

CAPITAL DEVELOPMENT ET SMALL CAP À LA FRANÇAISE

par Mickaël Fitoussi,

Directeur de Mission

Pôle Financement et Levée de Fonds,

In Extenso Finance & Transmission



L'année 2016 aura été celle de tous les records pour l'industrie européenne du Private Equity (entreprises non cotées) avec 74,5 milliards d'euros levés¹ par les 2.000 véhicules d'investissements européens. Ce millésime est exceptionnel depuis la crise de 2008. La France, regroupant à elle seul près de 200 véhicules d'investissements, y confirme sa position parmi les leaders de ce marché en collectant 14,7 milliards d'euros². Preuve de cet engouement et de l'attractivité renouvelée de l'hexagone, 45% des montants levés proviennent d'investisseurs étrangers à la recherche de rendements performants dans un contexte de taux négatifs.

A titre de comparaison, les pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie, Portugal, Grèce) représentent moins de 3,7 milliards d'euros levés en 2016, soit 4 fois moins que la France. Ce phénomène s'explique notamment par des dispositifs fiscaux avantageux, un système bancaire historiquement impliqué et un tissu économique spécifique avec des PME attentives à ce mode de financement.

Dans un contexte de réforme fiscale latente la France saura-t-elle maintenir cette dynamique favorable ?

L'ÉCOSYSTÈME PE EN FRANCE ET EN EUROPE

Dès 1997, la France s'est démarquée de certains pays européens en choisissant de soutenir l'investissement dans les PME, notamment avec des avantages fiscaux

accordés aux souscripteurs privés. Cet avantage fiscal de 18% sur l'IR des montants investis n'est pas neutre dans la mesure où la France est historiquement un pays avec un fort taux d'épargne. Les législateurs ont ainsi favorisé le développement des financements en fonds pro-

¹ Source : [European Private Equity Activity] - Invest Europe – [May 2017]

² Source : [Activité des acteurs français du capital-investissement] – AFIC Etudes – [Mars 2017]

pres avec un fort attrait des souscripteurs épargnants soucieux de financer l'économie réelle tout en bénéficiant d'une réduction d'impôt. Ainsi, les premiers fonds FCPI (Fonds Professionnels de capital Investissement) ou FPI (Fonds Proximité Innovation) ont fait leur apparition en proposant un nouveau mode de financement dédié aux PME. Ces dernières n'étaient pas toujours éligibles aux marchés boursiers et les banques, sommées de maîtriser leurs risques, augmentaient leurs exigences capitalistiques pour accéder à l'emprunt, notamment en bas de cycle économique.

En contrepartie, les institutions bancaires françaises ont rapidement compris la nécessité de proposer une offre Private Equity à leur clientèle PME. Dans les années 90, des banques et des compagnies d'assurances à l'instar de Société Générale, BNP Paribas ou encore Axa décidèrent d'accompagner leurs clients en fonds propres via des équipes et des véhicules d'investissement dédiés.

Dès lors, les chefs d'entreprises français intégraient la nécessité de solliciter un soutien en fonds propres en direct auprès de leur banque ou via des fonds de type FCPI (Fonds Professionnels de capital Investissement) ou FPI (Fonds Proximité Innovation). Outre l'adaptation à ce nouveau mode de financement, ce changement impliquait également l'apprentissage du partage du capital avec des investisseurs financiers. Les PME souhaitant aller à l'export ou réaliser une croissance externe significative ont su dépasser certains préjugés et accepter une perte présumée d'indépendance.

En parallèle, des fonds LBO se sont structurés pour assurer une continuité opérationnelle à des chefs d'entreprise souhaitant transmettre leur activité à leurs cadres ou à un repreneur, proposant ainsi une alternative intéressante à une cession industrielle. Cette alternative devait notamment permettre de compenser les difficultés en France à trouver un successeur au sein du cercle familial. En effet, il est bien plus rare en France qu'en Italie ou en Espagne de trouver des sociétés dont le capital est détenu par une famille depuis plusieurs générations ; même si cette entreprise est devenue un groupe réalisant plusieurs centaines de millions d'euros de chiffre d'affaires.

**LES FONDS FISCAUX :
UNE SPÉCIFICITÉ FRANÇAISE**

Force est de constater que les fonds FCPI et FIP, couplés aux démarches structurées des banques pour proposer un accompagnement en fonds propres, ont favorisé l'émer-

gence d'investisseurs dédiés aux PME Françaises en phase de développement ou de transmission.

Depuis les années 90, les souscripteurs ont appris à appréhender cette nouvelle classe d'actif du « non coté » avec parmi les plus engagés les compagnies d'assurances, les fonds de fonds, les caisses de retraites et les banques, sans oublier les personnes physiques qui représentent 15% des fonds levés en 2016³; dont près de 1,0 milliards d'euros sous forme de campagnes donnant droit à une réduction d'IR et/ou d'ISF. Cette tendance perdure depuis maintenant 10 ans avec une progression de l'ordre de 47% des fonds collectés.

Le dispositif TEPA (Travail, Emplois, Pouvoir d'Achats) de 2008 est notamment venu renforcer l'offre d'investissement pour les PME françaises en permettant aux souscripteurs « personnes physiques » de déduire 50% des montants investis de leur Impôt Sur la Fortune (ISF).

Par cette mesure, l'objectif affiché du législateur était, dans un contexte de crise économique, de soutenir l'économie Française, notamment les PME, qui sont à l'origine de la majorité des créations d'emplois de l'hexagone. Compte-tenu de l'avantage fiscal incitatif, les souscripteurs doivent en contrepartie accepter d'investir dans des titres de sociétés non cotés présentant un plus fort niveau de risque et un rendement incertain.

Au fil des années et des lois de finance, le législateur a cependant dû faire évoluer les critères d'éligibilité de ce dispositif afin de s'assurer du financement effectif des PME. En effet, les investisseurs ont naturellement recherché à minimiser le risque lié à leur placement. Des holdings d'investissement ont donc été créées, proposant à leurs souscripteurs souhaitant défiscaliser leur ISF d'investir dans des portefeuilles diversifiés de PME, avec un faible risque de défaut.

Compte-tenu de ce faible risque, les financiers acceptent que les PME financées disposent d'une option de rachat au bout des 5 ans à un prix contenu de 120% du prix d'entrée. Pour les dirigeants éligibles, l'enjeu de la dilution est donc maîtrisé et ces derniers acceptent volontiers de régler des « managements fees » annuels de 5% des fonds levés et 10% de frais d'entrée tant qu'ils disposent d'un moyen de repasser à 100% du capital à terme.

Entre les années 2008 et 2013, les Conseillers en Gestion de Patrimoine (CGP) et les Gestionnaire de fortune ont sélectionné pour leurs clients des fonds ISF PME présentant un portefeuille diversifié, une certaine visibilité sur le

³ Source : [Activité des acteurs français du capital-investissement] – AFIC Etudes – [Mars 2017]

rendement attendu, et des sociétés avec un faible risque de défaut sur les 5 ans de détention. Dans une certaine mesure, ces dispositions peuvent « vider » de sa substance le souhait original du législateur car les PME retenues n'étaient pas celles offrant le plus de création d'emploi et la meilleure croissance.

UNE NOUVELLE CONCURRENCE ENTRE LES FONDS HISTORIQUES ET LES HOLDING TEPA S'INSTALLE SUR LE MARCHÉ SMALL CAP

Depuis 2015, le législateur cherche ainsi à encadrer le profil des entreprises éligibles aux fonds IR et ISF. Cette nouvelle série de mesures vise à canaliser les investissements vers des sociétés plus jeunes (existant depuis moins de sept ans) avec pour conséquence une augmentation du risque encouru par les investisseurs. Si cette révision fixe de nouvelles contraintes (l'investissement ne doit pas dépasser 20% du capital de la PME, les titres devront être conservés pour une durée minimale de 2 ans) elle ouvre également à de nouvelles opportunités en permettant l'augmentation du ticket maximal d'investissement de 2,5 à 15,0 millions d'euros.

Cette nouvelle mesure permet ainsi aux fonds IR et ISF de chasser sur les terres des fonds dit classiques et renouvelle l'offre française de Private Equity. Evoluant du Private Equity « sur-mesure » au Private Equity « packaging », elle concerne désormais tous les profils d'investisseurs. Seule ombre au tableau, avec l'élection d'Emmanuel Macron en Mai 2017, les fonds d'investissements craignent l'exclusion des valeurs mobilières de l'assiette taxable. Bien que le nouveau gouvernement estime que la suppression du dispositif ne devrait pas impacter le financement des PME, les avis des professionnels du secteur divergent. En effet, si le dispositif alternatif du PME Innovation permet un sursis d'imposition sur les plus-values issues de la vente de titres de participations, il ne peut égaler la réduction

réelle de l'impôt sur les personnes physiques et de solidarité proposée par les dispositifs TEPA et FCPI.

LA PLACE DES INSTITUTIONS BANCAIRES DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE POST-CRISE 2008

Surtout que depuis la crise de 2008, les principaux acteurs du secteur bancaire ont compris la nécessité de refonder leur offre Private Equity face à un marché en mutation et une régulation plus contraignante. Les séries de mesures issues des accords BALE II, puis de BALE III renforcent les exigences en termes de niveau de liquidité et de fonds propres. Par conséquent, les années 2010 ont initiées le spin off (création d'une nouvelle société totalement indépendante à partir d'une branche d'activité existante d'un groupe) des entités private equity des groupes bancaires. En France, les équipes d'Axa Private Equity ont pris leur indépendance pour devenir Ardian en 2013, Crédit Agricole Private Equity est devenu Omnes Capital en 2012. Les banques anglo-saxonnes ont suivi le pas avec le spin off de la division private equity de Barclays devenue en 2010 Equistone Partners Europe.

P/E SMALL CAP FRANÇAIS BIEN LOTI : JUSQU'À QUAND ?

Si ces questions d'incidences fiscales demeurent floues, une tendance de fond persiste, celle de la transformation de l'économie française. L'ouverture de station F, plus grand incubateur de start-up du monde, en est la preuve. Au demeurant, les fonds de Private Equity se positionnent aujourd'hui comme les nouveaux intermédiaires de référence du financement des entreprises innovantes. Ce phénomène s'inscrit davantage comme une tendance durable qu'un effet de cycle. Il reste à espérer que l'exécutif fera les bons choix pour canaliser l'épargne des ménages français; en moyenne plus de 3.000 euros par foyer à destination de la nouvelle économie.