

## Document de consultation

# Modalités de mise en œuvre d'un dispositif de financement en fonds propres des PME

Les réponses à cette consultation doivent être adressées  
**avant le lundi 7 mars 2006**, par courriel, à l'adresse:  
[financement-pme@finances.gouv.fr](mailto:financement-pme@finances.gouv.fr)

## De nouveaux moyens de financement au service de nos PME

*Comme l'a rappelé le Président de la République dans ses vœux aux forces vives, le 5 janvier 2006, le renforcement du financement des PME qui font le pari de la compétitivité et de la croissance constitue un levier essentiel du dynamisme de notre économie.*

*La France crée désormais beaucoup de très petites entreprises. Cette nouvelle dynamique de l'entrepreneuriat est un atout majeur pour la vitalité de notre tissu économique. Par ailleurs, nos grandes entreprises font preuve d'une aptitude reconnue à gagner des parts de marché ainsi qu'à renforcer leurs positions à l'international.*

*Notre défi porte aujourd'hui sur les PME de taille intermédiaire, dynamiques et performantes, dont l'expansion semble trop souvent bloquée par un « plafond de verre » qui ralentit leurs projets de développement et freine leur croissance.*

*En promouvant le financement en fonds propres des PME les plus dynamiques, nous voulons favoriser la création d'un tissu d'entreprises plus homogènes, mieux adaptées aux défis de la mondialisation, capables de créer de la valeur, de développer l'emploi et de soutenir nos exportations et de s'inscrire pleinement dans la bataille que conduit le Premier ministre, Dominique de Villepin, pour la croissance et l'emploi dans notre pays.*

*Ce programme doit avoir un effet d'entraînement sur l'ensemble des acteurs du financement de l'économie et favoriser une meilleure allocation de l'épargne et des capitaux vers les entreprises les plus stratégiques pour l'avenir, celles qui peuvent devenir les champions économiques de demain.*

*En vous présentant ce document d'orientation et de consultation, notre ambition est de vous permettre de nous aider à bâtir ce dispositif et de vous engager à nos côtés afin que notre mobilisation, conjuguée aux efforts quotidiens des acteurs du marché, permette aux PME de croissance d'avoir demain accès aux financements adaptés à leurs besoins.*

*Merci de votre contribution.*

**Thierry Breton**  
Ministre de l'Économie,  
des Finances et de l'Industrie

**Renaud Dutreil**  
Ministre des PME, du Commerce,  
de l'Artisanat et des Professions libérales

## Objectifs poursuivis

La croissance rapide d'une petite ou moyenne entreprise s'appuie sur la présence d'investisseurs, capables de renforcer les fonds propres de cette entreprise. Or, l'épargne, en France, se porte plus spontanément vers les investissements les moins risqués. Les montants investis par le capital investissement dans son ensemble augmentent, mais cette hausse repose sur la croissance des opérations de rachats avec effet de levier, qui représentent plus de 80 % des levées de fonds, bien plus que sur les opérations d'investissement destinées à financer la croissance des PME. Les montants investis par le capital-risque en France ont tendance à stagner ou reculer (-5 % entre les premiers semestres 2004 et 2005). Bien que mieux portant, le capital développement souffre d'un certain manque de capitaux au regard des pays les plus dynamiques dans ce domaine.

Aujourd'hui, environ 350 millions d'euros sont investis chaque année dans le capital-risque en France et 700 millions d'euros dans le capital développement (total du marché). Ces montants comprennent notamment la majeure partie des 150 millions d'euros investis par la CDC au titre de son programme d'intérêt général. Ils comprennent aussi une partie des 300 millions d'euros levés par les FCPI et des 100 millions d'euros levés par les FIP chaque année. Au Royaume-Uni, les montants investis sont près de trois fois supérieurs (800 millions d'euros pour le capital-risque et 2,8 milliards d'euros pour le capital développement chaque année).

Le Gouvernement entend donc promouvoir le financement en fonds propres des PME les plus dynamiques. Il ne s'agit pas pour l'État de se substituer au marché, mais de favoriser son développement là où il demeure insuffisant : l'amorçage, le capital-risque et le capital-développement, qui enregistrent des taux de rendement et de souscriptions insuffisants, en France comme dans d'autres pays européens.

L'apport de fonds publics doit viser à financer le développement de PME à fort potentiel de création de valeur et d'emplois. Pour atteindre cet objectif, la puissance publique peut **donner au marché un surcroît de volume**, sans modifier l'équilibre risque-rentabilité pour les autres acteurs. Elle peut également aller plus loin, là où l'aversion au risque entraîne une déficience de marché, **en accroissant la rentabilité des investissements grâce à un effet de levier**. En valorisant ainsi la prise de risque par les investisseurs, un tel dispositif permettrait de susciter le financement des projets à fort potentiel.

Il convient d'être ouverts en terme d'opérations éligibles. Un certain nombre de critères sont néanmoins indispensables. La taille des entreprises cibles et les opérations majoritaires doivent être limitées dans les règlements des véhicules qui mettront en œuvre le dispositif. Il est en revanche probablement opportun de s'autoriser à financer des tours de tables importants, pour permettre à des sociétés technologiques de poursuivre leur développement en conservant leur indépendance (domaine des biotechs par exemple) et pour améliorer l'offre de financement de PME souhaitant mener une opération de développement importante, y compris par croissance externe.

Le volume de cette procédure, deux milliards d'euros sur la durée, est tel qu'on peut aussi en attendre un effet structurant sur l'industrie du capital-risque et du capital-développement en France. Il permettra aux gestionnaires de recruter des équipes professionnelles et en effectifs plus nombreux qu'aujourd'hui, en ayant potentiellement un effet d'appel sur l'offre de formation à ces métiers. À l'inverse, l'importance de ce chiffre au regard de la taille du marché doit conduire à une certaine prudence dans la montée en puissance, afin de ne pas générer une bulle ni évincer les acteurs privés.

## Modes d'intervention

Les apports de capitaux effectués au titre du programme se feront après instruction et appréciation des opérations selon des standards professionnels.

Compte tenu de la capacité d'absorption du marché, les 2 milliards d'euros seraient alloués sur plusieurs années, typiquement 8 ans par tranches de 250 millions d'euros annuels. La demande et la capacité d'absorption du marché ne sont ni simples à quantifier ex ante ni constantes dans le temps : il semble donc indiqué de conserver de la flexibilité sur ce rythme d'engagement, et de l'adapter à la demande perçue.

Compte tenu des montants envisagés, il est souhaitable que le programme prenne plusieurs formes.

### Apport de volume

L'intervention en fonds de fonds aujourd'hui largement éprouvée paraît à retenir. C'est une des conclusions du groupe de travail qui a été constitué par le Minéfi début 2005 sur ce sujet, et auquel participaient Oséo, CDC et l'AFIC.

Au regard des emplois actuels et des besoins identifiés, l'essentiel de l'augmentation de cette ressource pourrait permettre d'intensifier le soutien en faveur du développement des entreprises. En effet, les résultats de l'étude du groupe de travail suggèrent que les besoins des entreprises en termes financiers se situent aujourd'hui essentiellement sur le financement de leur croissance. Le fonds de fonds mis en place pourrait également intervenir aux stades de la création et de la post-crétion.

Une telle procédure pourrait être rendue opérationnelle rapidement après mise en place du cadre institutionnel et la levée de fonds. Ce volet « pari passu » n'augmentera pas de manière directe le volume investi par les

acteurs privés, mais développera l'offre de financement disponible pour les PME en augmentant la taille, voire le nombre, des fonds existants. En permettant de professionnaliser davantage le secteur, d'augmenter la taille des fonds et donc de diminuer l'impact des frais de gestion, et de développer le recours des PME au capital investissement, ce mécanisme aura un effet d'entraînement sur les acteurs privés.

En terme de montants financiers, il représentera une part majoritaire du programme.

L'apport de quasi-fonds propres (obligations convertibles, obligations remboursables en actions...) aux acteurs intéressés à des conditions permettant de rémunérer le risque pris tout en exerçant un effet de levier sur la rentabilité des capitaux investis est également à considérer. Il peut utilement compléter l'apport de fonds propres. Il pourrait en particulier intéresser des sociétés de capital-risque gérées par des personnes physiques (la stratégie d'investissement et le mode d'intervention des business angels diffèrent de ceux des fonds institutionnels, et ils complètent utilement l'offre de financement accessible aux PME)

### Amélioration du rendement ou diminution du risque pour l'investisseur

Sur les segments du marché où la déficience est la plus marquée, il pourra être envisagé de réduire les risques ou d'améliorer le rendement des opérations par des dispositifs de garantie subventionnés, ou par des apports de fonds à des conditions spécifiques avantageant les investisseurs privés. Les trois catégories d'opérateurs pourraient être concernées :

- les équipes de gestion, qui investissent dans des entreprises, afin de les amener à accepter de financer des projets aujourd'hui jugés trop risqués ;
- les fonds de fonds et les institutionnels, qui investissent dans des fonds d'investissement, afin de les amener à investir dans des fonds

jugés plus risqués, soit parce qu'ils interviennent sur des segments de marché jugés risqués, soit parce qu'ils sont gérés par des équipes plus jeunes ;

■ éventuellement : les institutionnels qui décident d'une allocation d'actifs et doivent arbitrer la part du capital investissement par rapport aux autres classes d'actifs. Ce troisième champ est plus complexe, car il risquerait de favoriser le LBO plutôt que les segments ciblés par le programme.

Le gouvernement britannique va lancer un programme de soutien au capital investissement baptisé ECF inspiré du SBIC américain mais qui s'en détache très nettement notamment dans ses modalités financières. Pour un fonds dont l'État financerait les 2/3, le résultat serait distribué de la manière suivante :

■ paiement d'une rémunération fixe du capital de 4 % par an (capitalisée) à l'État ;

■ remboursement du capital proportionnel aux apports respectifs (État et investisseurs privés) ;

■ répartition du solde (qui correspond à la plus-value moins la rémunération forfaitaire) au profit des investisseurs privés (qui perçoivent 80 % du solde) et l'État (20 % du solde). Il en résulte un rehaussement du rendement du fonds pour un niveau de risque donné. Ce mécanisme est donc incitatif pour l'investisseur privé.

Dans le cas du dispositif français, deux logiques différentes peuvent permettre d'améliorer le rendement ou réduire le risque des investisseurs privés :

■ la première consiste à apporter des fonds à des conditions spécifiques avantageant les investisseurs privés. Le système britannique est fondé sur cette logique, qui améliore l'espérance de gain de l'investisseur privé ;

■ la seconde consiste à assurer aux investisseurs privés une rémunération minimale, en échange d'une proportion de la plus value inférieure à leur participation au capital du fonds.

Différent des systèmes américains et britanniques (qui augmentent, à des degrés différents, le couple risque rendement de l'investisseur privé), ce dispositif semble particulièrement bien adapté pour des investisseurs prêts à avoir une exposition au capital investissement mais désireux de limiter leur risque. Ce dernier type de schéma aurait l'avantage de permettre d'intervenir à tous les stades de la chaîne de financement (investissements dans des entreprises, mais aussi dans des fonds).

Le volet subventionnel devrait être notifié à Bruxelles préalablement à sa mise en service, qui n'interviendrait alors que dans un deuxième temps, après que le programme aura débuté.

## Co-investissement

La possibilité d'investissements directs et minoritaires dans les entreprises est à considérer également, aux côtés de fonds privés, à leur demande, et aux mêmes conditions qu'eux.

Elle peut poser des difficultés spécifiques en terme de gouvernance et de fonctionnement pratique. Un certain nombre d'acteurs privés craignent un mécanisme d'investissement direct d'un fonds public dans les entreprises. Les modèles étrangers (SBIC et ECF notamment) reposent d'ailleurs tous sur des interventions de second niveau (investissement dans des fonds).

Cependant, le co-investissement peut compléter l'apport de capitaux aux acteurs pour faciliter la réalisation de tours de tables, partager – et donc réduire le risque par opération, et accroître le potentiel de traitement des opérations unitaires les plus volumineuses.

# QUESTIONS

1. L'apport de capacité au marché sous la forme de fonds de fonds investissant pari passu dans les fonds d'investissement vous semble-t-il de nature à financer le développement des PME les plus dynamiques?

Vous semble-t-il souhaitable, et pourquoi, pour:

- Les fonds d'amorçage
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les fonds et sociétés de capital-risque
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les organismes régionaux de capital investissement
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les fonds et sociétés de capital développement
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller

2. L'investissement dans les fonds d'investissement à des conditions différentes des autres investisseurs vous semble-t-il de nature à financer le développement des PME les plus dynamiques?

a) Vous semble-t-il souhaitable, et pourquoi, pour:

- Les fonds d'amorçage
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Certaines SCR de personnes physiques
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les fonds et sociétés de capital-risque
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les organismes régionaux de capital investissement
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les fonds et sociétés de capital développement
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller

b) modalités:

- Dette subordonnée sans composante subventionnelle
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Dette subordonnée avec composante subventionnelle, type ECF
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Garantie
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller

3. Le co-investissement au capital des PME aux côtés des fonds d'investissement vous semble-t-il de nature à financer le développement des PME les plus dynamiques?

Vous semble-t-il souhaitable, et pourquoi, pour:

- Les fonds d'amorçage
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les fonds et sociétés de capital-risque
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les organismes régionaux de capital investissement
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller
- Les fonds et sociétés de capital développement
- très approprié
- plutôt approprié
- à déconseiller

## 4. critères d'investissement

Vous semble-t-il acceptable que l'apport du véhicule public soit assorti d'une obligation pour les fonds de respecter certains critères d'investissement (merci d'indiquer les catégories de quota que vous seriez disposé à accepter:

- Géographique (% minimum d'investissement en France)
- En termes de part des opérations majoritaires dans le total investi (p. ex. 25 % maximum)
- En termes de taille d'entreprise (p. ex. moins de 150 millions d'euros de CA)
- En termes de ticket d'investissement ou de tour de table (p. ex. < 2 millions d'euros ou < 10 millions d'euros)
- En termes de part consacrée à des augmentations de capital

### Contraintes de mise en œuvre

#### Nécessité d'avoir des fonds propres significatifs

La structure mise en place doit avoir des fonds propres significatifs, pour s'endetter et faire face à : (1) l'aléa sur les résultats de l'investissement (2) le caractère éventuellement subventionnel d'une partie de la procédure (3) le paiement des intérêts.

#### Eurocompatibilité

Les cas de l'investissement pari-passu et de la dette participative aux conditions de marché ne demandent pas de notification, puisque la puissance publique se comporte de facto comme un investisseur avisé.

En revanche, un dispositif qui comporterait un élément subventionnel, comme la réduction du risque de l'investisseur privé sans réduction du rendement à due concurrence, exigerait une notification. Les Britanniques ont mis en place en 2005 un mécanisme de réduction des risques de l'investisseur privé (pari passu pour le principal, prioritaire pour les intérêts et subordonné pour les gains en capital). Ce mécanisme est ciblé sur une défaillance de marché exposée à la Commission, sur les petites opérations. L'accord de la Commission a été obtenu, moyennant le respect de conditions qui sont liées au périmètre de la défaillance de marché avancée : tours de tables totaux inférieurs à 2M€, participation publique au capital des PME inférieure à 30 %.

#### Évaluation externe

Il est souhaitable que le programme soit audité par une structure externe (coûts, bénéfices, risques, effets pervers, écoute des parties prenantes...). Cette contrainte impose une formalisation écrite des objectifs et des modalités d'actions du programme. Un réexamen du programme sera

fait après trois ans de fonctionnement.

#### Gouvernance

La gouvernance doit garantir la tenue de l'objectif principal : accélérer le développement des PME les plus dynamiques, ainsi que la transparence et le respect de l'intérêt général. Elle doit également conserver la souplesse nécessaire pour faire face aux évolutions du marché.

Ces impératifs peuvent être conciliés par une gouvernance à plusieurs niveaux :

1) **un comité d'orientation** définirait les objectifs du dispositif et la politique d'allocations d'actifs. Les grands principes d'investissements seraient rendus publics. Le comité définirait les lignes directrices décrivant les fonds d'investissement dans lesquels le ou les fonds de fonds investiraient. Le comité les adapterait dans le temps aux évolutions du marché, en tentant compte du retour d'expérience. Ce comité aurait aussi un rôle de contrôle, les autres organes de gouvernance lui rendant compte de leur gestion. Autour du président de ce comité pourraient être représentés l'État, CDC, Oséo, et des personnalités qualifiées, représentant d'une part les PME et d'autre part le secteur financier (AFIC).

2) **un comité d'investissement** contrôlerait les décisions de la société de gestion. Ce comité serait composé de représentants de l'État et des apporteurs en fonds propres. Il assurerait par ailleurs le secrétariat du comité d'orientation.

3) **une équipe de gestion** assurerait la gestion courante et préparerait les décisions d'investissement.

#### Entités juridiques

Il est souhaitable de retenir un dispositif aussi proche que possible des pratiques du métier du capital investissement et comportant :

- Une société financière (détenue des actifs, emprunt),
- Une société de gestion,
- Des outils d'investissement (généralement des FCPR) correspondant aux modes d'intervention évoqués ci-dessus (fonds de fonds, dette participative...).

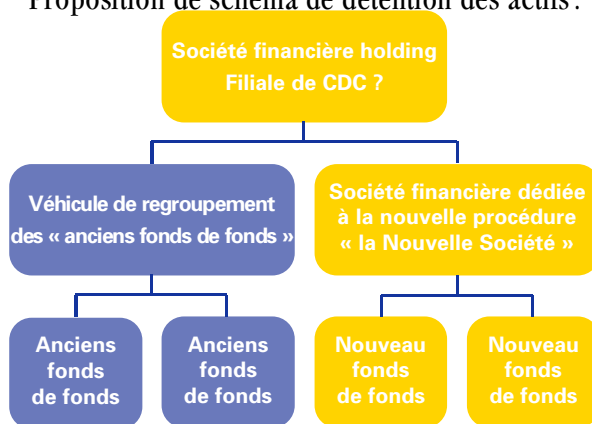
## QUESTION

### Organisation et apport des fonds propres

Une société financière sera créée. Elle pourrait recevoir les actifs et les fonds propres existants du programme d'intérêt général de CDC (PIG PME), les fonds propres que pourraient apporter d'autres partenaires susceptibles de participer au projet, et s'endettera. Cette société pourrait porter les véhicules des activités traditionnelles du programme d'intérêt général de la CDC, et les véhicules de la nouvelle procédure. Elle s'endettera sous son nom propre.

Il est souhaitable que les nouveaux véhicules soient isolés des autres, par une « marque » et une entité juridique distincte, dotée d'une gouvernance et d'une stratégie d'investissement propres. L'équipe de gestion chargée de cette nouvelle procédure sera dédiée et renforcée.

Proposition de schéma de détention des actifs :



En pratique, l'intervention de partenaires extérieurs pourrait se faire à travers des souscriptions dans un ou plusieurs des fonds de fonds constitués, plutôt qu'à travers une prise de participation dans la société financière. Cette approche leur permettrait d'investir dans les véhicules dont ils partagent la stratégie d'investissement et les objectifs de rentabilité.

### 5. source des fonds propres pour la procédure

■ Pensez-vous que des fonds propres puissent être levés auprès d'investisseurs privés pour :

- la Nouvelle Société ?
- les Nouveaux Fonds de Fonds ?

■ Si oui, seriez-vous prêt à le faire pour :

- la Nouvelle Société ?
- les Nouveaux Fonds de Fonds ?