités américaines sont sous la forme de « *proof on concept* » ; il reste

donc un long chemin avant d'aboutir à un produit commercialisable et bien évidemment à ce stade le potentiel commercial n'est pas connu. Ce potentiel va dépendre de l'effort de l'inventeur et de sa capacité à coopérer avec l'industriel qui achète la licence. Pour concrétiser le potentiel commercial, l'université a besoin d'un effort entrepreneurial financé d'abord par du capital d'amorçage privé ou public puis ensuite par du capital-risque.

De plus en plus d'universités investissent directement en fonds propres dans les firmes, en tant que rétribution de l'usage de la propriété intellectuelle de l'université (Feldman et al., 2002). En 1999, il était estimé que 40 % des universités avaient investi dans 240 firmes. Désormais, l'investissement en fonds propres est vu comme une alternative aux classiques redevances liées aux licences d'exploitation. Dans ce contexte, la plupart des universités ont défini des chartes pour cadrer leurs investissements en fonds propres dans de jeunes entreprises innovantes issues de la recherche académique.

Cette dynamique vers des universités entrepreneuriales provoque un grand intérêt au Royaume-Uni. Tout récemment, le ministre anglais Ian Pearson (*Science and Innovation Minister*) a déclaré que le capital-investissement doit doper la capacité du pays à transformer les avancées scientifiques et technologiques en nouveaux produits. « *Private equity is a key part of the life-blood of the UK's innovation ecosystem... Private equity is an aggressively creative force in The UK's economy and a source of the country's competitive advantage* » selon Mr Pearson⁽¹⁵⁾. La combinaison université et capital-investissement est ainsi considérée comme une combinaison gagnante et il encourage les universités à aller dans ce sens.

2.3.3. Des fonds de capital-amorçage et des incubateurs en France

Dans d'autres pays développés, les pouvoirs publics ont incité à la création de fonds d'amorçage et d'incubateurs, notamment ceux liés à la recherche publique.

Dans le cadre de la loi sur l'innovation et la recherche du 12 juillet 1999, des incubateurs et des fonds d'amorçage⁽¹⁶⁾ ont été créés en France. Les 29 incubateurs encore en activité en 2007 ont soutenu 1 732 projets d'activité (Prétet, 2007) de 2000 à 2005 :

- 45 % des projets sont issus de la recherche publique ;
- 51 % sont d'origine extérieure à la recherche publique mais y sont liés par une collaboration avec un laboratoire public de recherche ;
- 4 % sont issus de la recherche privée.

(15) Ian Pearson Speech to British Venture Capital Association Technology Spin Out Conference 29th October 2007.

(16) Ils ont le statut de FCPI.

Les secteurs technologiques concernés sont essentiellement les sciences de la vie (34 %), les TIC (33 %) et les sciences de l'ingénieur (29 %). À la fin 2006, 901 entreprises avaient été créées et étaient encore en activité, soit une création d'environ 150 entreprises innovantes par an en moyenne⁽¹⁷⁾.

Les onze fonds de capital-amorçage sélectionnés dans le cadre de l'appel à projets de 1999 ont investi à fin 2005 dans 105 entreprises dont 45 issues des incubateurs (Castellani, 2006). Avec un montant total d'investissements de 59 millions d'euros, ces fonds occupent désormais une place importante sur le marché du financement de l'amorçage. Cependant les difficultés à sortir du capital des entreprises les ont contraints à consacrer une part importante de leur activité à des refinancements (42 % du total investi). Le montant investi⁽¹⁸⁾ est en moyenne de 487 000 euros par entreprise, 413 000 euros par entreprise « incubée » ; 43 % des investissements sont inférieurs à 200 000 euros.

En définitive, la création d'entreprises issues de la recherche publique s'est révélée particulièrement dynamique depuis 1999, le rythme annuel de créations ayant été multiplié par plus de trois entre le milieu des années quatre-vingt-dix et la période 1999-2002 (Langlois-Berthelot, 2007). Les incubateurs ont contribué à la création annuelle d'environ soixante-dix entreprises issues de la recherche publique. Ceci est d'autant plus marquant qu'il est jugé globalement que la valorisation de la recherche progresse peu en France depuis quinze ans.

Cependant, ces résultats sont moins encourageants au regard de la croissance des entreprises créées⁽¹⁹⁾ et les grands succès restent rares. Il apparaît que l'implantation territoriale des incubateurs est trop dense, que le nombre de fonds régionaux est trop élevé ; la faible croissance d'une grande partie des jeunes pousses plaide pour une plus grande professionnalisation et sélectivité des projets (Langlois-Berthelot, 2007).

En dehors du cadre de la loi sur l'innovation et la recherche, une première initiative dans ce sens est à mentionner tout récemment en France⁽²⁰⁾. Cinq grandes écoles⁽²¹⁾ d'ingénieurs et de commerce viennent de créer un incubateur dédié aux projets technologiques en mettant en commun leurs

(17) Pour les entreprises créées, le capital (en 2006) provient majoritairement des fondateurs (79 %), le rôle des investisseurs restant limité (*business angels* : 8 %, les fonds de capital-risque : 8 % et les fonds d'amorçage : 4 %).

(18) Les fonds de capital-amorçage ont investi dans 6 % des entreprises créées dans les incubateurs, davantage dans des entreprises créées en dehors des incubateurs (8 % en équivalent).

(19) Moins d'une entreprise en activité sur dix a atteint après quatre ans un niveau de chiffres d'affaires d'un million d'euros ou de vingt salariés.

(20) Échos (Les) (2007) : « Les grandes écoles du Nord font incubateurs communs », *Horizons Régions*, n° 11, 18 octobre.

(21) École supérieure de commerce de Lille, École centrale de Lille, l'École d'ingénieurs ENSAIT, et L'ENSAM (Arts et métiers).

outils d'accompagnement de porteurs de projets d'entreprise et en travaillant avec des fonds d'amorçage. Cet incubateur devrait soutenir quelque 80 projets par an et générer ainsi de vingt à trente entreprises innovantes par an.

2.4. Le soutien public au capital-risque

2.4.1. Les fonds publics privés aux États-Unis

C'est aux États-Unis que l'on trouve les initiatives les plus importantes dans ces domaines. Le programme SBIC (*Small Business Investment Company*)⁽²²⁾, une émanation du *Small Business Act*, vise à faciliter le financement des fonds privés de capital-risque (Guillaume, 2002). Les SBIC sont des sociétés privées de capital-risque, agréées par le SBA, qui garantissent leurs investissements dans le capital de petites entreprises : Apple Computer, Compaq computer, Intel, AOL, sont quelques unes des entreprises créées par le programme SBIC. C'est *a priori* le plus vaste soutien public au capital-risque de par le monde. L'aide publique apportée à ces fonds consiste en une mise à disposition à un coût avantageux de fonds publics qui offrent un effet de levier aux fonds privés.

Dans le cadre de ce programme, on dénombrait 374 SBIC⁽²³⁾ aux États-Unis qui gèrent un actif d'environ 19 milliards de participation et de prêts aux entreprises (Guillaume, 2002). Les SBIC sont des sociétés totalement privées qui ont obtenu une licence de la SBA ; elles appartiennent généralement à un petit groupe d'investisseurs locaux⁽²⁴⁾. Les SBIC bénéficient, en plus de leurs propres capitaux, de fonds empruntés à des taux d'intérêt favorables auprès du gouvernement fédéral. Pour les SBIC créés après 1994, l'effet de levier est limité à 200 % (2 dollars prêtés pour 1 dollar de fonds propres des SBIC) et les remboursements des emprunts auprès de la SBA n'interviennent que lorsque les SBIC réalisent des profits.

Ainsi, les SBIC bénéficient de conditions parfaitement avantageuses tandis que le coût du programme pour le Trésor américain est relativement faible. Les SBIC doivent investir dans les entreprises dont l'actif ne dépasse pas 18 millions de dollars. Les SBIC financent majoritairement les entreprises de moins de trois ans et le montant moyen des prises de participation est inférieur à 2 millions de dollars. Le programme s'est avéré rentable pour les investisseurs privés, le rendement moyen sur le capital investi ayant généralement été supérieur à 10 %⁽²⁵⁾.

(22) Ce dispositif a été créé en 1958, preuve d'une attention précoce portée au capital-risque. Ce dispositif a fait l'objet de nombreuses évolutions qui n'ont jamais remis en cause son principe.

(23) Données de 2002.

(24) Dans les années quatre-vingt, les SBIC ont connu des revers en raison d'un manque de professionnalisme des équipes dirigeantes. Désormais, la SBA n'accorde des licences qu'aux opérateurs privés ayant une solide expérience du capital-risque et connaissant le secteur dans lequel ils souhaitent investir.

(25) Il a été supérieur à 10 % à 17 reprises sur 24 entre 1978 et 2001.

Les SBIC sont un acteur majeur du capital-risque puisqu'elles financent 50 % de toutes les actions du capital-risque aux États-Unis. Elles contribuent ainsi à 20 % du volume financé par le capital-risque. Elles sélectionnent 1 à 2 % environ des projets qui leur sont soumis, soit 1 800 dossiers retenus annuellement. Le montant moyen financé par les SBIC est inférieur à celui du capital-risque, autour de 1,5 à 2 millions de dollars contre 5 à 12 millions de dollars. Les SBIC ciblent préférentiellement les entreprises en phase de démarrage (49 % des projets) ; 50 % des financements sont consacrés aux entreprises de moins de 3 ans. Les investissements sont à hauteur d'environ 50 % dans le secteur des TIC et dans le secteur de la production, ce qui confirme qu'une grande part des investissements concerne des entreprises de haute technologie.

Le coût budgétaire de ce programme est des plus réduits. Il est ainsi estimé que la dépense nette pour le gouvernement américain de 25 millions de dollars génère par effet de levier un financement de 4,5 milliards de dollars de l'économie américaine ; l'effet de levier est ainsi exceptionnel ! Un certain nombre de dispositions y contribue comme celle qui prévoit que 10 % des plus-values générées sont versées à la SBA lorsque la société aidée entre en bourse.

Les SBIC constituent un mode intéressant d'intervention publique qui autorise un effet de levier important dans le domaine du capital-amorçage et du capital-risque. Ce sont des acteurs privés qui prennent la décision d'investir dans des projets ou des entreprises. Le Royaume-Uni s'est orienté, ces dernières années, vers un tel outil d'intervention publique (voir encadré 5).

5. L'imitation des SBIC au Royaume-Uni

Le Royaume-Uni s'est inspiré des SBIC et met en œuvre des « *Entreprise Capital Funds* ». Le but est d'améliorer l'accès au financement des PME. Il s'agit :

- d'orienter davantage les investisseurs dans le management de fonds destinés au financement *early stage* ;
- d'offrir des incitations aux investisseurs ;
- de renforcer la collaboration avec les réseaux de *business angels* pour la fourniture de financement et d'expertise aux PME.

Les ECF sont des entités privées qui pourront investir jusqu'à 2 millions de livres en fonds propres dans une entreprise.

2.4.2. Des fonds de fonds publics-privés en France

Malgré les mesures réglementaires et fiscales prises par les pouvoirs publics et en dépit de l'effort consenti par la Caisse des dépôts et consignations, les pouvoirs publics français constatent en 2006 que la mobilisation

des capitaux privés pour financer les fonds de capital-risque et de capital-développement demeure insuffisante. Ainsi, par rapport au Royaume-Uni, le capital-investissement est proportionnellement au PIB, 2,5 fois moins développé en France et trois fois moins qu'aux États-Unis. La France doit progresser sur le créneau des entreprises moyennes : « par rapport à l'Allemagne ou aux États-Unis, le tissu économique français compte moitié moins de ces grosses PME. Ce sont ces entreprises qu'il faut développer en priorité car ce sont elles qui peuvent donner une accélération supplémentaire à notre croissance, à notre R&D privée, à nos exportations »⁽²⁶⁾.

Aussi, considérant qu'il y a une « pénurie » de l'offre dans le capital-risque et le capital-développement, en novembre 2006, les pouvoirs publics ont décidé de lancer « France Investissement », un fonds de fonds public-privé associant la Caisse des dépôts et consignations et des partenaires privés⁽²⁷⁾. Ce programme vise à injecter 3 milliards d'euros sur six ans dans le financement de PME en croissance, de PME innovantes et de jeunes pousses.

Pour 2007, les six partenaires privés ont annoncé un engagement de 400 millions d'euros. La Caisse des dépôts et consignations portera son effort à 300 millions et sur six ans, elle abondera les apports privés à hauteur d'une centaine de millions d'euros par an en moyenne. France Investissement aura ainsi le statut de fonds de fonds d'investissement dans les fonds privés de capital-investissement.

Il est prématuré d'apprécier les effets de la création de France Investissement sur le capital-risque et sur la création d'entreprises innovantes, la priorité affichée étant plutôt celle des PME en croissance et donc du capital-développement. Néanmoins par ce dispositif, l'État apporte une notable contribution à côté des investisseurs privés.

2.5. Les fonds publics d'amorçage, un préalable et un label pour le capital-risque

2.5.1. Le capital-risque et l'equity gap

Pourquoi l'industrie du capital-risque n'est-elle pas en mesure d'identifier très tôt les jeunes pousses prometteuses, dès la phase d'amorçage, et de leur fournir le financement nécessaire ? Que ce soit aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Europe, cette question a été largement débattue (Connel, 2004 et 2006).

En fait, lorsque le capital-risque s'investit dans le capital-amorçage, les rendements sont décevants, voire négatifs. Ceci a conduit les capitaux-risqueurs à se recentrer sur le capital-développement et le LBO où les ren-

(26) Discours de Thierry Breton, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Lancement de France Investissement. Chambre de commerce et d'industrie de Paris, 9 novembre 2006.

(27) AGF, AXA, Banques populaires, Caisse d'épargne, Groupama, Société générale.

dements sont maximaux. L'accroissement considérable des opérations en capital-développement et en LBO est de nature à augmenter les exigences des capitaux-risqueurs en matière de capital-amorçage, ce qui induit l'élévation de l' « *equity gap* ». Des coûts de gestion par projet, trop élevés, contribuent bien sûr à éloigner les capitaux-risqueurs de ce créneau.

En plus de ces raisons financières que nous avons déjà abordées, il y a une autre raison fondamentale qui tient à la nature des technologies développées par les jeunes pousses. Il convient de distinguer les jeunes pousses « flexibles » des « rigides »⁽²⁸⁾ :

- les jeunes pousses dites flexibles ont un chiffre d'affaires provenant essentiellement de contrats de R&D passés par divers clients sur l'application et l'adaptation d'une technologie à divers marchés ;
- les jeunes pousses « rigides » consacrent leur développement à des produits standards, ce qui les conduit à mener des stratégies moins flexibles.

Alors que les premières sont directement orientées par les besoins des clients autour d'une technologie propriétaire, les secondes visent à promouvoir un produit très innovant, susceptible d'être standardisé et d'avoir de grands débouchés. Le développement des premières est relativement aisé et présente peu de risques. Par contre, les dernières offrent généralement de biens meilleurs retours sur investissement mais elles nécessitent des investissements plus importants et risqués. En conséquence, le capital-risque s'intéresse surtout aux secondes.

Pourtant, les premières ne sont pas à dédaigner comme l'illustre l'histoire à succès de la jeune pousse « Cambridge Silicon Radio » au Royaume-Uni qui réussit à imposer la technologie *bluetooth*. Cette jeune pousse des années quatre-vingt-dix a développé pendant une dizaine d'années des technologies sans fil au travers de nombreux contrats de R&D avec différents clients. Quand le *bluetooth* émergea comme standard, ils étaient préparés pour essaimer en relation avec des capitaux-risqueurs. L'expérience du marché et la maîtrise technologique, grâce à la continuité des équipes, leur ont alors permis de s'imposer dans la compétition mondiale face à une douzaine d'autres jeunes pousses.

Les contrats de R&D jouent un important rôle dans le développement des plates-formes technologiques, c'est-à-dire des percées technologiques qui recèlent potentiellement de multiples applications. L'identification de la technologie gagnante ne peut résulter que d'un long processus de sélection au travers du développement de nombreux prototypes pour différents clients finaux. Les contrats de R&D avec des clients réels sont le meilleur moyen pour accélérer la phase exploratoire de développement et sont préférables aux relations limitées à l'environnement académique. Intel est l'exemple même d'une jeune pousse dont le développement a été basé sur des contrats de R&D de différents clients. En 1990, un contrat de recherche

(28) Respectivement « *soft* » et « *hard* ».

de 60 000 dollars a été passé par Nippon Calculating Corporation pour financer le développement du premier microprocesseur ; ceci a permis aux ingénieurs d'aboutir ensuite à la conception de la première puce (Intel 4004) et Intel s'imposa ensuite dans ce domaine.

Ni le capital-risque, ni les *business angels* ne sont bien adaptés à ce type de long développement ; par contre, ils peuvent contribuer au développement de la firme en lançant la phase de standardisation du produit en vue d'un vaste marché. Ce constat a justifié des programmes d'amorçage de grande ampleur, depuis longtemps, aux États-Unis, plus récemment au Royaume-Uni.

2.5.2. *Le SBIR, un soutien massif et efficace à l'amorçage technologique*

Le plus grand programme d'amorçage technologique de par le monde est celui mis en œuvre aux États-Unis depuis 1982, le « *Small Business Innovation Research* ». Ce programme invite les entreprises à créer et à développer, pour des agences gouvernementales, des produits qui n'existent pas. À cet effet, il encourage, d'une part, les chercheurs à créer des jeunes pousses et les PME à explorer leur potentiel technologique et, d'autre part, il incite à la commercialisation de produits innovants.

L'aide aux entreprises prend la forme de contrats de R&D que les agences gouvernementales passent aux PME. L'organisation mise en place est simple : les dix agences de recherches fédérales ont la charge d'externaliser une partie de leur recherche, 2,5 % de leur budget étant réservé aux PME dans le cadre du SBIR. Le contrat de R&D est un contrat commercial que l'agence gouvernementale propose à l'entreprise qui répondra le mieux à l'appel d'offres pour le développement. Par principe, le contrat doit couvrir 100 % du financement nécessaire ainsi qu'un petit profit (7 %) pour l'entreprise.

Le processus de sélection de la firme ressemble à un concours organisé en trois phases. Dans une première phase de six mois, les firmes concurrentes reçoivent une subvention de 100 000 dollars pour mettre en œuvre le projet et étudier sa faisabilité. Dans une deuxième phase de deux ans environ, une ou plusieurs firmes ayant été retenues, l'agence accorde une nouvelle subvention d'un montant moyen de 750 000 dollars afin de développer un prototype. L'entreprise conserve l'entière propriété intellectuelle de la technologie développée. La troisième phase est dédiée à la commercialisation mais ne fait pas l'objet de subventions, l'entreprise conservant une préférence pour de futures acquisitions par l'agence de ces technologies. Si la norme de subvention est de 850 000 dollars, le montant peut varier et il est habituel de rencontrer des firmes ayant reçu annuellement plusieurs millions de dollars de ce programme.

Les entreprises qui répondent à ce genre d'appel d'offres doivent s'adapter à une demande préalable pour un produit n'existant pas. Ce sont donc

les firmes technologiquement flexibles qui sont concernées. Dans les faits, les entreprises sont majoritairement de moins de 25 salariés, même si la possibilité est ouverte pour les firmes jusqu'à 500 salariés. En outre, il n'est pas demandé à ce que la firme existe avant d'avoir touché la première subvention (phase 1). Le SBIR est donc une véritable incitation à la création d'entreprises innovantes.

Le programme SBIR a un impact économique considérable. Annuellement, environ 4000 entreprises sont concernées et le montant des dépenses de R&D s'élève à plus de 2 milliards de dollars. Ce programme a aidé des milliers d'universitaires et de chercheurs à devenir entrepreneurs ; plus de 300 firmes sélectionnées par ce programme sont maintenant cotées en bourse. Il est admis que le succès du programme SBIR est aussi lié à l'existence de la *Small Business Administration* (SBA) qui impose qu'une partie des commandes publiques se dirige vers les PME soit directement (23 %) soit par sous-traitance (43 %). Bien évidemment, les jeunes pousses peuvent en profiter, ce qui consolide leur croissance.

À titre d'illustration, mentionnons quelques réussites exemplaires d'entreprises ayant largement bénéficié du programme SBIR :

- Amgen (médicaments, biotechnologie) créé en 1980, 14 000 employés en 2006 ;
- Quakcomm (téléphonie mobile) créé en 1985, 9 000 employés en 2006 ;
- Genzyme (tests génétiques) créé en 1981, 8 000 employés en 2006.

Il est à noter qu'un programme similaire STTR (*Small Business Technology Transfer*) existe pour inciter aux collaborations avec une université et qu'environ 230 millions de dollars lui est consacré annuellement.

6. Le programme SBIR, en cours d'imitation au Royaume-Uni

Le programme SBIR fait l'objet d'une imitation en cours au Royaume-Uni. Une première tentative dans ce sens fut la création en 2001 du « *Small Business Research Initiative* » (SBRI) pour rendre publiques les contrats de R&D publique vis-à-vis des PME et les porter à 2,5 % du montant des dépenses. Elle ne porta pas ses fruits et en mars 2005, le gouvernement décida d'imposer l'objectif de 2,5 %. Un rapport récent recommande de reprendre les principes du SBIR (par exemple, l'appel d'offres et la sélection) et les montants d'aide de l'ordre de 500 000 livres sterling.

L'expérience anglaise est intéressante car elle montre que la bonne volonté ne suffit pas et que l'effort en faveur des PME doit être imposé par les pouvoirs publics. En effet, les acteurs de la R&D publique sont réticents à perdre le contrôle d'une partie de leur budget ; le même constat avait été dressé aux États-Unis avant l'instauration du SBIR. L'expérience anglaise prend le caractère d'une imposition comme aux États-Unis, en faisant le pari d'une acceptation à moyen terme comme aux États-Unis où personne ne songe à revenir en arrière.

2.5.3. Un label pour le capital-risque

Le programme SBIR contribue à combler l'écart entre le démarrage de la firme et le stade où elle peut s'adresser à une firme de capital-risque. Il finance des entreprises au moment de leur création alors qu'elles mettraient parfois plusieurs années à obtenir un financement de type capital-risque.

Le processus de sélection des entreprises qui induit une compétition entre les firmes pour décrocher ce financement augmente les chances de réussite. En plus, il agit comme un signal pour les investisseurs privés sur le caractère prometteur des volets techniques et commerciaux de l'entreprise choisie⁽²⁹⁾.

Ce type de financement apparaît plus approprié que le capital-risque pour exploiter des technologies ne répondant, *a priori*, qu'à une faible demande. Certaines technologies, initialement réclamées par des agences gouvernementales, font ensuite l'objet d'une demande très soutenue. Le GPS en est une bonne illustration, puisque initialement c'est le département de la défense qui avait commandé et contrôlé cette technologie. Ainsi, l'administration fédérale considère que ce programme permet de capitaliser les investissements de R&D en comblant le fossé du financement d'amorçage pour les technologies prometteuses (Wessner, 2006).

Le programme d'amorçage SBIR rend plus efficace le dispositif de subventions à la R&D en organisant un concours, autrement dit en séparant le « bon grain » du « mauvais grain ». Les capitaux-risqueurs et les *business angels* peuvent s'intéresser aux entrepreneurs soutenus par le SBIR et arrivés aux termes de leur projet. C'est un label de qualité et de rentabilité du projet, compte tenu de l'existence d'un marché pour un produit très innovant et de la possibilité de passer d'une technologie « flexible » à une technologie « rigide » susceptible, par sa standardisation, de concerner un vaste marché. Aux États-Unis, ces entreprises sont considérées comme ayant en quelque sorte un label « *venture capital ready* ».

Ainsi, le programme SBIR améliore la situation de l'industrie du capital-risque de trois manières :

- il amplifie l'offre de technologies innovantes car il accélère la mise au point d'un prototype d'une technologie naissante, grâce à une première incitation commerciale, au travers des commandes des agences gouvernementales ;
- il délivre un label de qualité aux entreprises soutenues qui peuvent se révéler prêtes à une croissance rapide avec l'appui des capitaux-risqueurs et des *business angels* ;
- il contribue à réduire notablement l'asymétrie d'informations entre l'entrepreneur et l'investisseur potentiel.

(29) Lerner fut le premier à décrire cet effet de « label » (Lerner, 1999).

Les réussites d'Amgen, de Qualcomm et de Genzyme, déjà citées, illustrent les rôles complémentaires du SBIR et du capital-risque, car ces entreprises bénéficieront toutes du capital-risque pour assurer leur remarquable croissance.

3. Les enseignements pour la France

Nous avons montré que le capital-risque est un puissant accélérateur du processus d'innovation tandis qu'il l'oriente vers l'innovation de rupture et les nouveaux produits. En cohérence avec ce constat, les États-Unis, qui sont situés à la frontière technologique, investissent beaucoup dans le capital-risque, notamment dans la phase d'amorçage, et ils en tirent un renouvellement important de leurs entreprises et de leurs produits.

Le capital-risque interfère directement dans le processus d'innovation en accélérant l'émergence tout à la fois d'innovations de rupture et d'entreprises innovantes prometteuses. Ce type d'investissement apparaît très efficace en termes de retombées de brevets déposés par rapport à la R&D traditionnelle. L'activité de capital-risque n'est cependant pas substituable à celle de la R&D traditionnelle. Pour contrecarrer le caractère cyclique de cette activité, il apparaît opportun de stimuler la demande de fonds de capital-risque par des dispositions qui agissent en amont en facilitant l'émergence de projets technologiques innovants. L'importance de l'effort de R&D menée aux États-Unis, ainsi que la mise en oeuvre du *Bayh-Dole Act* et du programme d'amorçage SBIR depuis les années quatre-vingt, sont des facteurs clés qui contribuent à démultiplier l'offre de projets industriels innovants et en conséquence à amplifier la demande de fonds de capital-risque.

Nous avons également montré que le capital-développement et le LBO, au delà des réorganisations et des redressements financiers qu'ils induisent, peuvent participer positivement à la destruction créatrice en orientant les entreprises vers les technologies les plus prometteuses et en abandonnant les technologies dépassées ; ils créent alors les conditions d'émergence de futures innovations.

3.1. L'originalité des institutions américaines en soutien du capital-risque

Le capital-risque aux États-Unis est basé sur plusieurs leviers mis en oeuvre depuis les années quatre-vingt de manière originale : les *business angels*, les universités entrepreneuriales, le soutien public au capital-risque et les fonds publics d'amorçage technologique. Ces nouveaux leviers apparaissent spécifiques aux États-Unis tant par leur cadre institutionnel que par l'ampleur des moyens qui y sont consacrés. Plusieurs de ces leviers sont en cours d'imitation au Royaume-Uni, ce qui confirme aussi leur intérêt.

Les *business angels* remplissent une fonction indispensable dans le capital-amorçage, car complémentaire à celle des capitaux-risqueurs qui ne s'aventure guère dans des investissements inférieurs à 1 million d'euros. Compte tenu de leur profil, ils s'investissent plus fortement dans la co-construction du projet d'entreprise innovante, ce qui est un facteur clé de succès et donc à terme de rentabilité ; leurs expériences et leurs apports sont largement reconnus par tous les acteurs de l'innovation. Compte tenu de leur nombre, ils investissent des montants comparables à ceux des capitaux-risqueurs.

Les universités « entrepreneuriales » aux États-Unis montrent le chemin qu'il convient d'emprunter si on veut doper l'innovation de rupture, grâce à une alliance des universités avec le capital-risque. Il est important de constater que cette alliance ne s'est pas faite au détriment des missions académiques des universités mais que, par contre, elle les a rendus encore plus attractives. Le résultat est impressionnant en termes de créations d'entreprises innovantes ; environ 400 jeunes pousses sont créées annuellement uniquement par transfert technologique. Pour expliquer ce succès, tous les experts reconnaissent le rôle décisif joué par la promulgation du *Bayh-Dole Act* en 1980 qui a considérablement facilité et amplifié le transfert technologique. Ces dernières années, une évolution s'est produite en faveur de l'investissement direct des universités dans les fonds propres de jeunes entreprises innovantes issues de la recherche publique.

Les États-Unis apparaissent avoir mis en oeuvre un important programme de soutien public au capital-risque au travers du « *Small Business Investment Company* », dans le cadre du *Small Business Act*. Les sociétés de droit privé (SBIC) reçoivent le soutien des pouvoirs publics et investissent autour de 1 milliard de dollars dans de nombreuses entreprises. Le recours à des agents privés pour orienter les ressources publiques (sous forme de prêts) est finalement d'une grande efficacité et bénéficie à toutes les parties.

Le programme SBIR est le plus grand programme de soutien public de par le monde en faveur de l'amorçage technologique, soutien qui s'avère massif et efficace au travers des obligations budgétaires des agences gouvernementales. Ces dernières doivent impérativement consacrer 2,5 % de leur budget à ce programme, soit environ 2 milliards de dollars annuellement, et elles choisissent elles-mêmes les thèmes et les entreprises lauréates. Le programme SBIR contribue efficacement au développement économique en stimulant une innovation adaptée aux besoins des agences gouvernementales, l'innovation étant déjà associée à une vraie demande.

Ce programme donne aussi aux investisseurs privés un signal sur le caractère prometteur des technologies, y compris commercialement ; les capitaux-risqueurs et les *business angels* sont alors beaucoup plus incités à investir dans les entreprises issues de ce programme.

Il est important de constater dans le « modèle américain » l'importance des dispositifs qui agissent tant sur l'offre de capitaux (*business angels*,

SBIC) que sur la demande de fonds au travers de bons projets à financer (universités entrepreneuriales, SBIR). Le soutien public au capital-risque, notamment dans la phase d'amorçage, apparaît plus important qu'on ne le suppose. L'ensemble de ces dispositions a aussi le mérite de réduire l'asymétrie d'informations entre l'entrepreneur et l'investisseur, ce qui rend l'industrie du capital-risque plus encline à investir.

3.2. La faiblesse française en capital-amorçage

Il y a lieu de penser que l'industrie du capital-investissement française, une des premières en Europe, joue un rôle d'accélérateur de l'innovation, comme aux États-Unis, même si c'est à un degré moindre. Si le capital-développement et les LBO apparaissent à la hauteur des enjeux, à l'évidence le capital-risque est insuffisamment développé à l'heure où l'innovation est reconnue comme un puissant moteur de croissance économique. Il faudrait multiplier l'effort français par un facteur de l'ordre de 6 pour atteindre un niveau équivalent aux États-Unis du capital-risque en faveur de la haute technologie. Ceci indique l'ampleur de l'effort à faire pour se situer au rang des meilleurs.

Ce constat n'est pas nouveau et il interpelle la politique publique en la matière. Pendant longtemps les pouvoirs publics ont privilégié un mode d'intervention fondé sur une série de mesures fiscales et réglementaires incitatives, en évitant d'intervenir directement par l'injection de capitaux (Dubocage et Rivaud-Danset, 2003). La création de France Investissement en 2006 marque un tournant, les pouvoirs publics étant décidés à injecter de notables montants dans le capital-risque et le capital-développement au profit notamment des PME en croissance et des jeunes pousses.

La France est très en retard sur les nouveaux leviers du capital-risque qui sont mis en oeuvre à grande échelle aux États-Unis, et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. Il apparaît que la France souffre à la fois d'une offre insuffisante de capitaux voulant s'investir dans le capital-risque, d'une offre insuffisante de projets technologiques prometteurs ainsi que d'une insuffisance de signaux favorisant les bonnes décisions des acteurs du capital-risque.

Le poids économique des *business angels* reste insignifiant alors qu'ils occupent un espace primordial dans le processus de financement de l'innovation, en comblant le fossé des « petits » investissements, les capitaux-risqueurs n'intervenant guère en dessous d'un million d'euros. Pour être à la hauteur des États-Unis, la France devrait multiplier leur nombre par environ 15 et amplifier leur investissement moyen dans chaque entreprise par un facteur multiplicatif de 2,7.

Pour expliquer de telles différences, on peut avancer plusieurs raisons. La fiscalité, plus avantageuse aux États-Unis et au Royaume-Uni, est sûrement un des facteurs explicatifs. Le fait que le métier de *business angel* soit largement reconnu, que ce soit par les capitaux-risqueurs, les universités,

les incubateurs ou les fonds d'amorçage en est un autre. Enfin, le partenariat public privé, qui se manifeste sous différentes formes, est aussi de nature à diminuer le risque pris par les *business angels*, ce qui en fait aussi un facteur incitatif. La France s'est engagée dans la création de réseaux de *business angels* et dans des partenariats entre ces réseaux et les grandes entreprises ; ces initiatives méritent d'être encouragées par les pouvoirs publics.

Le virage vers les universités « entrepreneuriales » a été pris en France dès 1999 avec la loi sur l'innovation et la recherche ; les vingt-huit incubateurs publics et les onze fonds d'amorçage s'avèrent être un outil relativement efficace en termes de créations d'entreprises innovantes, avec en moyenne annuelle la création d'environ soixante-dix entreprises très innovantes issues de la recherche publique. Le niveau moyen d'investissement de 500 000 euros par entreprise confirme que ces fonds d'amorçage ne s'intéresse pas suffisamment au premier stade d'amorçage et qu'ils ne sont pas en mesure de compenser la faiblesse des *business angels* en France. En outre, la faiblesse du nombre d'entreprises « incubées » ayant bénéficié du financement de ces fonds montre que d'importantes synergies restent à développer. La difficulté à faire croître rapidement ces jeunes entreprises suscite aussi des questions sur la sélectivité du processus.

En dehors du cadre de la loi sur l'innovation et la recherche, une première initiative a été prise récemment par les écoles d'ingénieurs et de commerce du Nord pour créer un incubateur commun et s'allier avec des fonds d'amorçage. De telles initiatives mériteraient d'être encouragées et soutenues par les pouvoirs publics.

La création de France Investissement apparaît prometteuse pour soutenir les investisseurs privés à l'aide de fonds publics et pour accroître l'offre de capital-risque et de capital-développement. Cependant, on peut penser que ces fonds s'orienteront davantage vers le capital-développement que vers le capital-amorçage.

Enfin, la France ne dispose pas d'un soutien massif en faveur de l'amorçage technologique, analogue au programme SBIR, ce qui la prive d'un préalable et d'un label pour le capital-risque.

En définitive, la France paraît souffrir d'une grande faiblesse du capital-amorçage, que ce soit du côté de l'offre ou du côté de la demande. Cette situation n'est pas réellement nouvelle et la persistance de ce déficit en capital-amorçage conduit aussi à s'interroger sur l'insuffisance de la R&D privée et sur la faible valorisation de la recherche publique. Mais elle devient handicapante alors que la compétitivité de l'économie passera de plus en plus par la capacité à faire émerger de nouvelles entreprises innovantes.

Un des moyens d'y remédier réside, côté de l'offre de financements, dans l'accroissement de grande ampleur du nombre de *business angels* et dans la multiplication de leurs réseaux. Côté de l'offre de projets technologiques prometteurs, il convient de s'inspirer des dispositions américaines,

d'une part du *Bayh-Dole Act* qui a facilité le transfert de technologies vers les PME tout en les invitant à faire de la recherche et, d'autre part du programme SBIR qui invite, avec d'importantes subventions, à créer pour des agences gouvernementales des produits qui n'existent pas. De telles dispositions réduiraient l'asymétrie d'informations entre l'entrepreneur et l'investisseur, ce qui serait de nature à donner un signal fort aux *business angels* et aux capitaux-risqueurs pour investir dans des entreprises prometteuses.

De telles dispositions devraient être en mesure de créer une nouvelle et forte dynamique du capital-risque et de l'innovation. À l'évidence, les pouvoirs publics ont un rôle important à jouer. La commission européenne, par sa communication du 21 août 2001 a constaté l'existence de défaillances de marché dans le secteur du capital-investissement et a ainsi ouvert la voie à l'intervention publique pour inciter les capitaux privés à s'investir dans les jeunes et les petites entreprises. Compte tenu de ces spécificités, les futurs développements du capital-risque pourraient aussi s'inscrire dans ce cadre.

Références bibliographiques

- Arthur W.B. (1999) : « Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events », *The Economic Journal*, vol. 99, n° 394, pp. 116-31, mars.
- Baumol W. (2001) : *The Free-Market Innovation Machine. Analysing the Growth Miracle of Capitalism*, Princeton University Press.
- Branscomb L.M. et P.E. Auerswald (2001) : *Tacking Technical Risks: How Innovation, Executives and Investors Manage High-Tech Risks*, The MIT Press, Cambridge MA.
- Branscomb L.M. et P.E. Auerswald (2002) : *Between Invention and Innovation: An Analysis of Funding for Early Stage Technology Development*, Report to the Advanced Technology Program, National Institute of Standards and Technology (NIST).
- Castellani A. (2006) : *Les fonds de capital-amorçage et leurs relations avec les incubateurs d'entreprises innovantes, bilan au 31 décembre 2005*, Ministère délégué à l'Enseignement supérieur et à la Recherche, mars.
- Christensen C.M. (1997) : *The Innovator's Dilemma. When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Harvard Business School.
- Connel D. (2004) : *Exploiting the Science and Technology Base: How to fill the Gaping Hole in the UK Government Policy*, TTP Ventures. Disponible sur www.cbr.cam.ac.uk.

- Connel D. (2006) : *Secrets of the World's Largest Capital Fund: How the United States Government Uses its Small Business Innovation Research (SBIR) Programme and Procurement Budgets to Support Small Technology Firms*, Centre for Business Research, University of Cambridge.
- David P.A. (2000) : « Path Dependence, its Critics and the Quest for « Historical Economics », *Economic History*, février.
- Dubocage E. et D. Rivaud-Danset (2003) : *L'émergence du capital-risque : la politique publique française*, Notes de L'IFRI, La Documentation française.
- Ernst & Young (2007) : *Étude sur le financement des jeunes entreprises technologiques par les business angels en France*, Ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche.
- European Commission (2002) : *Benchmarking Business Angels*, Enterprise Directorate Général, 4 novembre, 35 p.
- Feldman M., I. Feller, J. Bercovitz et R. Burton (2002) : « Equity and the Technology Transfer Strategies of American Research Universities », *Management Science*, vol. 48, n° 1, pp. 105-121.
- Frémiot E. (2007a) : *Les incubateurs publics : une innovation organisationnelle pour la politique de valorisation de la recherche*, Thèse de doctorat en Sciences Économiques, Université Paris-Dauphine, juin.
- Frémiot E. (2007b) : « L'incubateur public, une innovation organisationnelle permettant la réduction des risques associés aux spécificités de l'entrepreneuriat cognitif », *Vie et Sciences Économiques*, n° 176, décembre.
- Gompers P. et J. Lerner (2001) : « The Venture Capital Revolution », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, n° 2, pp. 145-168.
- Guillaume H. (2002) : *Rapport d'enquête sur les dispositifs étrangers d'aide à la création et au développement des entreprises*, Inspection générale des Finances, Conseil général des Mines, octobre.
- Harrison R. et C. Mason (2000) : « Venture Capital Market Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the UK », *Venture Capital*, n° 2, pp. 223-242.
- Kortum S. et J. Lerner (2000) : « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation », *Rand Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, pp. 674-692.
- Langlois-Berthelot M. et al. (2007) : *Rapport sur la valorisation de la recherche*, Inspection générale des Finances, Inspection générale de l'Administration de l'Éducation nationale et de la Recherche, janvier.
- Lerner J. (1999a) : « Public Venture Capital » in *The Small Business Innovation Research Program: Challenges and Opportunities*, Wessner (éd.), National Academy Press Washington.

- Lerner J. (1999b) : « The Gouvernement as Venture Capitalist: The long-Term Effects of the SBIR Program », *Journal of Business*, vol. 72, n° 3, pp. 285-319, juillet.
- Lerner J. (2002) : « Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation », *Harvard Working Paper Economic Review*, n° 03-13.
- Metrick A. (2007) : *Venture Capital and the Finance of Innovation*, Wiley.
- Nelson R.R. et S.G. Winter (1982) : *An Evolutionary Theory of Economic Change*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge.
- OCDE (2003) : *Étude sur la croissance*, OCDE, Paris.
- OCDE (2005a) *Science, Technology and Industry Scoreboard*, OCDE, Paris.
- OCDE (2005b) : *Manuel d'Oslo. Principes directeurs pour le recueil et l'interprétation des données sur l'innovation*, 3^e édition, OCDE, Paris.
- Palmintera D. (2005) : *Accelerating Economic Development through University Technology Transfer*, Economic Development America, hiver.
- Palmintera D. et al. (2004) : *Report to the Connecticut Technology Transfer and Commercialization Advisory Board of the Governor's Competitiveness Council*, Innovation Associates Inc., octobre.
- Papillon J.C. (2005) : « Le rôle de la taille des firmes : les spécificités des petites et moyennes entreprises », *Problèmes Économiques*, n° 2-885, 26 octobre.
- Prézet A. (2007) : *Les incubateurs d'entreprises liés à la recherche publique, État de la situation et bilan au 31 décembre 2006*, Ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche, juin.
- Puffert D.J. (2000) : « Path Dependence, Network Form and Technological Change », *Conférence in Honor of Professor Paul A. David*, Stanford University, 2-3 juin.
- Rice M.P. (2002) : « Co-production of business assistance in business incubators : an exploratory study », *Journal of Business Venturing*, vol. 17, n° 2, pp. 163-187.
- Small Business Administration (SBA) (2000) : *The facts About ACE-Net: The Angel Capital Electronic Network*, SBA, Fact Sheets, n° FS0083.
- UNICER (2005) : *Pour de vraies réponses au financement des jeunes et petites entreprises dynamiques en région*, Livre blanc de l'Union nationale des investisseurs en capital pour les entreprises régionales, juin.
- Wessner C.W. (2006) : *An Assessment of the Small Business Innovation Research Program*, Testimony of Charles W. Wessner before the Small Business and Entrepreneurship Committee US Senate, 12 juillet.

Complément J

Les LBO et leur impact social

Gaby Bonnard et Emmanuel Mermet

CFDT

Les LBO (« *leverage buyout* ») font depuis quelques années la une de l'actualité financière et économique. Plus de 5 000 entreprises françaises seraient contrôlées par des fonds d'investissement. En 2006, un tiers des entreprises concernées par le capital-investissement sont concernées par du LBO/capital-transmission, elles concentrent 56 % de l'emploi des sociétés en capital-investissement (cf. AFIC). À l'origine contenu sur des PME, le phénomène concerne aujourd'hui de plus en plus de grandes entreprises.

Bien que la crise du *subprime* puisse ralentir leur croissance, ces nouvelles techniques financières sont en plein développement. Pourtant, les LBO sont souvent accusés de s'inscrire dans une logique de court terme, de renforcer les objectifs financiers des entreprises, au détriment de l'investissement, de l'emploi et de la stratégie industrielle. Restructurations, plans sociaux, licenciements dans des entreprises sous LBO sont fortement médiatisés et inquiètent les salariés. L'arrivée des fonds de capital-investissement dans une entreprise suscite du coup la crainte des salariés.

Nous revenons dans cet article sur plusieurs dimensions qui préoccupent la CFDT au sujet des LBO : le financement des entreprises, la place des LBO dans l'économie française, la confrontation des logiques entre salariés et entreprise, ainsi que les risques liés à leur développement. Nous terminerons par quelques pistes de réflexion et d'action retenues par la CFDT.

1. Les évolutions du financement des entreprises

Pour la CFDT, le développement du capital-investissement, dont les LBO s'explique par la transformation du rôle des banques dans le financement des entreprises.

1. La modification du rôle des banques dans l'économie

Dans les années soixante et soixante-dix, les banques finançaient directement les entreprises pour leur investissement, soit en leur octroyant des prêts, soit en prenant des parts du capital des entreprises. À la fin des années quarante-vingt en France, la libéralisation des marchés de capitaux s'est accompagnée d'une « désintermédiation bancaire » : les banques ont arrêté ces formes de financement des entreprises. Les grandes entreprises ont dû se tourner vers le marché boursier pour se financer. Les banques se sont recentrées sur le conseil aux entreprises dans le placement en Bourse (courtier et banque d'affaires). Du coup, tout le tissu d'entreprises moyennes s'est retrouvé avec des difficultés de financement, pris en étau entre le recentrage du rôle des banques et le coût d'accès à la Bourse. Cet assèchement des ressources financières des PME a conduit à un développement de formes alternatives de financement, dont les LBO.

Parallèlement à la désintermédiation bancaire, on observe aussi que la liquidité mondiale disponible pour s'investir dans les entreprises s'est considérablement accrue. Les taux d'intérêt mondiaux bas, la croissance de l'épargne retraite des américains et les excédents commerciaux asiatiques ont développé des masses importantes de liquidités qui cherchent à se placer.

On se trouve aujourd'hui à la conjonction de plusieurs phénomènes :

- sur le marché financier, les liquidités sont abondantes. Les fonds de pension cherchent à diversifier leurs actifs notamment en les plaçant sur des fonds d'investissement. Les banques font du crédit et offre des capacités d'endettement aux LBO ;
- du côté des entreprises, nombre de PME sont à la recherche de financement (reprise d'entreprise lors de départs en retraite des chefs d'entreprise, besoins de développement en taille des entreprises) sans passer par la Bourse ou l'emprunt direct en banque ;
- enfin de nombreuses filiales sont revendues par leur maison mère pour accroître leur rentabilité financière.

Les fonds d'investissement jouent aujourd'hui le rôle d'intermédiaire entre la sphère financière et la sphère des entreprises, ils permettent de financer les entreprises et peuvent lever des sommes importantes. Ce qu'on appelle aussi le « capital-investissement ».

2. La présence des fonds d'investissement dans l'économie française

En 2006, les entreprises qui faisaient l'objet d'un financement par du capital-investissement étaient au nombre de 5 000 en France, dont une grande majorité de PME (83 % des entreprises concernées ont moins de 500 salariés). L'Association française des investisseurs en capital (AFIC) qui représente les fonds d'investissement, estime que les entreprises sous LBO et autres formes de capital-investissement représentent plus de 1,5 million de salariés dans notre pays, soit près de 9 % des effectifs du privé.

Les LBO induisent aussi des comportements plus risqués de l'entreprise, pour arracher des parts de marché. Ils constituent souvent une « rupture » des contrats, surtout ceux implicites, entre l'entreprise et les salariés, surtout dans le cas d'un LBO sur une ex-filiale d'un grand groupe coté et réputé socialement. Même si le contrat implicite pouvait être difficilement tenable, l'externalisation de l'activité par la maison mère est souvent ressentie comme une trahison par les salariés. C'est pourquoi l'émotion est souvent grande parmi la population concernée.

De plus, les LBO sont préparés dans la plus grande discrétion. Les salariés l'apprennent souvent après leur signature. Il est alors trop tard pour obtenir des concessions au moment où de nouveaux efforts sont nécessaires pour la pérennité de l'entreprise. C'est sur ce point que la CFDT est particulièrement critique. Le dialogue social pourrait en effet mieux préparer la transition, tant pour les salariés que pour les nouveaux actionnaires.

Pourtant, d'après certaines études, les LBO peuvent être positifs sur la quantité d'emploi (on pense ici aux études de l'AFIC). Mais ces résultats sont remis en question si l'on regarde la pratique, notamment dans les cas de *spin-offs*, reventes par un grand groupe d'une filiale, souvent à la rentabilité mal en point, à un fond sous forme de LBO. Dans ce cas là, les fonds LBO sont souvent associés à une forte réduction de la masse salariale, donc des emplois.

Au final, les LBO ont des conséquences, davantage qu'en termes de destruction d'emploi, sur l'instabilité de l'emploi (il semblerait que le recours à l'emploi atypique augmente et que les salariés en CDI se sentent menacés de plans sociaux), la rupture du contrat implicite avec l'ancien employeur (surtout dans les *spin-offs*), et le manque de retour pour les salariés qui participent aussi à la réussite de l'entreprise... Au final, le LBO peut améliorer la situation « moyenne » des salariés, mais cela s'effectue en accroissant le risque que ces derniers supportent globalement. La question est donc bien celle d'améliorer la protection des salariés. L'idée souvent évoquée par les investisseurs LBO de proposer de faire de chaque salarié un actionnaire n'est donc pas forcément la bonne réponse, car elle conduit à une exposition encore plus forte au risque de l'entreprise. Non seulement, le risque porterait sur l'emploi et le salaire, mais aussi sur l'épargne du salarié !

Pour la CFDT, il apparaît nécessaire aujourd'hui de mener des études dans le domaine de l'instabilité de l'emploi dans les cas de LBO. Il serait également intéressant de compléter avec des recherches sur la différenciation de l'effet emploi entre qualifiés et peu qualifiés. Enfin, il nous semble important de mieux connaître aussi la qualité du dialogue social : s'améliore-t-il avec le passage sous LBO ou cela n'a-t-il aucun impact ? Des recherches universitaires devraient être entreprises à ce sujet.

3. Une nouvelle confrontation des logiques

Les LBO viennent perturber le fonctionnement du capitalisme financier qui s'était mis en place après les affaires Enron, Vivendi ou Parmalat. A cette époque de graves dérives dans la gouvernance des entreprises étaient apparues au grand jour. Elles avaient conduit les autorités boursières à mettre en place des règles de transparence permettant aux actionnaires des entreprises d'exercer un meilleur contrôle sur leur gestion. Pour contourner ces nouvelles règles, plus contraignantes, les LBO et le capital-investissement peuvent être utiles. En retirant l'entreprise visée de la cotation en Bourse, ils permettent de ne pas appliquer la réglementation plus stricte qui les concerne (notamment en termes de rapports annuels et d'information aux salariés).

Plus largement, l'évolution vers un capitalisme plus financier a pour conséquence de donner une place prépondérante aux actionnaires au détriment des autres parties prenantes de l'entreprise, notamment les salariés. D'une confrontation entre deux logiques au sein de l'entreprise : celle des salariés et celle des chefs d'entreprise, on est passé à une confrontation à trois.

La pérennité de l'entreprise, l'évolution nécessaire de ce qu'elle produit dans une économie mondialisée, est de fait une préoccupation majeure des chefs d'entreprises et des salariés. Il n'en est pas toujours de même pour l'actionnaire qui peut n'être intéressé à l'entreprise que comme un moyen de faire fructifier son argent. La préoccupation essentielle peut être uniquement le taux de retour sur investissement qu'il attend pour une période donnée. Cette arrivée des fonds d'investissement dans les entreprises pose aussi la question de l'horizon temporel des différentes parties prenantes. Les marchés financiers sont-ils capables d'en donner à l'entreprise ?

Mais en même temps, le LBO peut aussi accroître l'implication des dirigeants de l'entreprise au projet. Ainsi, contrairement au capitalisme boursier, où les détenteurs de capitaux sont invisibles, anonymes le plus souvent, peu intéressés à l'entreprise, si ce n'est à sa cote en bourse, désolidarisés du chef d'entreprise et de la stratégie industrielle, les fonds d'investissements LBO peuvent apparaître comme un moyen de rapprochement entre stratégie de développement d'une entreprise et capital investi. C'est un des paradoxes des LBO.

Quant aux salariés, ils sont mis à contribution pour améliorer l'efficacité et la productivité de l'entreprise, souvent au prix de plans de restructuration. Nous revenons sur ces conséquences négatives des LBO.

4. Les risques liés au développement des LBO

4.1. Des investissements dont l'objectif final est de revendre

Les LBO sont critiquables dans la façon avec laquelle ils modifient les techniques de gestion, en intégrant deux paramètres d'appréciation :

- le *cash-flow* qui sort de l'entreprise sous forme de dividende pour rembourser la dette du fond d'investissement acquéreur de l'entreprise. Cette exigence de *cash-flow* pour rembourser la dette est déterminante sur les pratiques de management et a de lourdes conséquences sur la gestion sociale de l'entreprise ;

- faire de l'entreprise, une entreprise rentable pour trouver acquéreur au moment de la revente plus tard (trois à sept ans après l'achat). Il n'est pas rare aujourd'hui de voir des entreprises qui sont à leur troisième ou quatrième LBO, ce qui implique un risque de restructurations successives. Dans le cas de LBO secondaire, on retrouve la critique de court-termisme des marchés.

4.2. Un risque d'éloignement des centres de décisions

C'est désormais au niveau des fonds d'investissement que se prennent les décisions stratégiques de l'entreprise cible : *business plan*, projets de développement, restructurations... Or, ces fonds d'investissement sont souvent situés à l'étranger, loin des enjeux locaux de l'entreprise cible. Pourtant les représentants du personnel de l'entreprise ciblée par les fonds restent prisonniers des modes de représentation nationale auprès des dirigeants de l'entreprise, alors que ceux-ci ne sont plus véritablement aux commandes de l'entreprise. Il en résulte un éloignement du centre de décision des institutions représentatives du personnel qui restent attachées à la réalité locale de l'entreprise. Ce qui diffère des multinationales, c'est le fait que la LBO entraîne cet éloignement alors qu'auparavant, l'entreprise cible, souvent une PME, avait une base de décision locale ou nationale. L'arrivée du LBO modifie alors l'ancrage de la prise de décision de manière très rapide.

4.3. Un rôle des banques ambigu et dangereux

Les banques qui ont un simple métier de crédit, prête de manière importante aux fonds d'investissement qui rachètent une entreprise cible. Pour éviter de supporter seules le risque, elles transforment leur dette en « titres » sur le marché financier. Ainsi la dette se dilue, et les banques reportent le risque sur d'autres agents économiques. C'est une situation qui peut fragiliser l'économie.

2. Les deux paradoxes des LBO et du capital-investissement

1. Premier paradoxe

Les fonds d'investissement visant une entreprise ont souvent un projet industriel. Celui-ci vise à développer l'entreprise d'une certaine manière pour la rendre plus profitable par tous les moyens (ce qui peut inclure de la casse sociale). Ils prennent part directement à la gestion de l'entreprise, à la différence des investisseurs boursiers. Ces derniers ne font souvent que passer au capital de l'entreprise visée, ils se moquent du projet industriel et cherchent avant tout un bon placement rentable. Alors qu'on peut penser *a priori* que les fonds d'investissement LBO ne font que passer dans l'entreprise pour mieux la revendre, ils sont plus à même de développer un projet industriel que les investisseurs boursiers.

2. Second paradoxe

Alors que les grandes entreprises passent leur financement par la Bourse pour éviter les banques, les fonds d'investissement qui reprennent des PME utilisent largement les banques. Celles-ci prêtent la dette qui sert à acquérir l'entreprise cible et conseillent aussi le fonds d'investissement sur le choix de l'entreprise !

L'abondance des liquidités mondiales, la mondialisation des financements des entreprises et le développement du marché de la reprise d'entreprise devraient concourir au développement des fonds d'investissement. Ce n'est pas sans risques. Les banques ont externalisé leurs risques. En effet, les banques ne conservent pas les risques des prêts consentis aux fonds d'investissement pour pratiquer des LBO. Elles revendent ces prêts sous formes de titres sur le marché boursier, plus particulièrement aux fonds à gestion alternative (*hedge funds*) voire même à des fonds de pension alléchés par des promesses de rentabilité plus élevée de ce type d'investissement. Si le fonds rembourse la banque, il n'y a pas de problème. Si le fonds se trouve en difficulté pour rembourser, ce n'est pas la banque qui a prêté qui sera en difficulté. Ce sont les fonds (*hedge funds* ou fonds de pension) qui ont acheté les titres représentant l'emprunt des LBO qui perdent leur investissement. Le risque est donc diffusé à l'ensemble des acteurs financiers mondiaux.

5. Quelles pistes pour la CFDT ?

Avant tout, il nous faut revenir sur le contexte général du rapport salarial. Le conflit « capital/travail » ne peut se résoudre par un intéressement des salariés à la marche de l'entreprise au travers de la détention de quelques pourcentages d'actions. Il ne faut pas nier l'importance que cela peut

avoir. Mais les « salariés actionnaires » sont tout d'abord des salariés et les « dirigeants actionnaires », dirigeants parce que actionnaires principaux. Dire cela, ce n'est pas ressusciter la lutte des classes. C'est tout simplement reconnaître que la logique des uns n'est pas la logique des autres. C'est en reconnaissant cette réalité que des réponses les plus appropriées pourront être trouvées au travers d'une vraie confrontation.

Aujourd'hui, plusieurs pistes de réponse sont possibles :

- dans le cas d'un LBO :
 - *donner une nouvelle dimension à l'activité syndicale* : dès que l'opération est rendue publique, les organisations syndicales doivent avoir accès au « plan de développement » de l'entreprise et au mode de gestion qui sera mis en œuvre. Ainsi la confrontation doit avoir lieu sur la stratégie qui sera mise en œuvre pour le développement de l'entreprise. Pour la CFDT, il serait intéressant que le comité d'entreprise européen, dans le cas où il existe, ait accès aux plans de développement de l'entreprise et puisse également rencontrer les acquéreurs. Une telle possibilité devrait figurer dans la révision future de la directive relative aux comités d'entreprise européens. En l'absence de comité d'entreprise européen, cette tâche pourrait incomber aux institutions représentant le personnel ;
- sur le contexte général des LBO :
 - *agir sur l'environnement juridique des LBO* : demander que la transparence sur l'identité des fonds acheteurs soit assurée pour les instances représentatives du personnel. Cela implique de mieux réguler les opérations de LBO en garantissant l'information aux salariés par la législation. Il convient également de faire que l'État s'intéresse aux modes de financement des entreprises, autrement que par une fiscalité qui favorise les LBO. La CFDT souhaite plus particulièrement que la fiscalité n'incite pas à la dette des entreprises et ne sous-taxe pas les produits des opérations de LBO ;
 - *faire évoluer les mentalités des fonds d'investissement* : en développant une communication offensive rappelant les objectifs sociaux, environnementaux et sociétaux de toutes les entreprises, y compris celles sous LBO, les syndicats peuvent aussi contribuer à faire émerger l'idée de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) chez les fonds d'investissement ;
 - *donner des exigences aux banques* : nous l'avons vu, les banques ont externalisé leurs risques. Elles doivent être d'avantage responsabilisée. Là encore la fiscalité et la réglementation bancaires sont des leviers pour les pouvoirs publics, afin de les inciter à un autre comportement. La récente crise du subprime américain, dont la profondeur est encore peu connue, confirme cette exigence ;
- concernant la façon dont l'épargne est orientée vers les LBO :
 - *sécuriser l'épargne salariale vers l'investissement socialement responsable* : en tant que participant à la gestion de l'épargne salariale,

les syndicats ont l'opportunité d'orienter les choix d'investissement vers de portefeuilles d'investissement socialement responsable, vers des entreprises qui acceptent de se faire noter sur leur comportement social ;

– *engager une démarche pour que les fonds d'investissement répondent à une logique « socialement responsable » : les différents fonds doivent être incités fiscalement à se soumettre à une notation extra-financière.*

Complément K

L'impact du *private equity* sur l'économie

Dominique Sénéquier

AXA Private Equity

Introduction

Le capital-investissement (ou « *private equity* ») a connu une fulgurante croissance ces dix dernières années, avec en 2007 près de 500 milliards de dollars levés. Cette classe d'actifs, qui offre des performances supérieures aux véhicules d'investissement classiques⁽¹⁾, fait néanmoins l'objet de vives critiques quant à ses conséquences sur le développement de l'entreprise et de l'emploi. En effet, il est reproché aux investisseurs en *private equity* d'imposer aux entreprises dans lesquelles ils investissent, une pression trop forte et un endettement très élevé, dans le simple but d'obtenir la meilleure performance financière possible, aux dépens de l'investissement et de l'emploi.

Des nombreuses études, diligentées par les associations professionnelles du *private equity* en France, en Europe et aux États-Unis, ont montré au contraire, que les entreprises faisant l'objet d'un LBO, tout en générant d'excellentes performances financières pour leur actionnaire, étaient capables de se développer en créant des emplois et en améliorant les conditions de travail de leurs salariés. Ces sociétés surpassent la moyenne nationale en termes de croissance du chiffre d'affaires, de hausse des effectifs, de progression des salaires, et ont des taux moyens d'absentéisme et de *turnover* plus faibles.

(1) Se reporter à Cambridge Associates LLC (2007).

Aujourd'hui, l'étude menée à partir d'un échantillon plus large (et sous l'autorité de l'INSEE) par Boucly, Sraer et Thesmar est une confirmation de ce qui avait été déjà approché.

Avant de donner notre vision de l'impact du *private equity* sur l'économie, nous aimerions revenir sur cette étude, qui explore les conséquences économiques et sociales des LBO. Nous montrerons ensuite le rôle du *private equity* dans la mutation de l'économie française, le financement de la croissance et le mode de gestion de l'entreprise.

1. L'étude Boucly, Sraer et Thesmar

Après les multiples études nationales, diligentées par les associations professionnelles d'investisseurs en capital, l'étude menée par Boucly, Sraer et Thesmar⁽²⁾, sur la base de données fiscales, apporte un nouvel éclairage sur l'impact du *private equity* sur l'économie.

Elle s'arrête sur plusieurs points qu'il nous semble intéressant de commenter.

1.1. Croissance des entreprises et de l'emploi

Elle souligne tout d'abord que le *private equity* est un vecteur de croissance des entreprises, tant en termes de chiffre d'affaires que d'emploi, les entreprises sous LBO faisant preuve d'un dynamisme supérieur à la moyenne nationale. Cette conclusion est importante car le *private equity* se voit souvent accusé de sacrifier l'emploi et l'investissement au profit de la logique de performance financière : les chiffres montrent le contraire.

Selon une étude de Kearney (2007), les entreprises européennes faisant l'objet d'un investissement par un fonds de *private equity* ont enregistré une hausse de leur chiffre d'affaires entre 4 et 26 % par an (supérieure aux moyennes nationales), qui s'explique par une augmentation de 62 % des investissements, de 59 % des dépenses marketing et de 66 % des frais de R&D. Cette croissance du chiffre d'affaires est liée davantage à une augmentation des effectifs (73 %) qu'aux gains de productivité (27 %).

Les entreprises sous capital-investissement emploient près de 6 millions de salariés en Europe, soit environ 2,7 % de la population active ; en France cela représente environ 1 million de personnes.

(2) Cette étude est présentée dans le complément H du rapport.

Les nombreuses études menées confirment que le taux de croissance de l'emploi des entreprises relevant de fonds de capital-investissement est supérieur à celui de l'ensemble des entreprises :

- en France, les entreprises sous capital-investissement ont connu une croissance de leurs effectifs de 4,1 % contre 0,6 % pour la moyenne nationale⁽³⁾ ;
- en Allemagne, les sociétés sous capital-investissement créent davantage d'emplois : croissance de 4,5 % par an de 1998 à 2003 contre 2,2 % pour la moyenne nationale⁽⁴⁾ ;
- une enquête équivalente publiée à Londres estime que le capital-investissement a créé un million d'emplois de 2000 à 2004⁽⁵⁾.

Ces données sont très importantes car elles révèlent que la logique financière des investisseurs de *private equity* accélère la croissance de l'entreprise et de l'emploi, et que la réussite de ce type d'opérations pour les investisseurs ne va pas à l'encontre de la pérennité de l'entreprise et des intérêts de ses salariés.

1.2. Nouveau mode de gestion de l'entreprise et rentabilité accrue

L'étude Boucly, Sraer, Thesmar estime que le LBO constitue un nouveau mode de gestion de l'entreprise, qui permet de générer une rentabilité plus élevée. L'actionnaire a un vrai rôle de conseil auprès du manager et l'aide aussi bien dans ses choix stratégiques que dans la structuration optimale de son bilan : il lui permet de mieux gérer et d'optimiser sa dette, ses comptes fournisseurs et clients, en apportant son expertise financière dans des sociétés de taille moyenne dont les principales préoccupations concernent plus souvent la production, le commercial ou l'approvisionnement que les aspects financiers pourtant essentiels. Par leur intervention, les fonds de *private equity* permettent aux entreprises de devenir plus rentables et donc plus solides.

Le LBO révolutionne les relations entre dirigeants et actionnaires. En effet, les dirigeants rendent avec régularité des comptes de leur gestion ; les actionnaires suivent activement leurs investissements et opèrent à travers les conseils de surveillance un contrôle plus rigoureux de l'entreprise. Les actionnaires font également profiter les managers de leurs connaissances financières et de leurs réseaux, pour permettre aux entreprises de saisir toutes les opportunités et faire appel à toutes les expertises susceptibles de les aider dans leur développement.

(3) Cf. Constantin Associés (2007).

(4) Selon une étude du FAZ Institute (2004).

(5) Cf. BVCA (2006).

1.3. Une mue des entreprises en portefeuille

Les fonds de *private equity*, lors de leur entrée dans des sociétés, font une analyse en profondeur de l'organisation, des diverses activités et des processus en place, et font des arbitrages. Le *private equity* est un catalyseur de la mue de l'économie qui permet aux entreprises de se réorganiser et de se développer plus rapidement grâce à une communauté de vision entre management et actionnariat. Le capital-investissement permet d'attaquer et éliminer les situations d'inefficacité et de gaspillage plus rapidement. Il met en place ce que Joseph Schumpeter appelait « la destruction créatrice ». Les ressources sont déplacées des activités qui sont en déclin en faveur des celles qui sont en croissance. Les bilans sont améliorés du point de vue financier, de façon à rendre le modèle de business plus agile et plus centré.

Cela mène souvent dans les premiers mois suivant une acquisition à des modifications de l'organisation, à l'externalisation de certains départements ou à l'abandon de certaines activités qui peuvent donner l'impression d'une forte volatilité. Mais c'est ainsi que les sociétés se mettent en ordre de marche pour croître et se développer avec succès au profit de leurs actionnaires, des salariés mais aussi de la société dans son ensemble.

Certains autres aspects positifs du private equity, ne faisant pas partie de l'objet de cette étude, ont été soulignés par des travaux précédents.

Le *private equity* se trouve être une alternative – non exclusive – en termes de financement à la dette ou aux marchés boursiers, de plus en plus appréciée par les entrepreneurs, qui trouvent comme interlocuteurs non pas des banquiers d'affaires mais des connaisseurs des PME et de leur situation quotidienne.

Il constitue un financement plus stable, les investissements sont faits généralement pour une période de trois à cinq ans.

Quand le capital-investissement considère une opportunité, c'est toujours dans la durée. Les sorties anticipées d'un fonds sont généralement liées au déroulement plus rapide du plan prévu (transmission familiale, développement, regroupements) et suite à l'accomplissement par le fonds de sa mission principale. Le secteur des fonds de fonds secondaires permet à des investisseurs qui souhaitent se retirer, de pouvoir le faire. De cette façon le capital-investissement assure la stabilité sans pour autant déstabiliser les fonds et donc les entreprises.

Le capital-investissement contribue à promouvoir les nouvelles technologies. En France, sur l'ensemble des entreprises financées par le capital-investissement en 2006, près d'un quart d'entre elles l'a été par les sociétés de capital-risque⁽⁶⁾.

Les entreprises faisant l'objet d'un investissement en *private equity* sont des contributeurs fiscaux et sociaux en forte croissance.

(6) AFIC/PWC (2006).

2. L'avenir et le développement du capital-investissement

Le *private equity* a connu une très forte progression depuis le début du millénaire. Les chiffres de l'AFIC pour 2006 démontrent que le secteur du capital-investissement est toujours en forte expansion sur chacun de ses métiers. Avec plus de 10,2 milliards d'euros investis au cours de l'année 2006 (en progression de 26 % par rapport à 2005), l'activité de *private equity* établit un nouveau record. Ce sont ainsi 1 376 entreprises en création, développement, transmission et retournement qui ont été accompagnées en 2006 contre 1 250 en 2005 (+ 10 %).

Selon le rapport de l'AFIC, près de 80 % des entreprises financées en 2006 sont des PME/PMI de moins de 250 salariés, réalisant moins de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires. Plus de 40 % des sociétés soutenues par le capital-investissement développent une activité innovante ou technologique (informatique, télécoms et communication, médical/biotech). Les nouveaux dossiers représentent toujours l'essentiel de l'activité du capital-investissement avec 86 % des investissements totaux.

Cette croissance est amenée à se poursuivre dans les années à venir, du fait des fortes levées de fonds effectuées en France et en Europe par des fonds paneuropéens au cours des douze derniers mois.

Ce fort développement du capital-investissement et son très fort succès ont fait de cette activité la cible croissante des critiques et des interrogations, alors même que le *private equity* se caractérise notamment par la gestion responsable des entreprises par des managers s'adossant à des investisseurs non plus anonymes, mais identifiables et eux aussi responsables. Les investisseurs en *private equity* ont un rôle fort de conseil et de soutien à l'égard des managers des entreprises qu'ils accompagnent dans toutes leurs décisions financières comme stratégiques. L'investisseur en *private equity* est un investisseur responsable, qui s'implique également dans la vie de l'entreprise pour assurer son succès et la pérennité de celle-ci. Les investisseurs en *private equity* appliquent les meilleures règles de gouvernance des entreprises, ils font réaliser de nombreux audits sociaux, légaux, environnementaux. La croissance du *private equity* s'inscrit donc d'une certaine façon, dans le mouvement beaucoup plus large et puissant de l'investissement responsable.

Même si la crise qu'ont connue les marchés de capitaux en 2007 a un impact sur la dette à effet de levier utilisée dans le cadre des opérations de LBO, et est susceptible de freiner le développement du *private equity* durant un temps, il est légitime de penser que le *private equity* va continuer de se développer par rapports aux autres classes d'actifs pour canaliser une portion plus importante des capitaux des investisseurs institutionnels. Ces derniers sont aujourd'hui à la pointe en termes d'investissement responsable et ont des exigences toujours accrues à l'égard des gérants d'actifs aux-

quels ils confient des capitaux, notamment en termes de vote aux assemblées générales et de participation aux grandes décisions concernant la vie des entreprises. Le *private equity*, activité fortement consommatrice de dette *corporate*, ne se substitue pas aux marchés boursiers et de capitaux mais au contraire entretient avec eux des liens forts (les sociétés sous LBO étant susceptibles d'entrer en bourse, les marchés boursiers présentant de plus en plus d'opportunité pour les investisseurs réalisant des PIPE, *private investment in public equity*).

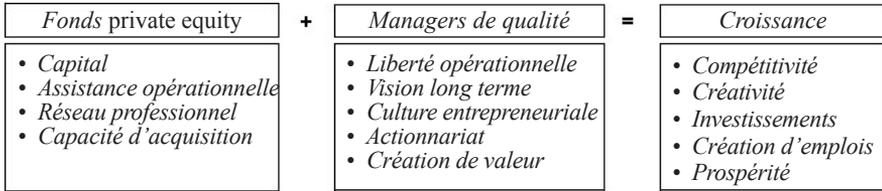
Une autre clef du fort développement du capital-investissement est sans doute de permettre une meilleure compréhension et une meilleure adhésion de la société dans son ensemble à ce type d'investissement. Cela passe notamment par l'émergence de nouvelles relations dans le travail : la réussite des opérations de LBO passe notamment par l'incitation forte du management à travers le mécanisme du « *carried interest* », qui correspond à un reversement par le fonds investisseur au management d'une partie de la plus value réalisée. On peut estimer qu'au fur et à mesure que se développera le capital-investissement, c'est une proportion croissante des salariés de l'entreprise qui seront intéressés au succès des opérations de LBO. Cette participation au succès nécessite cependant qu'il y ait un investissement de tous, qui devra rester optionnel pour ne pas annihiler totalement toute dialectique entre capital et travail dans les entreprises. L'étude menée par l'AFIC montre que les plans d'épargne entreprises sont plus courants dans les sociétés ayant fait l'objet d'une LBO, mais de grands progrès restent sans doute à faire.

Conclusion

Nous considérons le *private equity* comme un nouveau mode de fonctionnement du capitalisme : le *private equity* cherche la performance financière mais en permettant la croissance des sociétés dans leur pays comme à l'étranger, la croissance de l'emploi, l'amélioration des conditions de travail, car tous ces paramètres sont nécessaires au succès de l'entreprise sur le long terme, et que l'investisseur en *private equity* qui souhaite céder au meilleur prix une société se doit de vendre une société aux perspectives d'avenir très attrayantes.

Le *private equity* entraîne un cercle vertueux pour l'économie qui favorise à terme son propre développement. Une importante dynamique économique est activée par les fonds avec leur expertise financière, leur assistance opérationnelle, et leur réseau professionnel.

Les facteurs de succès du capital-investissement



Source : Auteur.

Comme tout nouveau paradigme, le *private equity* fait l'objet d'attaques mais aussi d'admiration. Les études menées de façon complètement indépendante comme celle de Boucly, Sraer et Thesmar dans le cadre de l'INSEE sont précieuses. Elles donnent un éclairage sur cette activité financière susceptible d'améliorer sa compréhension par la société mais aussi d'attirer l'attention des investisseurs en capital sur certains problèmes et limites de son fonctionnement. Ce constat est nécessaire pour permettre au *private equity*, aujourd'hui en forte croissance, de gommer ses défauts, d'améliorer ses pratiques et de remplir plus efficacement et à plus large échelle son rôle de catalyseur de l'économie.

Références bibliographiques

- AFIC/PWC (Pricewaterhouse Coopers) (2006) : *Rapport sur l'activité du capital-investissement en France : année 2006*. Disponible sur : www.afic.asso.fr
- BVCA (British Private Equity and Venture Capital Association) (2006) : *The Economic Impact of Private Equity in the UK*. Disponible sur : www.bvca.co.uk
- Cambridge Associates LLC (2007) : *US Private Equity Index and Benchmark Statistics*. Disponible sur www.cambridgeassociates.com
- Constantin Associés (2007) : *L'impact social des opérations de LBO en France*, Étude réalisée pour l'AFIC. Disponible sur : www.afic.asso.fr
- FAZ Institute (2004) : *Economic Impact of Private Equity in Germany*. Disponible sur : www.altassets.com/pdfs/EconomicImpactofPrivateEquityinGermany_deutschebeteiligungs.pdf
- Kearney A.T. (2007) : *Creating New Jobs and Value with Private Equity*. Disponible sur www.atkearney.com

Complément L

Les aspects fiscaux du *private equity*

Patrick Suet

Société générale

1. Les dispositifs fiscaux concourant à la mise en place du *private equity*

1.1. Les dispositifs spécifiques

Les dispositifs visés dans cette partie regroupent les structures du *private equity* d'investissement dans les entreprises à régime fiscal spécifique (capital-risque et capital-développement).

On y trouvera donc, de manière synthétique, les structures du *private equity* suivantes :

- les sociétés de capital-risque (SCR) ;
- les fonds communs de placement (FCP) ;
- les fonds communs de placement à risque (FCPR) ;
- les nouveaux dispositifs de la loi TEPA.

1.1.1. Les sociétés de capital-risque

Les sociétés françaises par actions dites de capital-risque (SCR), ont pour objet de prendre des participations dans des sociétés non cotées. Celles ayant pour objet exclusif la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières non cotées peuvent également opter pour ce régime fiscal de faveur.

1.1.1.1. Conditions d'application du régime de faveur

Les conditions d'application du régime de faveur sont les suivantes :

- situation nette comptable représentée de manière constante de titres participatifs ou de parts ou titres qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé français ou étranger, à concurrence de 50 % au moins ; quota pouvant prendre en compte :
 - dans la limite de 15 % les avances en compte courant consenties à des sociétés remplissant les conditions pour être retenues au quota de 50 % dont la SCR détient au moins 5 % ;
 - les titres de sociétés holding non cotées ou de faible capitalisation boursière dont leur siège se situe dans un pays membre de l'Union européenne ou un état tiers ayant signé avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscale (Norvège et Islande) ;
 - les parts de FCPR ou d'entité de l'Union européenne dont l'objet principal est d'investir dans des sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé français ou étranger ;
 - dans la limite de 20 % des titres de sociétés cotées sur un marché réglementé ou organisé de l'Union européenne dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros (dites de faible capitalisation boursière).
- titres émis par des sociétés ayant leur siège dans un pays membre de l'Union européenne, en Islande ou Norvège ;
 - dont l'activité est industrielle ou commerciale, correspondant à l'article 34 du Code général des Impôts ;
 - soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, ou le seraient si leur siège se trouvait en France ;
 - les actionnaires, ascendants, et descendants ne peuvent détenir plus de 30 % des droits au bénéfice de la SCR ;
 - la SCR ne peut employer au titre d'une même société plus de 25 % de sa situation nette comptable.

1.1.1.2. Régime fiscal de la SCR :

Elles sont exonérées d'IS sur :

- les produits courants et les plus-values de cession des titres contenus dans leur portefeuille, titres éligibles au quota de 50 % et tous les titres et droits financiers figurant à l'actif de la SCR ;
- les produits de titres reçus en contrepartie de l'apport de la SCR à une filiale des activités de prestations de services accessoires ;
- les produits des activités extérieures accessoires pour les SCR dont le total bilan n'excède pas 10 millions d'euros et dont ces activités ne procurent pas plus de 50 % des charges et dont le bénéfice fiscal n'excède pas 38 120 euros par an.

1.1.1.3. Situation des actionnaires

Les dividendes distribués sur les produits et plus-values exonérés d'IS bénéficient d'un régime de faveur, dépendant de la qualité de l'actionnaire :

- actionnaire personne physique : ayant signé un engagement de conservation de cinq ans, réinvestissant les dividendes immédiatement dans :
 - la société distributrice ;
 - ou sur un compte bloqué pendant cinq ans, et dont son foyer fiscal ne détient pas, de manière directe ou indirecte, pendant cette période plus de 25 % des droits au bénéfice d'une société dont les titres figurent à l'actif de la SCR : les distributions ou les cessions réalisées après le délai de cinq ans sont exonérées d'impôt sur le revenu, mais demeurent soumises aux prélèvements sociaux ;
- actionnaire entreprise : les dividendes prélevés sur plus-values nettes provenant de la cession de titres détenus par la SCR depuis au moins deux ans et sur les sommes reçues par la SCR des répartitions d'actifs de FCPR, PCPI et FIP sont imposés en qualité de plus-values long terme, soit à 15 % pour les sociétés IS et 27 % effectifs pour les sociétés IR ;
- non-résident : si le non-résident personne physique a son domicile fiscal dans un État ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative et remplit la condition de emploi, les dividendes qu'il perçoit sont exonérés de retenue à la source. Le même régime d'exonération s'applique aux dividendes perçus par un non-résident personne morale, dividendes prélevés sur les plus-values de titres du portefeuille exonérées qui bénéficieraient du régime des plus-values long terme si l'actionnaire était une entreprise française : à défaut du régime d'exonération, les revenus sont imposés à 16 % (27 % effectifs) pour un actionnaire personne physique, et 19 % pour une personne morale.

1.1.2. Les fonds communs de placement

Le FCP est un OPCVM sous la forme d'une copropriété de valeurs mobilières, n'ayant pas la personnalité morale.

Ils ne sont pas imposables à l'impôt sur les sociétés, et bénéficient donc d'une certaine transparence.

1.1.2.1. Le FCP de distribution

Les produits distribués à un résident fiscal de France relèvent du régime des capitaux mobiliers et sont imposables lors de chaque distribution effective entre les mains des porteurs de parts.

Les produits distribués conservent leur nature et les porteurs bénéficient donc des avantages liés à cette catégorie (FCP investis en obligations : prélèvement forfaitaire obligatoire à 16 % ; de même pour les FCP investis en créances à court terme ; FCP investis en actions : revenus bénéficient de l'abattement de 40 %...).

Pour un non-résident, la transparence fiscale permet de soumettre à la retenue à la source de 25 % ou au prélèvement forfaitaire obligatoire les dividendes de sociétés françaises.

1.1.2.2. Le FCP de capitalisation

La capitalisation des revenus de ces FCP permet d'augmenter la valeur liquidative des parts du FCP.

Le régime d'imposition des distributions dépend de la qualité du porteur de parts :

- personne morale résidente : l'écart d'évaluation est pris en compte à la clôture de chaque exercice dans son résultat imposable ;
- personne physique résidente : seule les distributions effectives de la part du FCP sont imposables à l'impôt sur le revenu au nom du porteur, ventilées par catégorie ;
- non-résidents :
 - dividendes de sociétés françaises : retenue à la source de l'article 119 bis-2 du Coed général des Impôts (CGI) ;
 - produits d'obligations négociables françaises : prélèvement de l'article 125 A du CGI ;
 - produits de placement à revenu fixe : 125 A du CGI ;
 - revenus de valeurs mobilières étrangères : non soumis à imposition en France en vertu de la transparence du FCP.

Les plus-values de cession sont imposables :

- pour les personnes physiques résidentes, dans les conditions de l'article 150 OA du CGI, soit au taux de 27 % si le total des cessions dépasse le seuil annuel, fixé pour 2007 à 20 000 euros ;
- pour les sociétés soumises à l'IS : dans son résultat imposable.

1.1.3. Les fonds communs de placement à risque

Les FCPR sont des FCP bénéficiant d'un régime fiscal plus avantageux en raison de contraintes de composition de l'actif. Mais ils n'ont pas non plus la personnalité morale. Ce sont des copropriétés d'instruments financiers et de dépôts.

Leur principal objet est de collecter de l'épargne pour l'investir dans des sociétés non cotées et ainsi concourir au financement en fonds propres des entreprises.

Ils sont constitués conjointement par une société agréée de l'AMF et une personne morale dépositaire des actifs du fonds.

Plusieurs catégories de FCPR ont été mises en place :

- les FCPR juridiques : soumis à des contraintes de composition de l'actif mais suivant le régime fiscal des FCP (non traités en l'espèce) ;

- les FCPR fiscaux : soumis aux mêmes obligations qu'un FCPR juridique et bénéficiant d'un régime fiscal favorable ;
- les FCPI : contraints dans la composition de leur actif et dont le régime fiscal des porteurs est incitatif.

1.1.3.1. Les FCPR

L'actif doit être composé pour au moins 50 % de titres participatifs ou titres donnant accès directement ou indirectement au capital de sociétés non admises aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger, ou, de parts de SARL (sous IS) ou ayant un statut équivalent dans leur état de résidence. Ce quota doit être respecté à la clôture de l'exercice suivant la constitution du fonds.

Le quota d'investissement se calcule par référence aux souscriptions reçues des investisseurs et non par rapport aux actifs du fonds.

Lors de la cession de titres détenus par le FCPR, une exonération conditionnelle s'applique. Le FCPR n'est pas en son nom soumis à imposition mais les porteurs de parts le sont en fonction de leur qualité.

1.1.3.2. Porteurs de parts de FCPR personnes physiques :

Le régime fiscal de droit commun : en cas de distribution par le FCPR, l'imposition immédiate ne concerne que les gains et plus-values liées directement à cette distribution au taux de 27 %, CSG/CRDS et prélèvements sociaux compris.

Le régime spécial des FCPR : l'article 163 quinquies B exonère les produits des parts de FCPR à la condition que ces produits soient immédiatement réinvestis dans le FCPR et demeurent indisponibles pendant la période couverte par l'engagement de conservation (cinq ans), ces produits restant toutefois soumis aux prélèvements sociaux (11 %).

Si ces mêmes conditions sont remplies :

- composition de l'actif ;
- détention maximum de 25 % de droits ;
- engagement de conservation de cinq ans ;
- obligation de réinvestissement, alors la plus-value de cession des titres de FCPR est exonérée en vertu de l'article 150 OA III du CGI.

1.1.3.3. Porteurs de parts de FCPR personnes morales

Le régime fiscal applicable aux produits et plus-values sur titres d'un FCPR détenus par des personnes morales soumises à l'IRPP est identique à celui applicable aux personnes physiques, en application de l'article 38, 5 du CGI. Elles sont imposées lors de la cession des titres ou lors d'une distribution par le gérant du FCPR.

Les sociétés soumises à l'IS, ainsi que les associés sous IS de sociétés de personnes doivent comprendre dans leur résultat imposable au taux de

droit commun l'écart d'évaluation des titres du FCPR à la clôture de chaque exercice en vertu de l'article 209 O A du CGI.

Cette règle n'est cependant pas applicable aux porteurs de titres de FCPR répondant aux conditions de l'article 163 quinquies B II du CGI (exonération).

1.1.4. La loi TEPA

La loi TEPA en vigueur depuis le 22 août 2007, a mis en place un dispositif d'imputation sur l'ISF de 75 % du montant des investissements dans les PME, dans la limite de 50 000 euros par an.

- personnes concernées : ne sont concernées par ce dispositif que les redevables personnes physiques, dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé ;
- investissements concernés :
 - souscription sous la forme d'un apport en numéraire ou en nature (biens devant être nécessaires à l'exercice de l'activité de la société. Les actifs immobiliers et les valeurs mobilières étant exclus) ;
 - l'apport doit avoir lieu dans le cadre de la souscription au capital initial ou lors d'une augmentation de capital.

Les titres souscrits doivent faire l'objet d'un engagement de conservation de cinq ans. Ces investissements concernent les entreprises suivantes :

- PME au sens communautaire du terme : moins de 250 employés, chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros ou total bilan annuel inférieur à 43 millions d'euros, non détenues à hauteur de 25 % ou plus du capital ou des droits de vote par une ou conjointement par plusieurs entreprises ne répondant pas à la définition communautaire de la PME ;
- activités de l'entreprise : exclusivement une activité industrielle, commerciale, artisanale, libérale, agricole ou financière ;
- la PME doit disposer de son siège de direction effective en France, dans un état membre de l'Union européenne, ou dans un État membre de l'EEE : la Norvège et l'Islande ;
- ces sociétés ne doivent pas être admises aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger ;
- la société doit être imposée sur ces bénéficiaires dans les conditions de droit commun ou le serait si leur siège se situait en France.

Dans le cadre d'un investissement indirect dans une société *holding* (un seul niveau d'interposition étant admis), les mêmes conditions doivent être remplies ; concernant l'activité du *holding* : il doit avoir pour objet exclusif la détention de participations dans des sociétés exerçant une activité commerciale, industrielle, artisanale, agricole, libérale ou financière.

1.2. Les mesures à caractère général

Ces dispositifs ont attiré au financement de l'acquisition des sociétés cibles par l'utilisation des dispositions fiscales nécessaires aux montages LBO, notamment :

- l'intégration fiscale ;
- la déduction des intérêts et la sous-capitalisation ;
- le maintien de déficits ;
- la neutralité fiscale du changement de contrôle ;
- la fiscalité des plus-values sur titres de participation.

1.2.1. Le régime de l'intégration nécessaire au LBO

Le *leverage buy-out* ou LBO permet de mettre en place un levier juridique, fiscal et financier. Le principe réside dans l'endettement d'une société qualifiée de « *holding* » afin d'acquérir les titres d'une société cible. Le financement s'effectuera par le biais d'une dette senior et souvent d'une dette mezzanine subordonnée au remboursement de la dette senior.

Pour que l'effet de levier soit entier, certaines options fiscales doivent être effectuées :

- la société cible exerçant son activité dégage un résultat. Elle va donc distribuer son bénéfice à sa société mère. L'option pour le régime des sociétés mères et filiales permet d'exonérer cette remontée de dividendes. Seule une quote-part de frais et charges de 5 % devra être réintégrée et sera donc imposée ;
- dans le but d'éviter cette double imposition de la quote-part, l'option pour le régime de l'intégration fiscale va permettre sa neutralisation au niveau du résultat d'ensemble du groupe ;
- cette remontée de dividendes sera le revenu du *holding* et ne sera, au final, pas ou peu imposé. En effet, les charges existantes au niveau du *holding* s'imputent sur ce résultat (frais de constitution du *holding*, frais d'acquisition des titres de la société cibles, frais de financement...).

1.2.2. La déduction des intérêts et la sous-capitalisation

L'article 212 du CGI définit les règles applicables à la déduction des intérêts en cas de sous-capitalisation de la société. Trois seuils doivent être cumulativement franchis afin de caractériser une situation de sous capitalisation :

- l'endettement global : cas de la mise à disposition par des sociétés liées au cours de l'exercice de sommes représentant un montant moyen supérieur à une fois et demi le niveau des capitaux propres (apprécié à l'ouverture ou à la clôture de l'exercice) ;
- la limite de couverture des intérêts : la part des intérêts versés à des sociétés liées dans l'ensemble formé par le résultat courant avant impôts,

majoré des intérêts et amortissements doit être supérieur à 25 % pour être en présence d'un deuxième critère de sous-capitalisation ;

- la limite égale au montant des intérêts reçus de sociétés liées : la société intermédiaire est considérée comme sous-capitalisée si le montant des intérêts qu'elles versent à des entreprises liées est supérieur au montant des intérêts qu'elles reçoivent d'autres entreprises liées.

Pour que l'article 212 du CGI s'applique, la société emprunteuse doit être liée juridiquement à la société prêteuse. Selon l'article 39-12 du CGI, un lien de dépendance est réputé exister entre deux entreprises :

- lorsque l'une détient directement ou par personne interposée la majorité du capital social de l'autre (> 50 %) ou y exerce en fait le pouvoir de décision ;
- lorsqu'elles sont placées l'une et l'autre sous le contrôle d'une tierce personne.

Dans le cadre d'un LBO, le holding va s'endetter auprès d'une société extérieure au groupe. En conséquence les règles de la sous-capitalisation ne seront pas applicables. Le montage en LBO n'est donc normalement pas freiné par cette disposition.

1.2.3. Le maintien des déficits

Dans le cadre du LBO, soit le holding rachète les titres d'une société mère d'un groupe intégré, soit crée son groupe intégré.

En rentrant dans un groupe intégré, l'imputation des déficits antérieurs à l'intégration est encadrée. La société déficitaire ou disposant d'un déficit reportable ne peut l'imputer sur le résultat d'ensemble. Elle ne peut l'imputer que sur son résultat ou ses plus-values propres. Certaines limitations existent, notamment au regard des transactions intra-groupes ayant pour conséquence une imputation accélérée des déficits antérieurs.

Le bénéfice d'imputation comprend : le résultat de la société diminué des profits et plus-values objet de neutralisation intra-groupe, les plus-values de réévaluation libre d'actifs, et augmenté des moins-values de cessions intra-groupe d'immobilisations ou de titres objet de neutralisation.

Les déficits et moins-values réalisés au cours de la période d'intégration ne peuvent être imputés que sur le résultat d'ensemble du groupe.

Lors de la cessation du groupe, le déficit d'ensemble encore reportable appartient à l'ancienne société mère qui peut l'imputer sur ses résultats de l'exercice de sortie et des exercices suivants dans les conditions de droit commun.

Aucun déficit n'est perdu par le fait de l'intégration fiscale.

1.2.4. La neutralité fiscale du changement de contrôle

Le changement de contrôle d'une société est sans incidence sur son statut fiscal (article 221 du Code général des Impôts). Elle conserve ses plus-values latentes et ses déficits.

Il n'en est pas toujours ainsi. Certains pays anglo-saxons n'autorisent pas le maintien du déficit si la société change d'actionnaire majoritaire.

1.2.5. Les plus et moins values sur titres de participation

À compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2007, les plus-values de cession de titres de participation, détenus depuis au moins deux ans, sont exonérées. Reste imposée une quote-part de frais et charges fixée de manière forfaitaire à 5 % du résultat net des plus-values de cession.

S'entendent par titres de participation :

- les titres dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise, notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société émettrice ou d'en exercer le contrôle ;
- et les titres assimilés, i.e. les titres acquis à la suite d'une OPA ou d'une OPE, ou les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères et inscrit en compte spécial.

En contrepartie de l'exonération des plus-values, les moins-values nettes à long terme ne sont ni déductibles du résultat imposable, ni venir s'imputer sur les plus-values de d'autres catégories de titres.

L'objectif d'une telle structuration du groupe étant de dégager rapidement une rentabilité des titres et une plus-value importante au terme de l'opération, la non-déductibilité des moins-values ne freine pas le mécanisme du LBO et ne lui enlève aucun avantage.

1.3. L'association des managers et dirigeants

L'association des managers aux résultats de l'entreprise est un moyen d'éviter tout conflit d'intérêts entre ces derniers et les investisseurs. Cependant pour que ce mode d'intéressement soit attractif pour les managers, il est nécessaire que la fiscalité applicable à ce « revenu » bénéficie d'autant à ces managers.

Cette association se traduit par :

- les parts de *carried interest* ;
- l'attribution d'actions gratuites ;
- les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise ;
- les *stock-options*.

1.3.1. Les parts attribuées en « carried interest »

La pratique des parts ou actions de *carried interest* de FCPR ou de SCR consiste à réserver aux membres de l'équipe de gestion une participation aux plus-values réalisées.

Ce traitement fiscal des produits de *carried interest* permet de considérer qu'il s'agit bien d'un retour sur investissement et donc qu'une prise de risque pèse sur les managers et dirigeants associés aux résultats de l'entreprise.

D'un point de vue fiscal, les produits de *carried interest* ne sont ni éligibles à un PEA, ni bénéficiaires d'exonération d'impôt sur le revenu (au titre du régime fiscal des SCR).

Les sommes ou valeurs auxquelles les parts ou actions de *carried interest* ouvrent droit ainsi que les plus-values réalisées lors de la cession ou du rachat de ces titres, sont soumises à l'impôt sur le revenu suivant le régime des plus-values des personnes physiques de l'article 150 OA du CGI (27 % effectif au delà du seuil de 20 000 euros), sous les conditions suivantes :

- les personnes bénéficiaires sont membres de l'équipe de gestion du FCPR ou de la SCR, émetteurs ;
- les titres sont la contrepartie d'un investissement financier en capital ;
- les titres doivent être représentatifs d'une même catégorie (prix unique et mêmes droits) ;
- les bénéficiaires ne doivent pas être détenteurs de titres ouvrant droit au régime de faveur, sauf non-souscription d'un engagement de conservation des titres sur cinq ans ;
- les porteurs doivent recevoir une rémunération normale.

À défaut de respect d'une seule de ces conditions, les produits des parts ou actions seront imposés dans les conditions de droit commun (BNC, salaire, revenus distribués).

1.3.2. L'attribution d'actions gratuites

Les sociétés par actions et les sociétés en commandite par actions, cotées ou non, peuvent attribuer des actions gratuites à leurs salariés et dirigeants ou ceux d'une société liée, en définissant le délai d'acquisition et de conservation des titres, ainsi que l'identité des bénéficiaires ou les critères d'attribution.

La société émettrice peut déduire de son résultat imposable les charges liées à l'attribution gratuite, et la plus-value lors du rachat des titres attribués gratuitement.

Pour l'attributaire des titres gratuits, ayant conservé ses titres pendant une période minimum de deux ans à compter de l'attribution définitive, le régime d'imposition est le suivant :

- l'avantage tiré de l'attribution d'actions gratuites est imposé (valeur des titres au jour de l'acquisition) au taux effectif de 41 % sauf option pour l'imposition à l'impôt sur le revenu (catégorie « traitements et salaires) ;
- la plus-value de cession est imposée conformément à l'article 150 OA du CGI au taux effectif de 27 % (le seuil d'imposition de 20 000 euros étant applicable pour les cessions effectuées en 2007). La moins value est déduite du montant de l'avantage tiré de l'attribution des actions.

1.3.3. Les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise

Les sociétés émettrices doivent être :

- des sociétés par actions ;
- immatriculée au registre du commerce et des sociétés depuis moins de cinq ans, non issues d'une concentration, restructuration ou extension d'activités préexistantes ;
- soumises à l'impôt sur les sociétés en France ;
- non cotées ou cotées sur un marché d'instruments financiers réglementé ou organisé dans un État de l'EEE et de faible capitalisation boursière (moins de 150 millions d'euros).

Le capital de cette société doit être détenu directement à hauteur de 25 % au moins par des personnes physiques ou des personnes morales détenues par des personnes physiques.

Les destinataires sont des salariés de la société ou des dirigeants soumis au régime fiscal des salariés.

Le gain de cession des bons est imposé à l'impôt sur le revenu ; Cette plus-value de cession de valeurs mobilières est imposée au taux de 16 ou 30 % si le cédant exerce son activité dans la société émettrice depuis moins de 3 ans à la date de cession (plus contributions : 27 et 41 %).

1.3.4. Les stock-options

Le régime d'options de souscription ou d'achat d'actions permet à des salariés ou des dirigeants de souscrire ou d'acheter, à des conditions prédéfinies, des actions de la société qui les emploie ou d'autres sociétés du même groupe.

La société émettrice peut déduire de son résultat imposable les charges liées à la levée d'option et les moins-values correspondantes.

Une condition du régime fiscal chez le porteur de l'option réside dans une période d'indisponibilité de quatre ans à compter de l'attribution de l'option pendant laquelle l'action ne peut être cédée.

Le régime fiscal est récapitulé dans un tableau en fonction de la date d'attribution des options, ainsi que de la période d'indisponibilité, du rabais et du régime fiscal à la levée d'option (cf. tableau 1).

1. Régimes fiscaux des stocks-options

		Options attribuées...		
		du 01/01/1990 au 19/09/1995	du 20/09/1995 au 26/04/2000	à partir du 27/04/2000
Période d'indisponibilité		5 ans ⁽¹⁾		
Rabais		Autorisé jusqu'à 20 % de la valeur de l'action au moment de l'attribution de l'option Taxé à l'IR pour la part qui excède 5 % (options attribuées après le 01/07/1993) ou 10 % (options attribuées avant le 01/07/1993), comme complément de salaire (et assujettissement à la CSG, à la CRDS et aux cotisations de Sécurité sociale pour les options levées depuis le 01/01/1995)		
Avantage tiré de la levée de l'option	Cession ⁽⁴⁾ avant l'expiration de la période d'indisponibilité	Imposition à l'IR dans la catégorie des traitements et salaires (et assujettissement aux CSG et CRDS sur salaires et aux cotisations de sécurité sociale pour les options levées depuis le 01/01/1997)		
	Cession après l'expiration de la période d'indisponibilité	Si levée des options avant le 01/01/1990 : exonération Si levée des options à compter du 01/01/1990 : imposition à l'IR comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 16 % ⁽²⁾	Imposition à l'IR comme plus-value sur valeurs mobilières au taux de 16 % ⁽²⁾	Imposition à l'IR comme plus-value sur valeurs mobilières ⁽³⁾ au taux de 30 % ⁽²⁾
Plus-value de cession	Imposition à l'IR comme plus-value de valeurs mobilières au taux de 16 % ^(**)		Cession avant l'expiration d'un délai supplémentaire de portage de deux ans • Avantage < 152 500 € : imposition à l'IR ⁽³⁾ au taux de 30 % ⁽²⁾ • Avantage > 152 500 € : imposition à l'IR ⁽³⁾ au taux de : 30 % ⁽²⁾ pour la fraction annuelle qui n'excède pas 152 500 € - 40 % ⁽²⁾	Cession après l'expiration d'un délai supplémentaire de portage de deux ans • Avantage < 152 500 € : imposition à l'IR ⁽³⁾ au taux de 16 % ⁽²⁾ • Avantage > 152 500 € : imposition à l'IR ⁽³⁾ au taux de : - 16 % ⁽²⁾ pour la fraction annuelle qui n'excède pas 152 500 € - 30 % ⁽²⁾ pour le surplus

Notes : (1) Sauf cas particuliers : décès, invalidité, retraite, licenciement ; (2) Si le seuil des cessions est atteint. À ces taux s'ajoutent les prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social et CAPS pour un total de 11%) ; (3) Option possible pour le régime des traitements et salaires ; (4) Ou conversion au porteur.

Source : Code général des Impôts.

2. Avenir et contraintes

2.1. Les dispositifs spécifiques : un avantage modeste au regard de contraintes lourdes

Pour qualifier un montage financier, tel un capital-investissement, d'avantageux, il est nécessaire de regarder le rendement que l'on va en retirer au bouclage de l'opération et les points créateurs de frottements fiscaux. Les contraintes de fonctionnement et fiscaux devant être mis en place apparaîtront comme des contraintes nécessaires.

Pourtant le déséquilibre entre avantages fiscaux et contraintes de fonctionnement au regard d'une structure de droit commun est important, surtout au regard des niveaux de comparaison :

- les contraintes de fonctionnement au niveau de la société d'investissement ;
- des avantages fiscaux moindres au vu de toutes les contraintes ;
- comparaison avec la fiscalité d'autres pays.

2.1.1. Les contraintes de fonctionnement

Afin que le régime des SCR, FCP et FCPR s'applique, la cible doit répondre à de nombreuses exigences. L'application du régime fiscal est sur-conditionnée.

On a pu voir dans la première partie toutes les conditions nécessaires à la constitution du capital-investissement afin que le régime fiscal avantageux bénéficie à la structure d'investissement.

Au nombre de ces conditions on peut recenser :

- le montant relativement élevé de capital au minimum investi ;
- la nature des titres à l'actif ;
- des limites de détention des titres et de durée de conservation ;
- des contraintes liées à la situation géographique de la cible.

Il est à noter que certaines règles, notamment en ce qui concerne les FCPR, ont déjà été modifiées à de nombreuses reprises.

À défaut de remplir ces conditions, pendant la durée de détention des titres intéressés, le régime fiscal de ces sociétés n'est pas appliqué au bénéfice du régime de droit commun.

Pour une comparaison concrète, prenons l'exemple des fonds communs de placement et des fonds communs de placement à risque. En effet, le FCPR subit des contraintes plus importantes et bénéficie d'un régime fiscal plus avantageux.

2. Conditions de soumission au régime

Fonds commun de placement	Fonds commun de placement à risque
<ul style="list-style-type: none"> • Constitution à titre principal de valeurs mobilières : des valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé en fonctionnement régulier dans un État membre de l'Union européenne ou non-membre de l'Union européenne sans être écarté par la commission des opérations de bourse. • L'actif peut également comprendre : dans la limite de 5 % de actions ou parts d'OPCVM respectant les règles de rachat de la loi n° 88-1201, et dans la limite de 10 % des bons de souscription, bons de caisse, des billets hypothécaires, des billets à ordres et des valeurs mobilières autres que mentionnées précédemment. • Ne peut employer en titres d'un même émetteur plus de 5 % de ces actifs. (assouplissement jusqu'à 10 % si la valeur de ces titres ne dépasse 40 % de l'actif). 	<ul style="list-style-type: none"> • Montant minimum des actifs lors de la constitution : 400 000 euros. • L'actif doit être composé pour au moins 50 % de titres participatifs ou de titres donnant accès directement ou indirectement au capital de sociétés qui ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger, ou des parts de SARL ou de sociétés ayant un statut équivalent. • Les titres de sociétés cotées sont admis dans la mesure d'une faible capitalisation boursière (150 millions d'euros) et dans la limite de 20 % des actifs du fonds. • Les sociétés dans lesquelles investit directement le fonds doivent avoir leur siège dans l'Union européenne ou en Norvège ou Islande, exercer une activité énumérée à l'article 34 du CGI et être soumises à l'IS. • Dans le cas d'investissements indirects, (modalités déjà simplifiées en 2005), le holding doit avoir son siège dans l'Union européenne, Islande ou Norvège, avoir pour objet principal de détenir des participations financières. • Le quota est calculé par référence aux souscriptions reçues des investisseurs, lesquelles doivent être investies en titres éligibles à hauteur du quota. • Le porteur, conjoint, ascendants, descendants ne doivent pas détenir plus de 25 % des titres d'une société dont les titres sont inscrits à l'actif du fonds. • Les porteurs doivent contractés un engagement de conservation pendant cinq ans.

Source : Auteur.

2.1.2. La fiscalité de la société d'investissement et des investisseurs au regard du droit commun

La société ayant investi des fonds a une perspective de rentabilité que l'opération peut générer à son débouclage. Or cette « plus-value » sera dégagée au niveau de la SCR, ou du fonds qui sont exonérés d'impôt sur les sociétés.

Ce niveau d'imposition fait donc l'objet des avantages fiscaux les plus importants : les sociétés ou fonds sont exonérés d'impôt sur les sociétés ou en report d'imposition ; L'imposition a lieu au niveau des porteurs, de manière diluée. Mais à ce niveau, une contrainte de fonctionnement réside dans le fait que la structure d'investissement doit ventiler ses répartitions. En effet, quand le porteur est une personne physique dont le revenu va être imposé à l'impôt sur le revenu des personnes physiques il peut bénéficier de certains abattements ou modes d'imposition allégés (par exemple, prélèvement forfaitaire) ; cependant pour déterminer et prouver l'application de ces avantages, le fonds doit ventiler par nature au niveau de la somme allouée à chaque porteur.

2.1.3. Que ce soit à travers la SCR, le FCP ou le FCPR, le poids de l'imposition se trouve donc au niveau des associés

Les associés de FCP répondent à une imposition comparable au droit commun, pour des conditions de constitution plus contraignantes que dans le cadre d'une société classique.

Au regard des conditions de constitution des SCR et des FCPR par rapport au droit commun, et des conditions supplémentaires afin que les associés ou porteurs bénéficient d'un régime fiscal dit favorable, on pourrait penser que les taux d'imposition sont réellement moindres. Toutefois, Il apparaît que les avantages fiscaux d'un capital-investisseur sont modestes au regard de la fiscalité de droit commun.

Les associés ou porteurs de SCR ou FCPR sont imposés de manière comparable à un actionnaire d'une société classique :

- les dividendes de SCR versés à une personne morale IS sont imposés à 15 % ;
- la plus-value de cession de parts de SCR est imposée en tant que plus-value long terme si la société a conservé le titres plus de cinq ans et que les titres remplissent les conditions de droit commun ;
- l'écart d'évaluation que les sociétés IS porteurs de parts de fonds doivent prendre en compte à la clôture de chaque exercice est compris dans de le résultat de l'exercice concerné, soit imposé au taux de 33,33 %.

Les conditions nombreuses n'empêchent pas la mise en place de ces structures mais poussent à la mise en place de structures nouvelles et toujours plus innovantes. Pour un simplification du droit et une meilleure lisibilité de la fiscalité il n'est pas nécessaire de cumuler les conditions à trois niveaux : la cible, l'entité d'investissement et les porteurs de l'entité.

2.1.4. Le droit comparé

Certaines interrogations proviennent d'exemples étrangers.

L'Allemagne a déposé un projet de loi tendant à alléger la fiscalité des fonds de capital-risque, sans comprendre dans ce dispositif les fonds de LBO, une précaution justifiée par la volonté de ne pas favoriser cette niche fiscale.

Aux États-Unis le taux d'imposition sur les fonds de *private equity* augmenterait de 15 à 35 %.

2.2. Les menaces pesant sur les mesures à caractère général

Le régime général du *private equity* repose essentiellement sur le LBO et les mécanismes fiscaux nécessaire au fonctionnement du LBO. Certaines réformes pourraient venir alourdir le mécanisme de l'effet de levier, voire remettre en cause les plans de financement et les perspectives de rendement.

Si le *holding* ne pouvait plus déduire les intérêts d'emprunt des résultats distribués de la cible, le groupe intégré aurait un résultat bénéficiaire imposable au taux de 33,33 %. En effet, la cible dégage un bénéfice imposable, qu'elle distribue. Ces dividendes bénéficient de l'exonération en application du régime mère-fille et la quote-part de frais et charges est neutralisée au niveau du groupe par le régime de l'intégration fiscale. Mais le résultat du groupe est bénéficiaire.

La déduction des intérêts permet de minorer voire d'anéantir tout résultat bénéficiaire. La rentabilité du LBO repose donc (en partie) sur la déductibilité des intérêts.

2.2.1. La réforme allemande

L'Allemagne a adopté une réforme définissant de nouvelles règles de déductibilité des intérêts plus contraignantes. En effet, elle veut limiter les cas de surendettement et donc de déficits liés à la déduction des intérêts.

Cette limitation de la déductibilité des intérêts concerne toutes les sociétés (sans limitation aux prêts intra-groupe, comme en France), sans tenir compte de la forme sociale, ni du mode du financement de la dette (i.e concerne tant le financement bancaire que privé).

Les charges d'intérêts sont déductibles à hauteur des intérêts perçus. L'excédent est déductible à condition qu'ils ne dépassent pas une franchise de 1 million d'euros.

Si le montant de l'excédent dépasse 1 million d'euros, l'excédent n'est déductible qu'à hauteur de 30 % de EBITDA. L'EBITDA est défini comme le résultat fiscal avant impôts, dotations aux amortissements, et intérêts nets.

L'excédent non déductible des charges d'intérêts sera reporté en avant jusqu'à complet épuisement et gardera sa nature de charge d'intérêts. Il

sera donc ajouté aux charges d'intérêts de chaque exercice pour le calcul du montant déductible des intérêts.

Cette réforme fiscale vient freiner le rendement du LBO et risque d'allonger la durée d'effet de levier fiscal du groupe intégré. La loi fiscale allemande considère, pour le calcul des intérêts déductibles, que toutes les sociétés allemandes rentrant dans le périmètre d'intégration ne constituent qu'une seule et même société.

Les emprunts accordés à l'intérieur du groupe ne contribueront pas à limiter la charge d'intérêts : toute charge d'intérêt de la société emprunteuse sera compensée par un produit financier de la société prêteuse.

Ce dispositif est fondé sur le principe de sous-capitalisation, à l'instar de l'article 212 du CGI. Mais elle va au-delà car elle vise à interdire tout endettement excessif d'où qu'il vienne.

Sur un deuxième point, la réforme allemande peut apparaître préoccupante. Elle conduit à considérer que le changement de contrôle d'une société conduit à la perte des déficits. Cette règle peut gravement freiner la reprise des sociétés déficitaires.

2.2.2. Les modes de sortie du LBO

Classiquement, la sortie d'un LBO s'effectue par deux méthodes :

- un LBO secondaire acquiert les titres du *holding* précédent et remet en place un effet de levier par endettement du *holding* secondaire
- réintroduction en bourse de la société cible.

La première technique permet de remettre en place un second LBO. Toutes les conditions nécessaires à sa mise en place sont déjà remplies. Et le premier LBO est débouclé. L'investisseur rachète les titres des financiers précédents et les fondateurs réinvestissent également leurs fonds.

La difficulté réside notamment dans la remontée de dividendes depuis la société cible en activité et donc dégageant un résultat. La solution est la fusion dite rapide des deux holdings. L'administration y opposait l'abus de droit ou l'acte anormal de gestion (imputation des dettes du holding sur la « cible »).

Le rescrit n° 2007/48(FE) de l'administration fiscale sécurise l'opération ; dans le cadre d'une fusion rapide dans un LBO secondaire le maintien de la déductibilité des frais financiers supportés par le *holding* d'acquisition est subordonné à trois conditions :

- la fusion des deux *holdings* n'entraîne pas de rupture dans l'application du régime fiscal des groupes de sociétés prévus à l'article 223 A du Code général des Impôts, de sorte que l'opération de fusion n'a pas pour objet de compenser fiscalement les résultats en dehors du cadre légal du régime de groupe ;

- le capital de la société absorbée ne comprend aucun intérêt minoritaire susceptible d'être lésé par l'opération de fusion (dès lors que la société absorbante détient la totalité du capital de la société absorbée) ;
- l'opération de fusion ne concerne que des structures de financement et n'entraîne par conséquent aucun appauvrissement des sociétés opérationnelles.

Ce rescrit permet de sécuriser les fusions rapides dans le cadre de LBO secondaires. Le risque réside dans la condition de l'absence d'intérêts minoritaires. Tous les LBO secondaires devront être sur le même modèle : le *holding* secondaire devra détenir 100 % de la cible.

2.3. Quel avenir à l'association des *managers* ?

La question soulevée quant à l'association des *managers* aux performances de l'entreprise tient à la fiscalité de ce « revenu ». Selon la qualification donnée à ce revenu : gain privé en capital sur valeurs mobilières, ou gain professionnel, le *management package* sera négocié et orienté différemment.

Certains États plaident pour une fiscalité incitative :

- un *lobby* suisse plaide pour une fiscalité favorable sur les *carried interest* : pas de taxe si le revenu est qualifié de gain privé en capital sur valeur mobilière, et une imposition à hauteur de 20 à 25 % si ce revenu est considéré comme professionnel ;
- en France la loi TEPA est venue alléger certains revenus dans le cadre de l'impôt de solidarité sur la fortune, ainsi que modifier les dispositions de la loi Madelin.

En France une discussion est ouverte sur la fiscalité des stock-options, tendant à la rendre plus lourde.

La fiscalité applicable aux gains professionnels sera par référence celle applicable aux revenus des personnes physiques. Le taux marginal de l'impôt sur le revenu 2006 est de 40 %.

Si ce revenu est considéré comme un revenu d'investissement privé, il sera imposé au titre de la plus-value au taux de 16 % (taux d'imposition effectif de 27 %).

À ce jour, il n'est pas envisagé de revenir sur ce traitement des parts de *carried interest*. Il en est de même pour les bons de souscription d'actions. Cela étant ces parts ou bons ne sont accordés que parce qu'il existe un lien juridique de subordination entre le bénéficiaire et son employeur. Le risque n'est donc pas nul que l'administration tente, à tort, de les requalifier.

À cet égard, on rappellera la confusion qui existe dans la qualification administrative des souscriptions ou achats de titres de *stock-options*.

L'instruction 5-F-9-95 du 22 mai 1995 énonce que si les conditions de souscription aux stock-options au bénéfice de dirigeant salarié ou de toute autre personne en relation d'affaires avec un groupe de sociétés ne sont pas respectées :

- le gain réalisé ne doit pas être qualifié de plus-values sur valeurs mobilières et imposé comme tel, mais selon la nature de l'opération ;
- l'instruction poursuit en énonçant que « l'imposition sera donc effectuée au barème progressif de l'impôt sur le revenu » (traitements ou salaires, BNC, revenu distribué).

Même si on peut douter de la solidité juridique de cette doctrine, son existence ne peut être oubliée !

Conclusion

Le *private equity* s'est développé dans un contexte fiscal général accommodant et grâce à de nombreuses niches fiscales. Le contexte national et international récent peut apparaître moins porteur à certains égards.

La fiscalité de droit commun (IR, plus-values en IS, régime des dividendes) a été allégée et peut faire apparaître certaines niches du *private equity* comme excessivement contraignantes.

Le régime des stock-options est menacé et certains (la Cour des comptes) veulent appliquer des prélèvements sociaux sur les dispositifs d'association des salariés et managers aux résultats de l'entreprise.

Enfin des réformes étrangères, comme la réforme allemande, sont de nature à remettre en cause le modèle du LBO, c'est-à-dire la déductibilité fiscale des intérêts.

À tous égards, la vigilance s'impose donc pour sauvegarder un mécanisme majeur pour la fluidité et le dynamisme de notre économie.

Plusieurs recommandations s'imposent, notamment l'assouplissement des contraintes sur les niches fiscales du *private equity* (délais d'investissement trop longs, contraintes de placement, durée du placement...). À cela s'ajoute la consolidation des régimes destinés aux particuliers (régime Madelin pour les entreprises nouvelles, FCPI). Le débat actuel sur les niches fiscales ne doit pas conduire à remettre en cause des dispositifs dont la justification économique est évidente : le soutien à l'entreprise et à l'innovation.

Au moment où chacun cherche des moyens de retrouver la croissance, simplifier et doper la fiscalité du *private equity* c'est avoir la certitude que chaque euro dépensé ira vers l'investissement.

Complément M

Bourse et financement des entreprises de croissance : le divorce ?

Jean-Bernard Schmidt

Sofinnova Partners

La Bourse sert-elle encore notre économie ? Plusieurs faits conduisent à en douter. Les entreprises cotées sur EuroNext à Paris ont levé en 2006 un total de 37,5 milliards d'euros. Les entreprises du seul CAC 40 (un sous-ensemble d'EuroNext) ont rendu à leurs actionnaires 39 milliards d'euros, soit un déficit de 1,5 milliard d'euros. Situation similaire en 2005 et 2004 : il faut remonter à 2003 pour voir les capitaux levés (31,6 milliards d'euros) excéder les dividendes et rachats d'actions (22 milliards d'euros). Les entreprises ne sont plus financées, au contraire elles s'appauvrissent. Serait-ce qu'elles n'ont plus de projets de croissance à proposer à leurs actionnaires, pour qu'elles leur rendent ainsi les capitaux qui leur ont été confiés ou qu'elles ont accumulés par leur performance passée ?

Autre fait : une étude du Cabinet Ernst & Young sur l'évolution du NASDAQ montre une désaffection des investisseurs pour la technologie : la valorisation moyenne de l'entreprise de technologie au moment de son entrée en bourse sur la période 2001-2006 est 39 % de ce qu'elle était sur la période 1992-1997 (période bien antérieure aux sommets de 1999-2000). Les introductions en bourse ne sont plus valorisées, elles ne récompensent plus le risque pris à la création et dans les premières années de développement. Le NASDAQ, Bourse américaine spécialisée qui a financé tous les géants américains de la technologie, d'Intel à Microsoft, de Cisco à Oracle, ne fonctionne plus : alors que toutes les Bourses (New York, Londres, Tokyo, Paris, etc.) ont retrouvé voire dépassé leurs sommets de 1999-2000, le NASDAQ n'est encore aujourd'hui qu'à à peine 50 % de son sommet de

2000. Historiquement le *venture capital* a fait le succès du NASDAQ et le NASDAQ a fait le succès du *venture capital* américain. Si ce cercle vertueux est rompu, c'est la création d'entreprises nouvelles qui est mise en cause. Pourtant, l'économie est prospère, les capitaux sont abondants.

Troisième fait : la durée moyenne de détention d'actions par les fonds mutuels américains est tombée à dix mois en 2005, un record historique.

Le point commun entre ces trois faits ? Tout simplement que l'investissement à long terme ne paie plus. Avec quelques pourcents du capital, les *hedge funds* (fonds spéculatifs) manipulent les cours, dictent leur loi : fusions, acquisitions, démantèlements, distribution rapide des actifs par des superdividendes et des rachats d'actions. Une grande partie des fonds de LBO sont dans la même logique : rachats d'entreprises par sortie de Bourse ou dans le domaine privé par endettement massif, restructurations rapides, distributions des actifs, réductions des coûts pour une augmentation rapide des résultats, reventes à d'autres fonds de LBO.

Niveau de risque de ces opérations ? Quasiment nul, puisqu'il s'agit de ne s'emparer que d'entreprises déjà bénéficiaires, le seul risque étant celui que l'on se crée soi-même, à savoir le montant de la dette dont on va charger l'entreprise. Gains importants, liquidité rapide, risque réduit : dans ces conditions, pourquoi investir à long terme ?

Pourquoi souscrire à une augmentation de capital, participer à une introduction en bourse, opérations qui permettent aux entreprises de lever des capitaux nouveaux pour financer des projets de croissance, mais qui sont par nature à moyen ou long terme et porteurs d'un certain niveau de risque ? Pourquoi laborieusement détenir des titres à long terme pour accompagner une stratégie de développement, alors que les bourses aujourd'hui ne sont animées que par les spéculations de fusion ou de démantèlement, génératrices de gains rapides ?

Clairement, nous sommes dans une déviation du système : on ne peut indéfiniment gagner de l'argent vite et sans risque. Le système se corrigera de lui-même, comme il l'a fait dans le passé. Peut être est-ce qui est en train de se produire avec la crise du crédit, amorcée à l'été 2007 par la crise du *subprime*. À ce sujet, comment nombre de directeurs financiers avisés ont-ils pu croire qu'ils pouvaient placer la trésorerie de leurs entreprises à des taux supérieurs aux taux du marché, sans risque ? Comment les agences de notation elles-mêmes ont-elles pu cautionner l'idée qu'une répartition extrême du risque permettrait d'éliminer le risque lui-même ? Peut être prend-on conscience aujourd'hui de ce que la dette a été trop abondante, trop facile, que la dette finalement est risquée. Peut être cette prise de conscience va-t-elle favoriser un retour vers l'investissement en capital et dans la durée.

Il est encore trop tôt pour le dire mais l'urgence est là. Car la déviation du système que nous connaissons aujourd'hui fait payer un prix très lourd à

notre économie. Les superdividendes, les rachats d'actions, les flambées spéculatives sur les cours enrichissent l'actionnaire à court terme. Mais les sommes dégagées ne sont pas réinvesties dans les entreprises, elles sont réinjectées dans les circuits financiers. Qui peut dire que, ce faisant, nous ne mettons pas en péril l'intérêt à long terme de notre économie, l'intérêt à long terme des actionnaires eux-mêmes ? Beaucoup disent que seul compte le marché. Une évidence pourtant : une entreprise qui ne croît pas est une entreprise condamnée. Comment nos entreprises vont-elles croître si elles sont dépouillées de leurs ressources financières ?

Nous n'aurons la société de l'innovation et de la technologie réclamée par tous que si l'investissement à long terme est réhabilité. Nous ne fabriquerons les champions technologiques porteurs des emplois de demain qui s'il y a une Bourse capable de prendre, auprès des entrepreneurs, le relais des investisseurs qui ont pris le risque de la création. Nous ne verrons nos « gazelles », si chères à nos gouvernants, conquérir les marchés d'exportation, redresser notre balance commerciale, que si elles trouvent les capitaux qui financeront leurs ambitions.

Aujourd'hui l'incompréhension est totale entre nos gouvernants et le monde financier : les premiers appellent à l'investissement, à la prise de risque, à la création de richesses nouvelles, le second répond par un court-termisme érigé en pensée unique.

Dans une économie de marché, seule la Bourse offre les ingrédients d'une croissance économique fondée sur l'intérêt à long terme. Ces ingrédients sont les suivants : l'apport de capitaux nouveaux, la liquidité pour les actionnaires anciens, la possibilité de recruter les meilleurs *managers*, et, par-dessus tout, l'indépendance.

Que faire pour que la Bourse retrouve son rôle moteur de l'économie ? Déjà, alerter nos institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension, fonds mutuels) sur la nécessité de réserver dans leurs placements une part largement supérieure à l'investissement à long terme. Aujourd'hui ce sont eux qui financent les *hedge funds* et les fonds de LBO, ce sont eux aussi qui ne s'expriment pas aux assemblées générales et laissent le champ libre à l'agressivité des *hedge funds*. Ils transforment en court terme les ressources à long terme dont ils sont dotés. Dans le contexte économique actuel ne devraient-ils pas au contraire assumer davantage la responsabilité des fonds qu'ils gèrent, en renforçant la gestion directe au détriment de la gestion déléguée et en se fixant des objectifs économiques et de rentabilité à long terme, à l'instar de ce qui se pratique au Canada et dans les pays scandinaves ?

Que faire d'autre ? Agir sur la fiscalité. On peut utilement penser à promouvoir l'investissement à long terme, en particulier lors des introductions en Bourse, par une fiscalité incitative au niveau des particuliers et des véhicules collectifs. C'est le but, par exemple, de la loi sur la réaffectation de l'impôt sur la fortune vers les PME ou du projet JEC (jeune entreprise

cotée). Mais la vraie mesure fiscale à prendre est de taxer les *hedge funds* et les grosses opérations de LBO. À quel titre peut-on justifier aujourd'hui une exonération d'imposition sur les plus-values et que les intérêts de la dette d'acquisition soient fiscalement déductibles, tout cela conduisant à une surprime de rentabilité qui fausse la concurrence ? En rétablissant une imposition normale, on fait acte d'équité en même temps que l'on rétablit les conditions d'un arbitrage sain entre le court terme et le long terme, on réhabilite le long terme.

Car ne nous y trompons pas : nous affaiblissons nos meilleures entreprises au moment même où il faut les renforcer, face à une concurrence qui au Japon, en Corée, en Chine, en Inde, développe des stratégies à long terme d'une efficacité et d'une ambition redoutables.

Complément N

Le financement de la création et de la croissance des « *start-up* » de technologie

Bernard Daugeras

Auriga Partners

Les réflexions qui suivent sont le résultat d'observations pendant une vingtaine d'années du financement des sociétés innovantes de technologie sur le marché français et de son impact sur la rénovation du tissu industriel (l'équipe d'Auriga a participé à environ 250 créations de sociétés innovantes). Ces réflexions sont partagées par la plupart de nos confrères qui font le même métier.

1. Plusieurs idées fausses circulent

Plusieurs idées fausses circulent sur le financement des phases d'amorçage des sociétés de technologie :

- contrairement à une idée répandue et souvent colportée par l'administration, il y a de très nombreux projets de grande qualité qui sont proposés en France tous les ans et qui sont soit issus de la recherche publique soit issus des grandes entreprises. Le point d'inflexion a été la loi sur l'innovation de 1999 qui, malgré ses lacunes, a eu un effet incitatif remarquable sur les candidats entrepreneurs. On observe d'ailleurs une amélioration constante de la qualité des projets et des équipes de fondateurs ;

- la plupart de ces projets trouvent des financements à peu près adéquats par des fonds de capital-risque français ou européens. On peut regretter simplement une implication très faible des « *business angels* » en France à ce stade, alors qu'aux États-Unis ils représentent des montants investis équivalents à ceux du capital-risque ;

- une seule étape souffre d'un handicap certain, il s'agit « de la preuve de concept » scientifique et technique, pour laquelle ni les organismes de recherche ni les agences de financement n'ont les outils adéquats. Certaines sociétés sont donc créées prématurément et ce n'est pas le rôle du capital-risque de financer ce type de recherche à très haut risque. La plupart d'entre nous sommes cependant conduits à le faire pour environ 20 à 30 % de leurs investissements, ce qui est déraisonnable. L'expérience étrangère (américaine, israélienne, etc.) conduit à penser que seul l'argent public peut combler cette carence. Cette situation a été signalée à de très nombreuses reprises aux responsables de l'administration, sans qu'aucune mesure sérieuse ne soit prise ;

- au total, nous pensons qu'il y a presque assez d'argent à ce stade pour les phases d'amorçage mais pas assez d'équipes. En effet la charge de travail pour structurer et financer une société dans cette phase amont est considérable et particulièrement difficile et il n'y a pas assez de spécialistes en France.

2. Les carences du financement de la phase de croissance

La plupart des bons fonds de capital-risque réussissent à identifier et à financer des sociétés qui ont un potentiel exceptionnel et qui pourraient devenir des *leaders* mondiaux dans leur domaine (environ 10 à 30 % de leurs investissements). La grosse difficulté à laquelle les VC sont confrontés est qu'il est pratiquement impossible de trouver les ressources financières nécessaires pour faire franchir à ces sociétés les véritables étapes de création de valeur et de développement industriel et commercial :

- il n'existe pas en France, et à peine en Europe, de fonds spécialisés de capital-développement technologique dotés de moyens suffisants (plusieurs centaines de millions d'euros, voire proche du milliard) capable d'accompagner financièrement le développement de ces sociétés pour en faire des champions mondiaux ;

- la Bourse ne joue plus son rôle dans le financement de ces sociétés ; à titre d'exemple, il est maintenant pratiquement impossible d'introduire en bourse en Europe sur des marchés réglementés, des sociétés dans les technologies de l'information qui feraient moins de 50 à 100 millions d'euros. Seules les sociétés de biotechnologie semblent provisoirement échapper à la peine mais il est très difficile de lever des montants suffisants (50 millions d'euros voire même beaucoup plus) pour en faire des sociétés indépendantes.

Les sociétés de capital-risque sont bien entendu obligées de céder leurs participations (la durée d'un fonds est en général de dix ans) et elles sont contraintes à le faire dans des conditions non satisfaisantes, ce qui handicape grandement leur rentabilité. La solution la plus fréquente, et quelque fois la seule, est ce que l'on appelle une cession industrielle. Or la situation

française à cet égard est particulièrement critique. En général les grandes entreprises françaises se désintéressent de ces jeunes sociétés de technologie, voire même essaient d'intriguer pour les racheter à bas prix et les fonds sont donc contraints de les vendre à l'étranger, la plupart du temps aux États-Unis (la parité euros/dollar est d'ailleurs dramatique pour les fonds, car les évaluations se font presque toujours en dollars).

Inutile de souligner la déperdition qui en résulte pour notre tissu industriel. En effet, tout le monde s'accorde à penser que la rénovation de notre industrie se fera à l'occasion de ruptures technologiques majeures qui permettent de changer les règles de la concurrence et de favoriser l'émergence de nouveaux acteurs. À titre d'exemple, Auriga a dans ses fonds quatre à cinq sociétés qui peuvent devenir des champions dans leur domaine et viser des marchés de plusieurs milliards d'euros : imagerie médicale, nouvelle génération de mémoire, nouvelle génération de cristaux liquides, nouvelle méthode de diagnostic médical, etc., et les grandes sociétés n'ont pas fait la preuve qu'elles étaient capables de générer ces innovations de rupture.

On se trouve dans la situation de la « pompe à phynance » du Père Ubu : c'est le contribuable français qui paie la recherche, ce sont les investisseurs français et européens qui financent les créations de sociétés... et c'est l'économie américaine qui en profite.

3. Esquisses de solutions

Canaliser vers les sociétés les plus innovantes les investissements au titre de la réduction de l'ISF ou autre.

Stimuler la création de fonds de développement technologique et inciter les grands institutionnels à investir massivement dans ces fonds. La France souffre en effet d'être un pays capitaliste sans capitaux à long terme et il peut paraître tout à fait paradoxal que les avantages fiscaux des contrats d'assurance-vie soient consentis pour des placements sans aucun risque. La mesure « Sarkozy » sur l'investissement des contrats d'assurance-vie dans le « *private equity* » a profité principalement au « *buyout* » et pratiquement pas au capital-risque.

Maintenir absolument et même améliorer les conditions financières et fiscales des mécanismes de stock-options, actions gratuites, BSA, etc, spécifiquement pour ce type de sociétés. Ces outils sont totalement indispensables et si les projets actuels du gouvernement ne protègent pas ces sociétés il y a un risque majeur de délocalisation des meilleures *start-up* (nous n'avons aucune difficulté à extraire des bonnes technologies des labos français et créer les sociétés en Belgique, par exemple !).

De la même façon maintenir les avantages fiscaux du « *carried interest* » pour les fonds de *venture* est essentiel. En effet le temps de retour sur investissement dans ces fonds est particulièrement long (le *carried* peut n'être

versé qu'après dix ans... quand il y en a !). Les équipes pourraient donc se décourager et faire un autre métier.

Pour animer les marchés boursiers et concentrer plus d'investissement sur ce type de sociétés innovantes, la réactivation du projet de jeunes entreprises cotées serait intéressante (le statut de jeune entreprise innovante a été particulièrement efficace).

Complément O

France Investissement : un premier bilan

Jérôme Gallot et René Ricol

CDC Entreprises et France Investissement

France Investissement a été créé en novembre 2006 avec la double mission :

- d'augmenter de manière significative et dans la durée, le montant des capitaux investis en fonds propres dans les entreprises à fort potentiel ;
- de professionnaliser et de structurer l'industrie du capital-risque et du capital-développement en contribuant à stimuler la création de nouvelles équipes et à renforcer les moyens d'actions des équipes existantes

L'objectif est d'injecter 3 milliards d'euros au capital des PME d'ici à 2012 (500 millions d'euros en moyenne par an) dont 2 milliards correspondent à des engagements nouveaux par rapport aux précédents programmes apportés à parité par l'État et les partenaires privés. Ce partenariat public/privé réalisé aux conditions de marché est essentiel pour drainer l'épargne longue sur ce segment de marché aujourd'hui délaissé.

Le premier Conseil d'orientation de France Investissement présidé par René Ricol s'est réuni pour la première fois le 21 décembre 2006. Le dispositif France Investissement est donc opérationnel depuis moins d'un an.

1. La situation du capital-investissement en France

La situation française du capital-investissement se caractérise de la manière suivante :

- 10,1 milliards d'euros ont été investis par les acteurs du capital-investissement en France en 2006 dont plus de 80 % (8,5 milliards) sur des opérations de capital-transmission ou LBO et seulement 11 % en capital-développement (1 milliard) et 5 % en capital-risque (0,5 milliard) ;
- 2 400 entreprises au total sont concernées. 1 440 d'entre elles, soit 60 %, se sont partagé 20 % des fonds levés, soit 1,5 milliard d'euros ;
- les tickets moyens d'investissement du capital-risque (0,65 million d'euros) et du capital-développement (1,30 million d'euros) en 2006, sont restés extrêmement faibles comparés à ceux pratiqués en capital-transmission : 22 millions d'euros en moyenne en France en 2006 (11,6 millions si l'on exclut les LBO supérieurs à 100 millions d'euros/douze opérations) ;
- la durée moyenne d'investissement ressort à 3,7 ans à fin 2005 et le TRI moyen sur dix ans à 29,5 % avec un multiple moyen de 2 ;
- 971 participations ont été cédées en 2006. Un nombre de cession toujours très élevé et en augmentation de près de 2 % par rapport à 2005 ; ce qui atteste d'un marché extrêmement liquide.

La France est le 2^e pays d'Europe en termes de montants investis et nombre d'opérations réalisées en capital-risque et en capital-développement derrière le Royaume-Uni mais les écarts sont spectaculaires sur ce segment avec notre voisin Outre-manche : 6 milliards d'euros/1 000 opérations en capital-risque, 5,2 milliards d'euros/1 100 opérations en capital-développement.

L'impact sur le nombre d'entreprises de taille moyenne concerné par le capital-investissement est immédiat : 3,7 % d'entreprises de 20 à 250 salariés en France contre 5,2 % au Royaume-Uni.

En France, l'argent, la performance et le potentiel de croissance sont là. Les raisons du déséquilibre du marché du capital-investissement sont diverses mais surtout, ou aussi, culturelles et structurelles :

- culturelles pour les acteurs financiers comme pour les entreprises qui ne sont pas toujours prêtes à accepter l'ouverture de leur capital et redoutent la sortie des fonds ;
- structurelles, l'industrie du capital-investissement est insuffisamment développée : peu de fonds de fonds privés jusqu'à France investissement, difficultés à lever des fonds pour les équipes existantes...

France Investissement a été créé pour pallier ce dysfonctionnement de marché et offrir aux entreprises à fort potentiel de croissance une réponse de long terme à leurs besoins.

2. Les premiers résultats de France Investissement

Onze mois après son lancement effectif, France Investissement obtient des premiers résultats :

- 706 millions d'euros d'engagements nouveaux dont 476 millions apportés par CDC Entreprises et 230 millions par les partenaires privés, soit 200 millions d'euros de plus que l'objectif moyen annuel annoncé ;
- 410 millions d'euros mobilisés pour la création de fonds de fonds privés dont 230 millions apportés par cinq des six partenaires privés et 180 millions par CDC Entreprises à ces mêmes partenaires ;
- cinq fonds de fonds privés sont actuellement en phase d'investissement (AGF, CNCE, SGAM, Groupama et NATIXIS). Ils viennent ainsi combler une lacune du marché et contribuent à sa structuration. Leur taille actuelle varie de 50 à 100 millions d'euros et leurs portefeuilles respectifs sont aujourd'hui investis à plus de 50 % pour ceux créés au 1^{er} semestre 2007 et à plus de 25 % pour ceux engagés au 3^e trimestre 2007 ;
- 370 millions d'euros ont d'ores et déjà été investis dans des fonds dont 52 % dans des fonds de capital-risque et 48 % dans des fonds de capital-développement incluant des fonds Mezzanine (8 %) et des fonds de capital-transmission de petite taille (15 %) ;
- 32 fonds avaient à la fin septembre bénéficié des capitaux levés au titre France Investissement par CDC Entreprises et/ou les partenaires privés parmi lesquels Innovacom IV, Alven, Ventech, AgroInvest, Génopole 1^{er} jour, Avenir Entreprise Mezzanine, mais aussi plusieurs nouvelles équipes dont Cathay Private Equity ;
- au niveau des entreprises, 203 millions d'euros ont été investis dans 54 entreprises par France Investissement (CDC Entreprises, en poursuivant ses programmes antérieurs, a financé plus de 200 entreprises).

Les chartes France Investissement qui lient l'ensemble des acteurs et bénéficiaires du dispositif (fonds de fonds, fonds et entreprises) sont essentielles au développement d'une chaîne d'investissement responsable et à l'alimentation des entreprises visées, en épargne longue.

Elles reprennent des règles d'investissement mais définissent aussi des principes en termes de gouvernance, de transparence et des recommandations pour le déploiement de bonnes pratiques adaptées aux entreprises à fort potentiel de croissance et notamment :

- des investissements plafonnés à 15 millions d'euros par fonds et par entreprises incluant dette, capital et Mezzanine, sauf exception concernant les refinancements complémentaires en capital-risque, les opérations de croissance externe, ainsi que la prise ferme d'investissement en vue d'une syndication permettant de ramener l'investissement unitaire à 15 millions d'euros ;
- un objectif d'investissement qui privilégie une logique delong terme ;

- une allocation de 10 % des portefeuilles des fonds de fonds sur l'amorçage au travers de fonds généralistes ou spécialisés ;
- des incitations à l'ouverture aux marchés extérieurs, à l'intégration de nouvelles technologies ainsi qu'à la participation des salariés à la performance des entreprises.

Le déploiement de ces chartes sera assuré notamment en liaison avec les directions régionales de la Caisse des dépôts et avec l'Ordre des experts comptables au terme d'une convention signée le 5 octobre 2007.

Le rôle de la Caisse des dépôts et de CDC Entreprises, comme pivot du dispositif, est central.

Avec France Investissement, les moyens d'intervention de CDC Entreprises en faveur des PME, ont doublé par rapport au précédent programme d'intérêt général.

Au-delà des moyens, ce sont ses capacités d'intervention qui ont été développées. CDC Entreprises intervient désormais également :

- en garantie au travers du fonds France Investissement Capital Garantie géré par OSÉO et financé par CDC Entreprises (20 millions d'euros) ;
- pour la création de fonds de fonds gérés par des équipes privés (180 millions d'euros) ;
- en accompagnement des *business angels* pour les aider à se regrouper et à se professionnaliser.

Ses interventions directes en co-investissement au capital des entreprises s'inscrivent désormais dans une enveloppe de 200 millions d'euros, doublée par rapport aux engagements initiaux. Depuis le début de l'année 2007, 15,9 millions d'euros ont été engagés en direct au capital de nos PME, six entreprises en ont bénéficié.

Enfin, CDC Entreprises a investi dans 22 fonds de capital-risque et de capital-développement depuis le lancement de France Investissement pour un montant global de 206 millions d'euros dont 99 millions sont allés à des fonds de capital-risque et 49 millions à des fonds régionaux.

La décision d'investir de CDC Entreprises ayant un effet non négligeable sur les acteurs du marché, la taille des fonds éligibles à France Investissement a augmenté de manière significative et certaines équipes ont réussi à faire des levées bien supérieures à celles des fonds précédents. C'est le cas notamment d'Alven et Innovacom IV qui a eux deux ont pu lever plus de 105 millions d'euros.

En dix mois, France Investissement aura donc contribué à mettre en circulation 700 millions d'euros en capital-risque et en capital-développement, soit près de la moitié des fonds levés par les acteurs du marché en 2006 sur ces deux segments.

On peut regretter à ce stade :

- un effet d'entraînement encore trop faible de l'argent public sur l'argent privé ;
- le temps qui a été nécessaire aux fonds de fonds privés pour être opérationnels et donc investir dans les fonds. Ceci est dû principalement à la lourdeur de la procédure d'agrément et au fait que certaines équipes ont dû être créées.

France Investissement est néanmoins porteur d'un mouvement qu'il convient désormais de consolider et de propulser par des mesures opérationnelles propres à :

- mettre le dispositif à l'abri des conflits d'intérêts ;
- définir pour les acteurs du marché un cadre d'intervention clair et attractif ;
- faciliter son déploiement auprès des entreprises visées.

3. Les recommandations pour « *booster* » le dispositif

3.1. Confirmer le champ d'intervention de France Investissement

France Investissement ne peut pas tout faire. Sa mission et ses objectifs doivent être rappelés de manière à éviter les frustrations, les mauvaises interprétations et sans doute les tentatives d'embolisation.

Ainsi :

- France Investissement doit contribuer à drainer des capitaux sur *les segments délaissés par les acteurs du marché du capital-investissement*, en particulier sur les segments du capital-risque et du capital-développement où ne s'investissent aujourd'hui que 16 % des fonds levés (1,5 milliard d'euros) ;
- *France Investissement ne concerne pas toutes les entreprises* mais uniquement celles identifiées comme dotées d'un fort potentiel de croissance et d'emplois pour devenir les championnes de l'économie. Pour chacune d'entre elles cela suppose un management de qualité, un projet de développement... ;
- l'investissement au titre de France investissement s'entend *aux conditions de marché* (avec un objectif de rentabilité cohérent avec la moyenne de la profession) dans une *logique de long terme (6-8 ans)* propre à satisfaire les attentes et les besoins des entreprises visées ;
- les interventions des partenaires de France Investissement s'inscrivent dans le cadre d'investissements *plafonnés à 15 millions d'euros* (incluant dette, capital et Mezzanine), par fonds et par entreprise ;
- le financement d'opérations de *capital-risque et de capital-développement est la priorité* au regard des objectifs fixés à France Investissement ;

- en particulier, le capital-transmission n'est pas dans la mission de France Investissement à l'exception des opérations de petite taille dont l'objet est de pérenniser le développement de l'entreprise et permettre le cas échéant, de préparer une introduction ultérieure en bourse, le règlement d'un problème de transmission dans une entreprise familiale ou une augmentation de la participation au capital des collaborateurs. Les grands fonds étant absents de ce type d'opération dont les modalités sont proches de celles du capital-développement, il convient que France Investissement y consacre une partie de ses moyens. Un bilan sur ces opérations de capital-transmission sera effectué à la fin de 2008. Néanmoins pour éviter tout risque de dérapage, il pourrait être décidé de fixer un pourcentage d'allocation d'actif maximal sur ce segment ;

- France Investissement ne saurait couvrir le champ d'intervention des FIP et des FCPI et se substituer ainsi à l'État (exonérations fiscales) aux conseils régionaux et aux collectivités territoriales ;

- enfin l'action de France Investissement à destination des *business angels* doit s'inscrire dans une logique de structuration et d'accompagnement pour aider à leur syndication et leur professionnalisation au travers d'outils d'investissements mutualisés, fonds ou sociétés de *business angels*, sélectionnés suivant des critères professionnels .

3.2. Assouplir le dispositif pour stimuler la collecte de fonds

3.2.1. Mettre en œuvre un effet de levier au niveau des fonds de fonds

Ce levier pourrait reposer sur l'offre d'un rendement moins important pour les capitaux apportés par CDC Entreprises aux partenaires institutionnels pour la création des fonds de fonds. Il suppose la mise en place d'un produit obligataire souscrit par CDC Entreprises qui bénéficierait d'un remboursement prioritaire. Le rendement moins important pour CDC Entreprises pourrait être compensé par la suppression des commissions de gestion prélevées par les partenaires institutionnels sur les fonds apportés par CDC Entreprises. Un tel dispositif a été mis en place pour le fonds de fonds France Investissement des AGF. Il conviendrait de conduire des études de modélisation qui permettraient de mesurer précisément les enjeux de ce choix et de rendre la mesure acceptable

3.2.2. Créer un statut de tiers investisseur

En autorisant les acteurs privés du capital-investissement à investir en direct avec CDC Entreprises dans les fonds sans passer par la création d'un fonds de fonds, mais en s'engageant contractuellement sur une enveloppe et une période d'investissement. Un comité de gestion réunissant les souscripteurs veillerait à l'application des règles d'investissement communes (comparables à celles liant actuellement les partenaires privés et CDC En-

treprises dans les règlements des fonds de fonds). Cette mesure aurait pour effet, d'accélérer le processus d'investissement et de faciliter l'entrée de nouveaux partenaires qui pour partie sont réticents à créer des fonds de fonds dont les nouvelles mesures réglementaires définies par la Direction de la législation fiscale (DLF) altèrent la compétitivité et rendent le fonctionnement plus complexe (voir *infra*).

3.2.3. Améliorer le système de garantie

Le fonds « France Investissement Garantie » abondé par CDC Entreprises et géré par OSÉO fonctionne bien. Il vient d'être récemment amélioré. Ce dispositif pourrait être complété par un nouveau dispositif de garantie de valeur liquidative, notamment pour les nouveaux fonds de capital-risque. Cette mesure coûterait 10 millions d'euros qui pourraient venir en remplacement de certains types de garanties existantes afin de maintenir constants les 20 millions d'euros dépensés annuellement par la CDC dans le fonds « France Investissement Garantie ». Alternativement, les moyens nécessaires pourraient être mis en place grâce à une mutualisation avec les autres segments moins risqués, plus rémunérateurs et beaucoup mieux financés du capital-investissement. Ceci serait une démonstration explicite de la volonté des membres de l'AFIC de participer, même modestement, au soutien de la totalité de la filière capital-investissement.

3.3. Flécher l'exonération ISF (loi TEPA) sur France Investissement

Les investissements des particuliers en direct dans les sociétés sont délicats à mettre en œuvre même pour les plus « entrepreneurs » d'entre eux et peuvent être risqués s'ils ne sont pas encadrés par des règles professionnelles sécuritaires.

À ce jour et depuis l'adoption des mesures d'exonération, seuls trois FIP « ISF » ont été déposés à l'AMF.

Ouvrir l'intermédiation aux FCPI dont le modèle est basé sur des frais de gestion élevés (3,5-4 %) est également une option risquée.

France Investissement et les chartes d'investissement qui permettent le plafonnement des frais de gestion et fixent des principes de gouvernance et de *reporting* aux fonds de fonds et aux fonds, offre le cadre sécuritaire requis. En organisant le fléchage des mesures d'exonération ISF vers les fonds de fonds et les fonds financés par France Investissement, les pouvoirs publics renforcent l'impact économique de la mesure et *sécurisent les investissements des particuliers*.

Un tel fléchage ne rencontrerait pas d'obstacle réglementaire : il suffirait d'inscrire la labellisation France Investissement dans la loi au même titre que l'ANVAR a été labellisée en son temps.

3.4. Ouvrir le dispositif pour attirer de nouveaux partenaires

3.4.1. Autoriser la participation des fonds de fonds étrangers

Jusqu'à présent, seuls les acteurs institutionnels français peuvent participer au dispositif en créant un fonds de fonds avec le sponsoring de CDC Entreprises. Il convient d'ouvrir cette option aux acteurs étrangers en particulier aux grands fonds de fonds européens, en les autorisant à investir une partie de leurs encours dans le programme, à la condition que la poche allouée à France Investissement corresponde au moins au double de la dotation allouée par CDC.

3.4.2. Attirer les fonds de retraite français

À une exception près, les fonds de retraite ont jusqu'à présent refusé les propositions qui leur étaient faites d'investir dans les fonds de fonds France Investissement. Il conviendrait au minimum de demander aux fonds de retraites français de justifier leur refus de participation et au mieux de les inciter à prendre part à la levée de fonds de France Investissement.

3.4.3. Mobiliser les fonds de l'assurance-vie

Selon les estimations, le niveau d'investissement des contrats d'assurance-vie en capital-investissement se situe entre 1 et 1,4 %. Nous sommes loin de l'engagement de 2 % pris par les compagnies d'assurance en 2004 et encore plus loin des niveaux atteints par les fonds de pension américains (5 à 10 %). Il convient d'assouplir les règles d'investissement des compagnies d'assurance dans le non coté et de fixer en échange, un quota minimal d'allocation pour l'investissement dans les PME dans les contrats d'assurance-vie.

3.5. Simplifier la structure juridique des FCPR

Le FCPR (Fonds commun de placement à risque) était un outil compétitif au niveau international pour favoriser la rentabilité fiscale des souscripteurs. Il n'est plus compétitif aujourd'hui à la suite des modifications réglementaires apportées depuis un an par la DLF. Il pose également des vraies difficultés en termes de fonctionnement et de *reporting* aux équipes de gestion notamment des fonds de fonds.

Il convient d'alerter le ministère des Finances quant au risque de voir les acteurs français du capital-investissement créer des fonds sous un régime étranger et des dangers de cette situation pour la compétitivité de notre industrie.

La création prochaine d'un FCPR contractuel devrait permettre de pallier ces difficultés mais les discussions actuelles ne doivent pas faire oublier que plus aucun fonds de fonds français aujourd'hui ne prend la forme de FCPR fiscal et que des mesures sont à prendre sans attendre pour simplifier la nouvelle réglementation de la DLF.

Résumé

1. *Private equity* et capitalisme français

Le capital-investissement regroupe les participations détenues par des investisseurs et gérées par des fonds spécialisés dans des sociétés non cotées. Cette dernière caractéristique est mieux capturée par le terme anglo-saxon *private equity*, qui s'oppose au *public equity*, situation dans laquelle la participation des investisseurs s'effectue par l'acquisition de titres cotés sur des marchés financiers ouverts à tous. Parce qu'elle s'organise sur un horizon de quelques années, l'intervention des fonds d'investissement dans les entreprises a pour objet de construire de la valeur pour les investisseurs dans une logique industrielle, plutôt que de capturer des plus-values immédiates. Il est pertinent de distinguer deux compartiments au sein du capital-investissement :

- le *venture capital*⁽¹⁾ apporte des fonds propres à des entreprises dans l'amont du cycle de vie, opérant notamment dans des secteurs innovants. Ces entreprises sont riches d'idées et de perspectives plutôt que d'actifs matériels et de *cash-flows*, et cherchent à financer leur développement ;
- le *buyout*⁽²⁾ acquiert des entreprises en aval de cycle de vie, opérant sur des marchés stables et dégagant des *cash-flows* récurrents. Ces opérations s'appuient sur un levier d'endettement⁽³⁾ et créent de la valeur en articulant logiques industrielle et financière.

Les auteurs du rapport insistent sur les traits d'unité qui lient ces compartiments et distinguent le capital-investissement du capitalisme de marché, d'un côté, et du capitalisme familial, de l'autre. En dépit de la place encore modeste du *private equity* au sein des portefeuilles des investis-

(1) Il n'existe pas de traduction pertinente du *venture capital*. Dans la terminologie française, cette catégorie regroupe le capital-amorçage, le capital-risque et le capital-développement.

(2) Le *buyout* est équivalent au capital-transmission.

(3) D'où le terme « acquisition par effet de levier » ou son pendant anglo-saxon *leveraged buyout* (LBO).

(4) Dans le monde, la valeur des participations intermédiées par des fonds de capital-investissement représenterait 1 500 milliards de dollars, soit de 1 à 2 % de la capitalisation boursière mondiale.

seurs⁽⁴⁾, Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar notent que son activité concerne des segments cruciaux : création et développement des entreprises pour le *venture capital*, transmission et restructuration d'entreprises moyennes pour le *buyout*. L'essor des fonds levés ces dernières années va de pair avec la mise en place d'un régime de croissance schumpétérien, dans lequel la « création destructrice » opère. Plus directement, le développement du *venture capital* est associé à la mise en place de l'économie de la connaissance, notamment aux États-Unis mais aussi dans des pays d'Europe du Nord ou en Israël.

La France, par l'état de son capitalisme et de son tissu d'entreprises, offre un terrain particulièrement bien adapté au capital-investissement, de sorte que le développement d'un *private equity* à la française doit participer de manière extrêmement positive aux mutations nécessaires de notre économie. Premier aspect, le capital-investissement aide à la croissance des petites et moyennes entreprises (PME), dont la taille insuffisante constitue un handicap majeur, pointé par de très nombreux rapports, en matière de performances sur les marchés étrangers ou d'innovations. Par ailleurs, le capital-investissement apporte une réponse à la question si pertinente de la transmission à venir des entreprises familiales de taille moyenne. Le *private equity* constitue une voie de dynamisation de nos PME, prises entre la difficulté à accéder aux marchés financiers et la réticence des banques à s'exposer aux risques. Second aspect, le capital-investissement contribue à faire basculer la France dans un régime de croissance basé sur l'économie de la connaissance. La dissémination des nouveaux savoirs et technologies issus des laboratoires vers les entreprises, notamment petites et moyennes, doit massivement s'appuyer sur l'action du *venture capital*. Favoriser le *venture capital* et associer les fonds aux politiques technologiques est d'un intérêt considérable pour les pouvoirs publics.

Les propositions effectuées dans le dernier chapitre du rapport s'inscrivent dans la perspective d'utiliser le capital-investissement comme un double levier agissant à la fois sur la dynamique de croissance des PME et sur la qualité de l'entrepreneuriat technologique, facteur clé de la compétitivité d'une économie de la connaissance.

2. Le *private equity* existe-t-il ?

Le premier chapitre du rapport définit le capital-investissement comme une catégorie spécifique et souligne son unité. L'organisation de l'activité autour de fonds obéissant à des règles communes constitue un premier facteur d'unité, mais c'est surtout par la nature de la relation entre investisseur et entrepreneur que le capital-investissement affiche sa singularité et parvient à davantage d'efficacité.

3. Un régime de gouvernement d'entreprise

Le capital-investissement organise une relation durable et engagée entre l'actionnaire et le *management*, évite aux entreprises les obligations de transparence associées aux marchés, et crée une « tension » à l'intérieur de l'entreprise orientée vers la construction de valeur.

En théorie, le financement par le marché limite le coût du capital parce qu'il offre aux investisseurs la possibilité d'une diversification des portefeuilles. L'efficacité du marché repose sur une circulation fluide de l'information *via* le système de prix et les obligations de transparence des sociétés cotées. Dans la pratique, la dilution de l'actionnariat, un trait constitutif du marché encore renforcé par les réglementations, confrontée à la réticence des entreprises à communiquer sur leurs orientations stratégiques, altère la capacité des prix à véhiculer l'information pertinente. De plus, cette même dilution des actionnaires, parce qu'elle limite les bénéfices individuels que l'actionnaire tire de son expertise, renforce la discrétion managériale et les comportements opportunistes associés.

Il existe donc des situations pour lesquelles le régime de gouvernement d'entreprise du marché est peu performant en matière de financement et de conduite des investissements. C'est le cas lorsque l'entreprise opère dans des secteurs à activité peu lisible pour le marché, lorsque la concurrence est importante et limite naturellement la divulgation d'informations stratégiques par l'entreprise, ou bien que l'entreprise dégage des *cash-flows* réguliers, qui constituent une tentation à l'indiscipline pour le *management*. Le recours au capital-investissement, et donc au régime de gouvernement d'entreprise associé, affectera prioritairement ces entreprises.

4. Équilibre marché capital-investissement

Il n'est donc pas surprenant que le capital-investissement se soit développé en réaction au durcissement du cadre réglementaire affectant la cotation avec la mise en place de la réglementation Sarbanes-Oxley aux États-Unis en 2002. En même temps, les auteurs du rapport montrent que le marché constitue toujours une référence pour les acteurs du capital-investissement pour acquérir des entreprises *via* des opérations de P2P (*public to private*), pour diriger les investissements vers les secteurs prometteurs ou pour organiser la sortie sous forme d'introduction en bourse (IPO). Il existe donc un équilibre de l'architecture entre *public* et *private equity*, qui se traduit par la « respiration » des entreprises passant d'un régime à l'autre en fonction de leur évolution.

La multiplication des stratégies hybrides cotées/non cotées, ou la porosité de la frontière entre fonds de *private equity* et fonds d'arbitrage activistes illustrent la forte complémentarité entre *private* et *public equity*.

5. Capital-investissement et innovation financière

Un trait distinctif du capital-investissement est de recourir à des dispositifs financiers sophistiqués (titres hybrides dette/fonds propres, droits contingents à des mesures de performance, séparation des droits de contrôle et des droits aux flux financiers, dettes structurées). Cette sophistication ne relève pas d'une simple optimisation financière ; la capacité d'un fonds à créer de la valeur consiste précisément à associer les logiques industrielles et financières, en alignant strictement les intérêts des actionnaires et des managers. Le chargement en dette est un élément essentiel de la stratégie des fonds de *buyout*. Après neutralisation des effets sectoriels, la structure du bilan des entreprises sous LBO (70 % de dettes, 30 % de fonds propres) est l'image inverse des entreprises cotées équivalentes (30 % de dettes, 70 % de fonds propres). Les fonds LBO sont plus réactifs aux évolutions des conditions de marché et semble ainsi en capacité de réaliser une optimisation financière.

6. Allonger l'horizon d'investissement

L'allongement de l'horizon d'investissement constitue un avantage décisif de la gouvernance du capital-investissement. La durée moyenne de détention des entreprises dans le portefeuille d'un fonds est de l'ordre de cinq ans. Même si la multiplication des opérations secondaires a pu la réduire, cette durée se compare encore avantageusement à celle d'un investisseur straté-gique d'une société cotée. Le capital-investissement va ainsi à rebours du court-termisme des marchés financiers.

7. Performances privée et sociale du *private equity*

Dans le deuxième chapitre du rapport, les auteurs abordent la question de la performance sous deux angles, dont la considération simultanée aide à orienter les politiques publiques. La performance s'entend d'abord d'un point de vue privé. Pour l'investisseur, comment le rendement financier du capital-investissement se compare-t-il à un placement alternatif dans le coté ? Par rapport au coté, la performance récompense-t-elle un risque plus élevé, un travail effectué plus important, ou bien s'assimile-t-elle à une rente issue d'un levier d'endettement ?

La performance s'évalue également du point de vue de la société. Le recours au *venture capital* est-il un moyen de stimuler l'innovation ? N'y a-t-il pas une causalité inverse ? Peut-on dresser un bilan en termes d'emplois créés de l'activité des fonds de *buyout* ?

Les réponses sont parcellaires et le plus souvent obtenues sur des données et des expériences étrangères. Pourtant, selon les auteurs, il existe un

faisceau concordant : non, la performance financière du capital-investissement n'est pas extraordinaire et peut-être en dessous des attentes des investisseurs ; oui, le capital-investissement est socialement performant en ce qu'il stimule l'innovation et accélère la recomposition du tissu productif. L'écart entre les performances privée et sociale du capital-investissement légitime l'orientation des politiques publiques.

8. Une énigme du rendement des fonds

S'agissant de non coté et d'investissement à long terme, le rendement servi par un fonds ne peut s'évaluer qu'en considérant l'intégralité des flux financiers ascendants et descendants entre investisseurs et fonds, ceci sur une douzaine d'années de vie du fonds. S'extasier sur les performances du *private equity* au cours de l'année 2006 n'a pas grand sens : aucun fonds ne s'est ouvert le 1^{er} janvier pour se fermer le 31 décembre ! L'étude de performance la plus citée a été publiée en 2005 par Steve Kaplan et Antoinette Schoar, deux académiques indépendants, et réalisée sur un large échantillon de 746 fonds américains constitués entre 1980 et 1997. Ces auteurs concluent à une légère surperformance du capital-investissement sur le coté : immobiliser un dollar dans le fonds moyen de *private equity* sur sa durée de vie est aussi profitable que placer un dollar *et cinq cents* dans un actif indiciel S&P 500.

Cette performance peu spectaculaire compte tenu de l'illiquidité de l'investissement est encore dégradée par une étude de Phalippou et Gottschalg. Ces deux économistes montrent que Kaplan et Schoar *surestiment* le rendement moyen du capital-investissement en utilisant un échantillon biaisé et en surévaluant la valeur de certains fonds. Sur un échantillon élargi, Phalippou et Gottschalg estiment que l'écart de rendement annuel moyen entre le *public* et le *private equity* serait de l'ordre de 3 % en défaveur de ce dernier. Après correction de l'exposition au risque, investir un euro dans un fonds est équivalent à une immobilisation de 0,75 euro dans un placement indiciel coté. Cette perte moyenne de 25 % subie par l'investisseur en capital-investissement est sensible et correspond approximativement au niveau des rémunérations capturées par les gérants du fonds. En d'autres termes, le caractère coûteux de l'intermédiation réalisée par le fonds, aussi bien de *buyout* que de *venture capital*, grève considérablement le rendement servi aux investisseurs.

9. Origine de la performance des fonds

La sous-performance moyenne du capital-investissement est accompagnée d'une importante hétérogénéité parmi les fonds. Le rendement est notamment lié à la taille et surtout à l'expérience accumulée par le gérant

des fonds. Ces résultats montrent que l'acquisition d'une compétence spécifique par le gérant du fonds est le premier facteur de succès, et s'exerce plutôt dans la manière de sélectionner les projets que de les conduire. L'existence d'un facteur spécifique rare pose une limite au développement des fonds et pèse sur le rendement net offert aux investisseurs. Il est intéressant de remarquer que le rendement du fonds dépend également de la nature de l'investisseur. Ainsi aux États-Unis, les fondations universitaires réalisent les meilleures performances alors que les banques sont à la traîne.

10. Performance sociale du capital-investissement

En ce qui concerne le *venture capital*, de nombreux travaux ont cherché à repérer un lien de causalité entre l'intensité de l'innovation, mesurée par le nombre de brevets déposés ou la croissance de la productivité du secteur concerné et la présence du capital-investissement. Elles concluent plutôt à un lien positif qui s'exerce du capital-investissement vers l'innovation. Certains auteurs ont montré comment la présence d'un fonds modifiait la stratégie d'innovation de l'entreprise, en renforçant notamment sa « capacité d'absorption » des nouvelles technologies. De manière intéressante car contrastée, la présence d'un financement public ne semble pas avoir le même type d'effet sur la stratégie d'innovation des entreprises. L'intermédiation des financements publics par les fonds d'investissement aurait ainsi une double action.

L'impact du *buyout* s'évalue directement en observant l'évolution de la productivité ou de l'emploi des entreprises cibles. Les études concluent le plus souvent à une amélioration significative des performances opérationnelles des entreprises. Une étude récente et exhaustive effectuée sur des entreprises cibles de *buyout* en France entre 1994 et 2004 conclut à un impact positif des LBO. Ainsi à horizon de quatre ans, les entreprises ciblées par un LBO voient leur emploi croître de 20 % relativement aux entreprises identiques en termes de taille et de secteur n'ayant pas été « traitées » par le LBO.

11. D'un instrument financier à un instrument de croissance

Le troisième et dernier chapitre du rapport présente les orientations prioritaires des politiques publiques à l'égard du *private equity*. Premier constat : l'industrie du capital-investissement française ne se porte pas si mal, surtout si on la compare à l'échelle européenne. Il ne s'agit donc pas de proposer une nouvelle politique publique dont le capital-investissement n'a pas besoin. Compte tenu de l'intérêt stratégique du secteur pour le dévelop-

pement des PME, il est en revanche crucial de ne pas brider son développement et d'améliorer encore son environnement fiscal et réglementaire. Les propositions s'organisent autour de quatre axes principaux :

- simplifier et unifier davantage la fiscalité des particuliers à destination du non coté intermédié ;
- corriger des standards pru-dentiels excessivement dissuasifs à l'investissement dans le non coté pour les institutions financières ;
- créer une *small business administration* (SBA) à la française, dont un objectif serait de soutenir le développement des réseaux de *business angels* avec un objectif de 100 000 *business angels* ;
- améliorer la transparence du secteur du capital-investissement et favoriser son acceptabilité sociale en conditionnant les avantages fiscaux des gérants de fonds au partage des plus-values avec les salariés.

12. Encourager les investissements dans le *private equity*

En matière de fiscalité des investissements dans le non coté, les auteurs considèrent que les allègements ISF mis en place en 2007 vont dans le bon sens. Ils s'interrogent en revanche sur la complexité des dispositifs fiscaux à destination des particuliers, et proposent pour y remédier de mettre en place une transparente fiscale complète des investissements dans les PME et le non coté. Ainsi au lieu de conditionner les avantages fiscaux à des conditions complexes de structures d'actifs comme dans les FCPR, FCPI, SCR et FIP, la défiscalisation pourrait être générale mais exclusivement réservée à la fraction des investissements directs et indirects réalisés par les investisseurs dans le capital-investissement.

Les auteurs s'inquiètent de la mise en place des nouveaux standards prudentiels à destination des établissements financiers (Bâle II et solvabilité II) pour les placements dans le non coté. Ces inquiétudes concernent essentiellement les exigences posées par solvabilité II quant à la couverture en fonds propres des prises de participation des compagnies d'assurance dans le non coté et le capital-investissement. En particulier, la réglementation ne prend pas suffisamment en compte la durée longue de détention de ces participations.

Deux autres mesures sont proposées dans le rapport visant à encourager les investissements dans le *private equity*. Les auteurs insistent ainsi sur la nécessité de favoriser l'émergence d'un marché alternatif à destination des PME. Il constate d'abord les difficultés d'Alternext à acquérir de la profondeur, de la liquidité et donc une taille critique. Une solution se situe à l'échelle européenne et la France doit promouvoir auprès de ses partenaires européens une initiative dans ce domaine.

Afin de sécuriser les placements des institutions financières dans le capital-investissement, le rapport propose de développer davantage les garanties pour la valeur de sortie du capital-investissement. De telles garanties sont déjà proposées par OSÉO et CDC Entreprises dans le cadre de France Investissement. Leurs généralisations, avec un enca-drement strict de leur tarification, contribueraient à dynamiser le secteur du capital-inves-tissement en favorisant l'émer-gence de nouveaux fonds.

13. SBA à la française et réseaux de *business angels*

Le capital-investissement ne peut se développer que s'il trouve en amont les conditions favorables à l'entrepre-nariat. Sur ce terrain, la France doit encore progresser. Les efforts publics en ce domaine doivent s'articuler autour de l'émergence d'une *Small business administration* (SBA) à la française, qui doit se distinguer des missions aujourd'hui confiées aux chambres de Commerce et d'Industrie. Parmi les missions confiées à cette administration figure la promotion des réseaux de *business angels*. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'existence de ces réseaux prépare le terrain à l'intervention du capital-investissement. Le déficit français en la matière est considérable : on estime à 5 000 le nombre de *business angels* en France contre 55 000 outre-Manche et 600 000 aux États-Unis. Les mesures récentes vont dans le bon sens, mais elles doivent s'accompagner d'une mise en résonance des initiatives en la matière. Si elle souhaite encore stimuler l'en-treprenariat, la France doit également contourner les rigidités de son marché du travail, qui déforme la distribution des risques à laquelle fait face l'entrepreneur. Le rapport propose de soustraire une partie des effectifs des PME innovantes au code du travail, en proposant un statut d'indépendant à l'intérieur de l'entreprise, ceci dans des conditions encadrées.

14. Transparence et acceptabilité sociale du capital-investissement

L'opacité du capital-investissement est une caractéristique congénitale de son activité, et a permis son développement. Pourtant, elle se présente aujourd'hui comme un obstacle pour deux raisons. Tout d'abord, ce manque de transparence peut ralentir l'intérêt des investisseurs pour cette catégorie d'actifs. L'étude de la performance financière du capital-investissement montre que la profession ne présente pas toujours de manière objective son activité, et l'on peut penser que cela finira par se savoir. Ensuite, le manque de transparence alimente la suspicion du public sur l'origine des rémunérations spectaculaires de certains gérants de fonds. Ce sentiment est d'autant plus commun, que les fonds de LBO opèrent en modifiant l'organisation et le fonctionnement des entreprises sous contrôle.

Les auteurs se rangent à l'opinion qu'il serait dangereux de réglementer davantage le secteur du capital-investissement, en lui imposant notamment des obligations de transparence. En revanche, ils sont tout à fait favorables à une logique d'autorégulation à l'image des travaux de la Commission Walker au Royaume-Uni. Cela passe notamment par la création d'outils statistiques de suivi de l'activité des fonds, et d'une évaluation indépendante des performances et pratiques.

Une telle démarche a plus de chance de réussir si elle s'appuie sur l'existence d'un équilibre dans le secteur. C'est pourquoi le rapport souhaite l'émergence d'une association des porteurs de parts du *private equity*, qui pourrait au côté de l'association professionnelle représentant les fonds, porter la mise en place des futurs principes d'autorégulation.

L'outil fiscal est à disposition des pouvoirs publics pour influencer la conduite des fonds, et accroître l'acceptabilité sociale du capital-investissement. Un débat important existe aux États-Unis et au Royaume-Uni sur les avantages fiscaux consentis aux gérants de fonds en matière de taxation du *carried interest*. Ce débat est plus contenu en France, notamment parce que le niveau de taxation (29 %, y compris la CSG) est plus élevé. Pour les auteurs, il n'y a pas lieu de modifier cet avantage. En revanche, il serait pertinent de l'utiliser comme un moyen de discipliner les fonds en matière de partage des plus-values avec les salariés des entreprises. L'avantage pourrait ainsi être conditionné à la mise en place d'un abondement du fonds de participation. Dans un esprit similaire, le régime de déductibilité des taux d'intérêt de la dette pourrait être durci en cas de LBO secondaire.

15. Commentaires

Élie Cohen adhère au discours général du rapport, en s'interrogeant tout de même sur la continuité entre l'action des fonds de capital-investissement, d'un côté, et celle des fonds activistes d'arbitrage, de l'autre. Il considère que la focalisation sur la performance, notamment financière, des fonds est un apport essentiel du rapport. Il reste sceptique sur les recommandations en matière de fiscalité. Pour lui, le débat autour des avantages fiscaux des gestionnaires de fonds n'est pas tranché, et il s'inquiète aussi des conséquences en matière de performances des fonds des avantages fiscaux à l'entrée accordés aux particuliers.

Christian Saint-Étienne s'interroge sur les disparités observées en matière de performance des fonds et pointe la nécessité d'accroître la transparence. Une fois cette réserve levée, ainsi que celle relative au partage plus équitable de la valeur créée, Christian Saint-Étienne considère que l'essor du capital-investissement serait favorable au tissu productif français.

Summary

Private equity and French capitalism

1. Private equity and French capitalism

Private equity covers any stakes held by investors in unlisted companies and managed by specialised funds, hence the term private equity as opposed to public equity, in which investors invest in a company through the purchase of publicly listed shares. Since it is organised over a timeframe of several years, the purpose of a private equity fund's involvement in a company is to create value for investors through a corporate strategy, rather than by capturing immediate capital gains. It is relevant to distinguish between two areas of private equity:

Venture capital provides capital to companies in the early stages of the life cycle, particularly in innovative sectors. These businesses are rich in ideas and potential rather than material assets and cash flows and are seeking to finance their development;

Buyout firms buy later-stage companies that operate in stable markets and generate recurring cash flows. These deals rely on leverage and create value by combining corporate and financial strategies.

Rather than highlighting differences, the authors of the report stress the common features of these segments and make a distinction between private equity and market capitalism on one hand and family capitalism on the other. Despite the modest place that private equity still holds in investor portfolios^(*), Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi and Philippe Trainar note its activities concern vital segments: company creation and development in the case of venture capital and the transfer and restructuring of medium-

(*) Worldwide, the value of investments held through private equity funds is thought to be USD 1,500 billion, i.e. 1% to 2% of global market capitalisation.

sized companies in the case of buyouts. The sudden increase in funds raised in recent years goes hand in hand with the development of Schumpeterian growth, in which ‘creative destruction’ operates. The expansion of venture capital is more directly associated with the development of the knowledge economy, particularly in the United States, but also in Northern Europe and Israel.

France’s corporate landscape is particularly well-suited to private equity, so the development of private equity *à la française* should play an extremely positive role in encouraging necessary changes in the French economy. First of all, private equity assists in the growth of small and medium-sized enterprises (SMEs), whose lack of scale constitutes a major handicap when it comes to performing on foreign or innovation markets, as a large number of reports have pointed out. Private equity also offers a solution to the highly relevant issue of the future transfer of medium-sized family businesses. Private equity is a way of energising our SMEs, which are caught between the difficulty of accessing the financial markets and the reluctance of banks to expose themselves to risk. Secondly, private equity is helping to tilt the French economy towards an upwards cycle based on the knowledge economy. Venture capital should play a massive role in the dissemination of new understandings and technologies from laboratories to companies, particularly small and medium-sized ones. Public authorities have a considerable interest in promoting venture capital and creating links between funds and technological policy.

The recommendations in the final chapter are part of the view that private equity should be used to both stimulate SME expansion and increase the quality of technological entrepreneurship, which is a key factor in the competitiveness of a knowledge economy.

2. Does private equity exist?

The first chapter of the report defines private equity as a specific category and underlines its unity. The organisation around funds that obey common rules is the first factor that unites the private equity industry, but the nature of the relationship between investor and entrepreneur is the most important thing that distinguishes private equity from other forms of funding and is the key to its effectiveness.

3. A system of corporate governance

Private equity creates a sustained, committed relationship between the shareholder and management, allows companies to bypass transparency obligations associated with the markets and creates a ‘tension’ within the company towards value creation.

In theory, market financing limits the cost of capital because it offers investors the chance to diversify their portfolios. The efficiency of the market depends on a free flow of information via the price system and the transparency obligations on listed companies. In practice, shareholder dilution, an intrinsic feature of the market that is further reinforced by regulations, combined with the reluctance of firms to disclose the details of their strategies, alters the capacity of prices to convey relevant information. Moreover, the same shareholder dilution reinforces managerial discretion and associated opportunistic behaviour, because it limits the individual rewards that the shareholder derives from his expertise.

Thus, there are situations in which market corporate governance systems are inefficient in terms of the financing and conduct of investments. This applies where the firm operates in business sectors that are difficult for investors to read, where there is substantial competition, which naturally reduces the amount of strategic information that firms are prepared to divulge, or where the company generates steady cash flows, which may undermine management discipline. The use of private equity and the associated system of corporate governance will affect these firms first and foremost.

4. Private equity and public markets

It is therefore not surprising that private equity developed as a reaction to the tightening of the regulatory framework surrounding public companies following the introduction of the Sarbanes-Oxley Act in the United States in 2002. At the same time, the authors of the report show that private equity players buying companies through P2P (public to private) deals still refer to the market in order to identify promising sectors or to arrange exit in the form of an initial public offering (IPO). There is therefore a structural balance between public and private equity, resulting in the ‘airing’ of companies to public scrutiny as they move from one system to another at different stages in their development.

The proliferation of hybrid listed/unlisted strategies and the porousness of the boundary between private equity funds and activist arbitrage funds illustrate the strong complementarity between private and public equity.

5. Private equity and financial innovation

A distinctive feature of private equity is the use of sophisticated financial devices such as hybrid debt/equity securities, performance-related rights, separation of control rights and cash flow rights and structured debt. This sophistication is not simply a product of financial optimisation; the capacity of a fund to create value consists precisely in linking corporate and financial

strategies, in closely aligning the interests of shareholders and managers. Debt loading is a key element of the strategy of buyout funds. After adjusting for industry, the balance sheet structure of bought-out firms (70% debt, 30% capital) is the mirror image of equivalent listed companies (30% debt, 70% capital). LBO funds are more reactive to changes in market conditions and therefore seem capable of achieving financial optimisation.

6. Lengthening the investment horizon

A longer investment horizon is a key advantage of private equity governance. Companies are held in a private equity portfolio for around five years on average. Although an increasing number of secondary deals may have reduced this, it still compares favourably with strategic investment in listed companies. Private equity runs counter to the short-termism of the financial markets.

7. Private and social performances of private equity

In the second chapter of the report, the authors broach the question of performance from two angles, which together provide a basis for public policy. Performance is first of all understood from a private point of view. For the investor, how does the financial return of private equity compare with an alternative investment in a listed market? Compared with the listed market, does the performance reward greater risk and more work, or is it akin to income from leverage?

Performance is also assessed from the company's point of view. Is the use of venture capital a means of stimulating innovation? Is reverse causation at play? Can performance be assessed in terms of jobs created as a result of the activities of buyout funds?

The answers are incomplete and most often derived from foreign data and experiences. However, according to the authors there is agreement on some points: no, the financial performance of private equity is not exceptional and may fall below investors' expectations; yes, private equity is socially effective in that it stimulates innovation and hastens the reconstruction of the fabric of production. The gap between the private and social performances of private equity justifies the development of public policy.

8. The private equity premium puzzle

Since private equity involves unlisted companies and long-term investment, the return paid by a fund can only be assessed on the basis of the entire set of up and down cash flows between investor and fund over a

decade or so of the life of the fund. Rhapsodising over private equity performances during 2006 makes little sense: funds do not open on 1st January and then close on 31st December! The most often cited study of performance was published in 2005 by two independent academics, Steve Kaplan and Antoinette Schoar, and was carried out on a broad sample of 746 US funds established between 1980 and 1997. The authors conclude that private equity slightly outperforms the market: investing one dollar in the average private equity fund over its lifespan is as profitable as investing one dollar *and five cents* in an asset that is linked to the S&P 500.

This rather unspectacular performance given the illiquidity of the investment is made even worse by a study by Phalippou and Gottschalg. These two economists show that Kaplan and Schoar overstate the average return from private equity by using a biased sample and inflating the valuation of some funds. Using a bigger sample, Phalippou and Gottschalg calculate that the average private equity fund underperforms public equity by 3% per year. Adjusting for risk, investing one euro in a private equity fund is equivalent to placing 0.75 euro in an investment linked to a market index. The average loss of 25% suffered by the private equity investor is considerable and approximately equivalent to the remuneration received by fund managers. In other words, costly fees, in both buyout and venture capital funds, considerably reduce the returns paid to investors.

9. Origins of fund performance

The average underperformance of private equity is accompanied by substantial differences between funds. Performance is particularly linked to size and especially the level of experience of the manager. Such results show that the gaining of specific expertise by the fund manager is the first factor for success and is reflected in the way projects are selected rather than the way they are carried out. The existence of this specific and scarce factor imposes a limit on the development of private equity funds and weighs on the net returns offered to investors. Interestingly, the fund's performance also depends on the nature of the investor. In the United States, for example, university foundations achieve the best performances while banks are trailing behind.

10. Social performance of private equity

As far as venture capital is concerned, numerous studies have sought to discover a causal link between the intensity of innovation, measured in the number of patents or productivity growth in the sector in question and the presence of private equity. They tend to conclude that there is a positive link between private equity and innovation. Some authors have shown how the presence of a private equity fund changes the firm's innovation strategy,

notably by increasing its capacity to absorb new technology. Interestingly, the presence of public finance does not seem to have the same type of effect on companies' innovation strategies. Thus, the management of public equity by investment funds is likely to have a dual effect.

The impact of buyouts can be directly assessed by observing changes in productivity or employment in the target companies. Most often, studies conclude that there is a significant improvement in the companies' operating performances. A recent and exhaustive study into buyout target companies in France between 1994 and 2004 concludes that LBOs have a positive impact. On a four-year horizon, firms targeted by a LBO see a 20% increase in jobs relative to companies of identical size and sector that have not been given the LBO treatment.

11. From a financial instrument to a means of growth

The third and final chapter of the report presents the key aspects of public policy on private equity. The first thing to note is that the French private equity industry is in pretty good shape, especially when compared to the rest of Europe. As such, it is not a question of recommending a new public policy that private equity does not actually need. However, given the strategic importance of the sector for SME development, it is crucial not to hinder its expansion and to further improve its fiscal and regulatory environment. The recommendations are structured around four main principles:

- to further simplify and harmonise personal tax on managed unlisted investment;
- amend prudential standards for financial institutions that are overly discouraging of investment in the unlisted market;
- to create the French equivalent of a small business administration (SBA). Its objective would be to support the development of business angel networks, with a target of 100,000 business angels;
- to improve the transparency of the private equity sector and increase its social acceptability by making tax breaks for fund managers contingent upon the sharing of profits with employees.

12. Encouraging investment in private equity

In terms of the taxation of investment in unlisted companies, the authors believe that the reduction in French wealth tax introduced in 2007 is a step in the right direction. Nevertheless, they question the complexity of personal tax systems and offer the remedy of complete tax transparency for investments in SMEs and unlisted companies. Thus, instead of making tax breaks conditional upon the complicated terms of asset structures such as

FCPRs, FCPIs, SCRs and FIPs (French venture capital funds, innovation funds, venture capital companies and local investment funds), exemptions could apply generally but be exclusively reserved for the proportion of direct and indirect investment in private equity.

The authors are concerned about the introduction of new prudential standards for financial institutions (Basel II and Solvency II) relating to investments in unlisted companies. These concerns mostly relate to the Solvency II requirements regarding capital adequacy rules for insurance companies with holdings in the unlisted market and private equity. In particular, the regulations do not take sufficient account of the long-term nature of these holdings.

The report suggests two other measures to encourage investment in private equity. The authors highlight the need to encourage the emergence of an alternative market for SMEs. First, they discuss Alternext's struggle to achieve depth and liquidity and therefore critical mass. The solution lies at the European level and France needs to promote an initiative in the field to its European partners.

The report recommends further expansion of guarantees on private equity exit values in order to secure investment by financial institutions. OSÉO and CDC Entreprises have already offered such guarantees under the 'France Investissement' scheme. More widespread use of these guarantees, combined with a strict pricing structure, would help to boost the private equity sector by encouraging the emergence of new funds.

13. French-style small business administration and business angel networks

Private equity can only develop if a business-friendly environment is already in place. France still has further to go on this score. Government efforts in the area must centre on the emergence of the French equivalent of an SBP, which must play a separate role from that currently played by the Chambers of Commerce and Industry. The SBA's tasks will include promoting business angel networks. In the United States and the United Kingdom, the existence of these networks is a precursor to private equity investment. France has a considerable shortfall in the area: the number of business angels in the country is estimated to be 5,000 versus 55,000 in the United Kingdom and 600,000 in the United States. Recent measures are a step in the right direction, but they need to be harmonised with initiatives in the area. If France wishes to stimulate entrepreneurship further, it must also circumnavigate the rigidity of its labour market, which distorts the distribution of risk facing the entrepreneur. The report proposes removing a portion of the workforce of innovative SMEs from the *code du travail*, suggesting the status of independent contractor within the company in restricted circumstances.

14. Transparency and social acceptability of private equity

The opacity of private equity is an inherent feature of the business, and one that has allowed it to flourish. Nevertheless, it is currently seen as an obstacle to development for two reasons. First, this lack of transparency could slow investor interest in this asset category. Research into the financial performance of private equity shows that the industry does not necessarily present its activities objectively, and it is fair to assume that this will come out eventually. Secondly, the lack of transparency fuels the public's suspicions about the sources of the spectacular remuneration received by some fund managers. The fact that LBO funds operate by altering the structure and operation of bought out companies makes this opinion all the more common.

The authors go along with the view that it would be dangerous to add further regulation to the private equity industry, e.g. by imposing transparency requirements. On the other hand, they are completely in favour of a policy of self-regulation, mirroring the work of the Walker Commission in the United Kingdom. This would involve, among other things, the creation of statistical tools to monitor funds' activities and independent assessment of performance and practice.

Such an approach has more chance of success if there is balance in the sector. For this reason, the report hopes to see the emergence of an association of private equity shareholders, which could bring about the delivery of the future principles of self-regulation alongside the professional association representing the fund.

Public powers can manipulate taxation to influence the way funds operate and to increase the social acceptability of private equity. A major debate exists in the United States and the United Kingdom over the tax relief granted to fund managers on carried interest. The debate is quieter in France, mainly because the level of taxation is higher (29% including CSG, the supplementary social security contribution). The authors do not see any reason to amend this tax break. However, it would be appropriate to use it as a means of disciplining funds to share profits with the employees of the companies concerned. For example, the tax break could be conditional upon a contribution to the profit-sharing fund of the companies in question. In a similar spirit, the tax deductibility of interest payments on debt could be tightened in the case of a secondary LBO.

15. Comments

Élie Cohen adheres to the general thread of the report, but wonders about the continuity between the activities of private equity funds on one hand and activist arbitrage funds on the other. He believes that the focus on the

performance of the funds, particularly their financial performance, is one of the report's key contributions. He remains sceptical about its tax recommendations. He believes that the debate surrounding tax breaks for private equity firms is not cut and dried and is worried about the impact that upfront tax breaks for individuals will have on performances.

Christian Saint-Étienne reflects on the disparities in performance between funds and points to the need to increase transparency. Apart from this reservation and the need for a more equitable distribution of created value, Christian Saint-Étienne believes that the private equity boom will be good for the French economy.

PREMIER MINISTRE

Conseil d'Analyse Économique

66 rue de Bellechasse 75007 PARIS

Téléphone : 01 42 75 53 00

Télécopie : 01 42 75 51 27

Site Internet : www.cae.gouv.fr

Cellule permanente

Christian de Boissieu

Président délégué du Conseil d'analyse économique

Pierre Joly

Secrétaire général

Gunther Capelle-Blancard

Conseiller scientifique

Microéconomie

Économie financière

Jérôme Glachant

Conseiller scientifique

Macroéconomie

Théorie de la croissance

Lionel Ragot

Conseiller scientifique

Macroéconomie

Économie de l'environnement

Marie Salognon

Conseillère scientifique

Économie de l'emploi et du travail

Stéphane Saussier

Conseiller scientifique

Économie des institutions

Économie des partenariats public/privé

Christine Carl

Chargée des publications et de la communication

01 42 75 77 47

christine.carl@pm.gouv.fr

Agnès Mouze

Chargée d'études documentaires

01 42 75 77 40

agnes.mouze@pm.gouv.fr

