

DEVELOPPER LE CAPITAL-RISQUE POUR PREPARER L'AVENIR

*Note de réflexion
de l'Association française des marchés financiers*

La question du bon financement de l'économie française est une préoccupation collective dans un environnement en pleine évolution où le marché est de plus en plus appelé à se substituer au crédit bancaire. Pour l'AMAFI c'est une question primordiale qui guide une très large part de son action depuis le déclenchement de la crise financière.

C'est ainsi que depuis plus de quatre ans, avec d'autres, l'Association soutient une initiative lancée par Philippe Tibi qui présidait alors son Conseil. L'objet initial de cette initiative, décrite dans une Note blanche publiée à l'automne 2012, était de réunir 100 Mds€ par la mobilisation d'une partie des passifs à très long terme des institutions chargées de la retraite (AGIRC-ARCCO, FRR, PREFON, ERAFP, ...) pour les engager au service de notre économie, au travers d'un Fonds de financement de l'économie française – FFEF.

L'accent mis par le Président de la République, mi-septembre 2014, sur la nécessité de « *redéployer au moins 5 Mds€* » des fonds des caisses de retraite « *vers le secteur productif* » a conduit à réorienter cette initiative sur le seul capital risque. Une nouvelle Note blanche, publiée en octobre 2014, a ainsi souligné les enjeux d'un tel redéploiement. En janvier puis novembre 2015, une note de Philippe Tibi et un article de Pergamon Campus (« *Réanimons le rêve français* ») – dont cette note est d'ailleurs largement inspirée – ont poursuivi cette action au titre de laquelle l'AMAFI a rencontré plus d'une centaine d'interlocuteurs : Gouvernement, Parlement, cabinets

Représenter les acteurs de marché

L'AMAFI est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs de marché financier établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties.

Elle regroupe ainsi plus de 120 adhérents qui agissent sur les différents segments des activités de marché, et notamment, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients, sur les marchés organisés et de gré-à-gré où sont traités des titres de capital et de taux ainsi que des dérivés, y compris de matières premières. Pour un tiers environ d'entre eux, ces adhérents sont filiales ou succursales d'établissements étrangers.

Préparer l'avenir

C'est bien le sens de l'engagement de l'AMAFI sur la question du capital-risque. Pour ses adhérents en effet, aucune répercussion directe des mesures qui seront prises dans ce cadre ne sont à attendre avant au moins cinq ou dix ans. C'est alors seulement que les entreprises concernées, s'étant développées suffisamment, pourront faire appel à leurs services pour lever des capitaux sur les marchés en recourant à des techniques de placement privé ([Euro PP](#)) ou en se faisant coter sur des marchés organisés.

ministériels, institutions publiques, partenaires sociaux, institutions de retraites, autorités de place, associations professionnelles, ...

Le capital-risque constitue en effet une classe d'actifs critique pour la croissance mais négligée. La France, contrairement aux Etats-Unis ou à Israël, mais comme beaucoup de ses partenaires européens, n'a pas réussi à diriger suffisamment le financement vers le risque. Ce n'est pas le rôle des banques, qu'elles soient américaines ou européennes, de prêter sans garanties. Les assureurs, auparavant investisseurs importants en actions, sont désormais inhibés par les règles

prudentielles. La France ne dispose pas des puissants fonds de pension (*v. aussi encadré infra « le développement des fonds de pension à la française »*) qui, dans de nombreux pays, jouent un rôle majeur compte tenu de leur horizon d'investissement. Les grands financeurs du capital-risque américain (fonds de pension, fortunes privées et grandes universités) sont peu présents en Europe. Bref, notre continent ne dispose pas, ou peu, de capital disponible.

Cette analyse est parfois contestée. Une idée commune est qu'il est facile de créer et de financer une jeune entreprise en France. La loi TEPA, le statut de Jeune entreprise innovante, le Crédit Impôt Recherche et diverses subventions facilitent sans nul doute la création d'entreprise. Le problème est que ces dispositifs, non centrés sur le développement international des entreprises, ne sont pas en mesure de mettre à leur disposition les dizaines, voire centaines de millions d'euros que requiert la participation à la course vers le leadership mondial.

Il s'agit ici de préparer l'avenir dans une perspective citoyenne. Le développement d'une industrie du capital-risque à la hauteur des objectifs assignés ne produira pas ses effets du jour au lendemain, ni d'ailleurs (au-delà de quelques exemples isolés), la constitution d'entreprises visant des positions mondiales.

RENOUVELER LE TERREAU DES ENTREPRISES ET CREER LES EMPLOIS DE DEMAIN INDISPENSABLES A LA COHESION SOCIALE

Rapportée à sa population et à son PIB, la France est probablement le pays qui compte le plus grand nombre d'entreprises internationales figurant parmi les leaders mondiaux de leur secteur d'activité. Cette force et cette fierté réelles ne doivent pas toutefois masquer une première réalité : celle d'entreprises largement tournées vers les marchés étrangers où sont situés une grande partie des nouveaux emplois qu'elles créent.

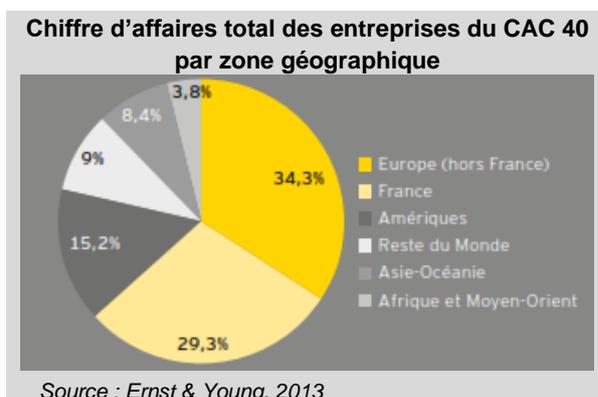
Une seconde réalité doit par ailleurs être prise en considération : la valeur boursière du GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazon) est aujourd'hui supérieure à celle du CAC 40 alors qu'il s'agit d'entreprises créées ou relancées il y a une quinzaine d'années, tandis que la moyenne d'âge des entreprises du CAC 40 dépasse le siècle.

Mais la révolution caractérisée au travers du GAFA ne concerne pas uniquement les secteurs technologiques *stricto sensu*. Des « barbares » ont également disrupté les secteurs à forte densité informationnelle comme la musique, le transport ou les loisirs. Ils s'intéressent aujourd'hui à la finance, l'assurance et à la santé. Ils sont tous américains, souvent basés en Californie. Ceci n'est pas motivé par une situation de paradis fiscal de cet Etat. C'est tout le contraire alors même qu'il abrite les plus grands fonds de capital-risque.

Dans une économie mondiale en profonde mutation, la France ne peut rester à l'écart. La capitalisation des entreprises de croissance doit constituer une priorité de notre politique industrielle nationale. Ce sont en effet les entreprises innovantes qui, le plus fortement, peuvent contribuer à :

- Fixer et attirer les talents sur notre territoire ;
- Alimenter un écosystème de l'innovation diffusant sur l'ensemble de l'économie ;
- Préparer le renouvellement du tissu entrepreneurial national, notamment en bâtissant les futurs champions de l'économie mondiale ;
- Instaurer une dynamique sociale positive en créant les emplois qui, face à un chômage installé à des niveaux inquiétants, fourniront à des classes d'âge et de qualification la perspective, qui leur faisant aujourd'hui défaut, est source d'extrémisme.

Le volontarisme est d'autant plus nécessaire que s'imposer comme l'un des grands acteurs de l'économie mondiale de demain constitue aussi un instrument de souveraineté et de puissance. Si la France, le Royaume Uni, l'Allemagne puis les Etats-Unis furent les gagnants de la Révolution industrielle, c'est parce que ces pays ont été la patrie des plus grands mathématiciens, physiciens, chimistes et philosophes de leur temps. Les grands groupes industriels actuels sont nés de l'alliance



entre science et éthique, ingénieurs et entrepreneurs. Il en sera de même pour la révolution de l'internet, des biotechs et des nouveaux matériaux. L'exemple des Etats-Unis illustre à cet égard le rôle des start-ups dans la domination de l'internet et du *big data*.

LE PROBLEME N'EST PAS CELUI DU TALENT ...

La domination aujourd'hui acquise par les Etats-Unis (Californie, Massachusetts, New York) dans le secteur de l'innovation est d'abord liée à leur capacité à attirer les meilleurs esprits, notamment européens. Mais ce constat ne saurait être la marque d'une fatalité, surtout dans un monde où la France est reconnue pour la qualité de ses formations scientifiques : 50.000 Français vivent dans la *Silicon Valley* ; nos compatriotes ont fondé 5% des sociétés créées par des étrangers et cotées au NASDAQ (comme les Allemands, tandis que les Israéliens comptent pour 25%).

D'ailleurs, ainsi que l'a récemment rappelé le Ministre de l'économie : « *parce que le mot même d'entrepreneur, dans toutes les langues, c'est d'abord un mot français* ».

... MAIS CELUI DU FINANCEMENT ...

Si l'attraction des talents ne constitue pas un facteur décisif dans la domination des Etats-Unis, celle-ci repose en revanche sur la combinaison du talent et du financement qu'ils ont su mettre en place. Leurs universités attirent les meilleurs étudiants, qui créent souvent des entreprises pendant ou à la fin de leurs études, comme Jobs, Brin, Zuckerberg, Dell ou Gates. Les entreprises qui constituent le GAFA ont ainsi été financées par le capital-risque, seul financement disponible pour des firmes vouées à supporter des pertes initiales, comme tous les innovateurs.

C'est là-bas d'ailleurs que le terme de capital-risque prend tout son sens en allouant des capitaux à des fondateurs atypiques, qui n'auraient probablement pas été financés en Europe : Jobs diplômé en calligraphie, Brin réfugié de l'URSS, Zuckerberg *drop-out* de Harvard comme Gates, Bezos banquier d'affaires détroqué.

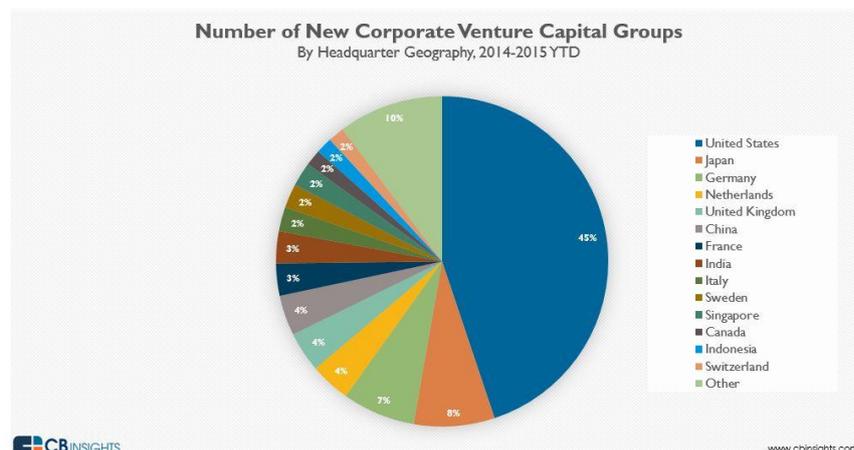
Le financement en capital-risque est abondant aux Etats-Unis : 40 ou 50 fois supérieur à celui de la France ou de l'Allemagne. L'écart est même encore plus frappant rapporté au PIB. Même si l'Europe progresse, elle demeure encore très loin (56 Mds\$ d'investissements du capital-risque pour les trois premiers trimestres de 2015, autour de 1,5 Md\$ en France).

Montants investis en capital-risque rapportés au PIB (2013 et Md\$)

	Capital risque	PIB	Rapport
Allemagne	0,7062	2.806	0,0252 %
France	0,7105	3.730	0,0190 %
Israël	0,8670	291	0,2983 %
Royaume-Uni	0,9291	2.678	0,0347 %
Canada*	1,4060	1.779	0,0790 %
Japon*	1,5536	5.906	0,0263 %
Etats-Unis	26,6524	16.770	0,1589 %

Source : OCDE

* Chiffres 2011



La véritable novation des dernières années n'est d'ailleurs pas le progrès européen mais le bond extraordinaire de la Chine et de l'Inde.

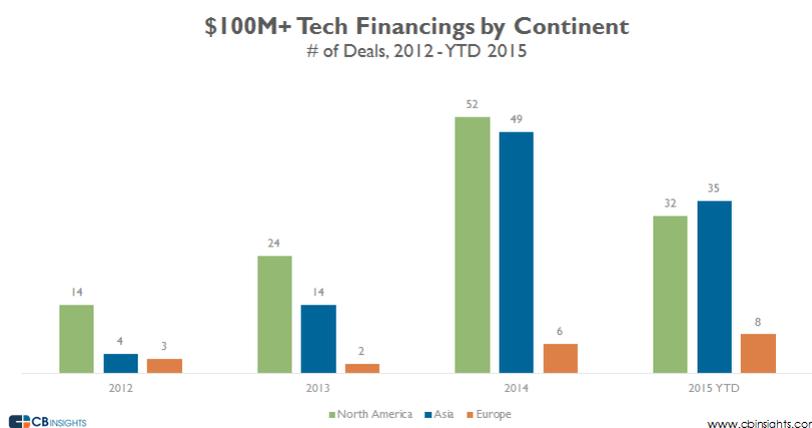
A quoi sert le capital ? À prendre les premières places d'une course dans laquelle *time to market* et R&D sont les concepts-clés. Un très grand nombre de marchés technologiques obéissent en

effet à la règle du *winner-takes-all*. Apple concentre ainsi 94% des profits du secteur des *smartphones*. Google a 90% de part de marché en Europe. Le capital sert à créer des barrières à l'entrée, par la technologie. Il finance la formation rapide de filiales étrangères pour dominer la concurrence mondiale.

...ÉT SURTOUT DU FINANCEMENT PERMETTANT D'ACQUERIR UNE DIMENSION MONDIALE

L'un des enjeux du financement des entreprises de croissance est de permettre leur développement non seulement aux trois stades qui caractérisent classiquement le capital-risque (*seed, start-up, later stage*), mais aussi en vue d'atteindre rapidement une masse critique permettant de viser des positions de leadership. Or, sur ce point, l'Europe, malgré une amélioration certaine reste très en retrait par rapport à l'Amérique du Nord ou à l'Asie.

C'est l'une des grandes forces de l'industrie américaine du capital-risque que d'avoir cette perspective. C'est ainsi que Zuckerberg (alors âgé de 22 ans) a refusé de vendre Facebook à Yahoo pour un milliard de dollars (comme Google et eBay), avec l'assentiment de ses actionnaires.



Sur 140 entreprises soutenues par le capital-risque et valorisées à plus de 1 Md\$, 90 sont américaines, 20 chinoises, 20 indiennes, 10 européennes. On peut certes arguer que l'écosystème américain est « inflaté » par une bulle, comme le démontrent la récente IPO de Square (société introduite en bourse *en dessous* des valorisations du capital-risque) et l'effondrement du M&A dans le secteur. On peut se féliciter du fait que les très grands pays émergents participent aujourd'hui à l'innovation mondiale. On peut enfin remarquer que les grands groupes industriels européens participent vigoureusement au développement technologique. Tout cela est vrai mais ne justifie pas notre absence de la scène de la « création destructrice », essentiellement animée par les start-ups.

Viser le premier plan mondial n'est pas contradictoire ou exclusif de la création d'un tissu étendu d'entreprises innovantes. Des capacités accrues en capital-risque financeront des centaines d'entreprises à vocation plus locale et concentrées sur des niches utiles à l'ensemble de l'économie nationale. Comptons aussi avec une externalité positive : l'introduction de concurrents domestiques ambitieux « réveille » les grandes entreprises nationales et renforce leur compétitivité, comme le démontre le cas de Free.

Malheureusement, pour ce qui concerne la France, et comme l'a souligné un récent rapport de l'OCDE ([Examen des politiques d'innovation, 2014](#)), le cas le plus fréquent des *start-ups* de croissance est la vente à des intégrateurs industriels étrangers (Kelkoo, Caramail, Price Minister, Meetic, Neolane, Aldebaran, ...), après avoir conquis un leadership en France. Dans le monde des *start-ups* non adossées, Sigfox, Criteo, Blablacar demeurent à ce jour l'exception d'entreprises ayant choisi de (et pu) lever des fonds importants pour demeurer aux avant-postes de la compétition mondiale. Essentiellement d'ailleurs grâce au financement de fonds américains détenant le capital et l'expérience nécessaires. Notre continent est devenu riche car il a mené la révolution industrielle des 19^{ème} et 20^{ème} siècles. Il ne conservera pas ce statut en se désintéressant de celle du 21^{ème} siècle.

NOE, DONNER CORPS AU REVE FRANÇAIS

Le Ministre de l'Economie vient de rendre publique la feuille de route de Noé (loi sur les nouvelles opportunités économiques). Elle éclaire deux thèmes spécialement importants à cet égard : la capitalisation des entreprises de croissance et la baisse des barrières à l'entrée dans certaines professions, couplée à une amélioration du statut des travailleurs de cette *gig economy* dont Uber est l'icône. En rompant avec les paradigmes du déclin économique, Noé constitue ainsi un acte idéologique important et mobilisateur qui devrait également considérer deux idées-forces :

Le faux risque de la Bulle

Des voix se font aujourd'hui entendre de plus en plus fortement sur les risques liés à une augmentation des fonds alloués au capital risque.

Il existe une bulle aux Etats-Unis ? Elle incite justement les VCs américains à investir ailleurs. Des échecs décourageraient les investisseurs particuliers ? L'enjeu est de mobiliser des fonds institutionnels, pour une très faible proportion de leurs actifs. De tels investissements sont risqués ? C'est exact. Mais il s'agit d'avoir des *process* d'investissement raisonnés, et non pas d'investir dans la précipitation les fonds mis à disposition.

Et puis, le plus grand risque ne serait-il pas de subir le délitement de l'aventure industrielle française ?

Sur ce point, v. aussi Pergamon Campus « [Le secret de la licorne](#) ».

① Doubler les fonds alloués en France au capital risque, pour les porter graduellement à une quinzaine de milliards d'euros en rassemblant les moyens des organismes de prévoyance. Les réserves Agirc-ARRCO viennent d'être stabilisées à 30 Mds €. Le Fonds de Réserve des Retraites gère 25 Mds €, les fonds de pension des fonctionnaires PREFON et ERAFP environ 35 Mds €. Ces fonds ont par nature un horizon de long terme cohérent avec un investissement en capital-risque (5% des actifs).

② Allouer, selon une procédure d'appel d'offres, ces capitaux institutionnels à des fonds spécialisés en capital-risque tout en formant des

« tickets » suffisamment importants permettant de s'assurer le concours des meilleures expertises. Les gagnants seront d'abord vraisemblablement américains. Qui en effet détient un *track-record* et une expertise comparable ? Il leur sera contractuellement demandé de résider en France. S'agit-il d'une capitulation et d'une exclusion des acteurs français ? C'est tout le contraire. Observons d'abord que les américains sont massivement déjà présents dans les tours de table de nos entreprises. Les Français co-investiront avec eux. Ils progresseront sur la courbe d'expérience. Leurs performances attireront du capital et des talents français et étrangers.

Le développement des fonds de pension à la française

Tout récemment le Ministre de l'Economie a souligné la nécessité de créer « *toutes les voies et moyens de mieux financer notre économie* », avec l'amélioration du financement en fonds propres pour « *passer du financement d'une économie de rattrapage en quelque sorte, au financement d'une économie d'innovation, où les choses vont beaucoup plus vite, où la mère des batailles c'est la vitesse, et la vitesse c'est l'accès au capital* ». Or, « *si nous n'arrivons pas (...) à accélérer cette transition du financement de notre économie, nous perdrons cette bataille* ». A cet effet, et sans modifier les équilibres existants entre répartition et capitalisation, il s'agira de ne pas soumettre les « *fonds de pension à la française* » (type PERCO et autres Articles 39, 82 ou 83), qui représentent 130 Mds€ d'encours, à la directive européenne Solvabilité 2, mais à « *un régime prudentiel ad hoc qui permette [à ces] structures gérant [de tels] engagements de retraite professionnelle d'avoir des allocations d'actifs cohérentes avec les caractéristiques de leur passif* ».

Cette voie est importante car la mobilisation de l'épargne individuelle constitue un enjeu réel. Elle ne saurait toutefois se substituer à celle ici présentée, mais seulement la compléter. Outre les délais nécessaires à l'adoption de textes européens réalisant cet objectif, la réorientation de cette épargne ne pourra se faire que progressivement dans un contexte où la fiscalité applicable est loin d'être neutre.

Se positionner dans la bataille de l'innovation qui se joue actuellement ne permet pas l'attente.

Aucun pays européen n'occupe une place centrale dans le *venture capital*. Paris peut et doit avoir l'ambition légitime de devenir le centre européen du capital-risque.