

Introduction  
Le capital-investissement

## 1. Présentation

Le capital-investissement est une composante importante de la vie économique et financière. Tous, sans en être nécessairement conscients, nous participons indirectement à cette activité : que ce soit en qualité d'assurés, de cotisants ou d'épargnants, une partie des sommes que nous versons aux compagnies d'assurance, aux caisses de retraite ou aux banques est affectée au capital-investissement. Elles en sont, en effet, trois acteurs majeurs.

Depuis trente ans, d'abord aux États-Unis, puis en Europe, le capital-investissement a permis l'émergence d'une nouvelle économie. Apple, Google, Cisco, Transgène... sont autant d'exemples illustrant la rencontre féconde entre capital-investissement, idée novatrice et entrepreneur visionnaire.

Le capital-investissement s'adresse, plus particulièrement, aux entreprises non cotées. C'est pourquoi il est souvent désigné sous l'appellation de *private equity*. Il présente les caractéristiques suivantes :

- ◆ Un investissement en fonds propres (ou quasi-fonds propres), au capital social à partir d'une :
  - valorisation découlant d'un *business plan* (valorisation actualisée d'une rentabilité future) ;
  - un rôle plus ou moins actif de l'investisseur dans l'entreprise financée :
    - d'une part, il conseille et assiste l'équipe dirigeante dans les domaines financier et fiscal, et de gestion à long terme, afin de favoriser le développement de l'entreprise. Le capital-investisseur ajoute ainsi de la valeur à ses investissements (on pourrait parler d'un véritable apport en industrie, en plus de l'apport en capital),
    - d'autre part, l'investisseur exerce un contrôle plus ou moins étroit sur la gestion de l'équipe dirigeante.
- ◆ La rémunération de l'investissement sous forme de plus-value lorsque l'investisseur vend sa participation. Cette rémunération présente un caractère aléatoire : elle n'est jamais certaine, ni dans sa concrétisation, ni dans son montant. Elle peut s'accompagner de dividendes distribués à l'investisseur pendant la durée de sa participation, mais l'objectif essentiel demeure la réalisation d'une plus-value dans un délai raisonnable (trois à sept ans), signe tangible de la création de valeur entrepreneuriale.

Le capital-investissement comporte par essence une prise de risques, ou, mieux encore, une implication de la part du financier, ce qui le distingue du mode de financement traditionnel des entreprises non cotées qu'est le crédit. En effet, le prêteur dispose, à l'encontre de l'entreprise débitrice, d'une créance certaine dans son principe, son montant et son terme, assortie très souvent en pratique, d'une garantie sur l'actif de l'entreprise et / ou sur les

biens propres de l'entrepreneur. En revanche, le capital-investisseur, parce qu'il investit en fonds propres dans l'entreprise, c'est-à-dire en participant au capital social, devient un véritable associé de l'affaire. En conséquence, il ne dispose d'aucune créance certaine vis-à-vis de l'entreprise, et peut donc perdre complètement sa mise. L'objectif du capital-investisseur est la création de valeur, c'est-à-dire la réalisation d'une plus-value (ou un TRI – Taux de rendement interne – annuel), excédant de loin l'intérêt servi dans le cadre d'un emprunt. On assiste parfois à une course au TRI, favorisant les sorties rapides, au détriment du bénéfice de la valorisation ultérieure de l'entreprise. Ce phénomène est dangereux car il prive l'entreprise de fonds à un moment où elle en a encore particulièrement besoin et où elle a également besoin de stabilité. De fait, il peut contraindre certains investisseurs à renouveler leurs investissements à un rythme excessif.

Les fondamentaux qui régulent ces mécanismes sont, bien évidemment, *la création de valeur dans un environnement favorable* : création de valeur par une augmentation des performances de l'entreprise (le bon niveau d'appréciation étant l'EBIT ou le REX) et *environnement favorable* par un multiple de valorisation qui dépend très directement de l'appétit et du nombre des acquéreurs potentiels et des perspectives générales de l'économie.

Le capital-investissement apparaît comme le mode de financement le plus adapté aux besoins élevés des entreprises innovantes. Ces entreprises, qu'on appelle « start-up » ou « jeunes pousses » avant l'explosion de la bulle Internet, sont désignées par certains comme la « pierre angulaire de la nouvelle économie »<sup>1</sup>, l'innovation représentant un « atout stratégique essentiel pour notre économie »<sup>2</sup>. Cette prise de conscience conduit les pouvoirs publics à multiplier les mesures incitatives en faveur de l'innovation et donc du capital-investissement qui la soutient et la favorise : régimes fiscaux de faveur, création de nouveaux statuts juridiques (jeunes entreprises innovatrices par exemple), élargissement des règles d'investissement des véhicules de capital-investissement, réforme du droit des sociétés avec la création des actions de préférence comme instrument particulièrement adapté. À cette prise de conscience de l'impact des jeunes entreprises sur l'innovation, s'ajoute la prise de conscience du rôle que peuvent jouer les « business angels », investisseurs providentiels qui ont bénéficié au cours des dernières années de l'attention des pouvoirs publics. Le rôle des *business angels*, ne consiste pas seulement dans l'apport des premiers fonds de démarrage. Leur activité d'identification, de sélection des entreprises, de challenge des entrepreneurs, face aux réalités du marché et aux perspectives du nouveau produit, est une étape essentielle du processus.

- 
1. B. Maître, « Nouvelle économie : le point de vue d'un capital-risqueur », *RFC*, n° 325, sept. 2000, p. 36.
  2. *Guide pratique de la jeune entreprise innovante*, ministère délégué à la Recherche et ministère délégué à l'Industrie.

Le capital-investissement repose avant tout sur la confiance et la coopération entre l'entrepreneur et l'investisseur dans une ambition partagée. Cette relation de confiance est constitutive de l'approche des investisseurs à l'égard de l'entreprise : ils n'appréhendent en effet plus leur participation sous l'angle « négatif » d'une éventuelle perte de leur mise de fonds (sous-entendu dans une expression comme capital-risque), mais comme l'opportunité de prendre part à une aventure (littéralement « venture ») pouvant se solder par une plus-value intéressante. On ne saurait mieux décrire cette nouvelle conception du capital-investissement que par le terme anglo-saxon *venture capital*.

## 2. Définition et typologie

Comme nous le soulignons dans nos précédentes éditions, l'expression « capital-investissement » a remplacé en France celle de « capital-risque » au sens générique où cette dernière était auparavant entendue<sup>3</sup>, l'expression « capital-risque » ne désignant plus alors qu'un secteur de l'activité de « capital-investissement ». Dans son ancienne acception, le « capital-risque » avait été défini par les lois n° 83-1 du 3 janvier 1983 et n° 85-695 du 11 juillet 1985, créant respectivement les Fonds communs de placement à risque (FCPR) et le régime fiscal particulier des Sociétés de capital-risque (SCR) comme « l'investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres, dans des sociétés non cotées en bourse, y compris les opérations de création et de transmission des entreprises ».

Il ne s'agit là que d'une définition minimale, à caractère juridique, destinée à l'application des régimes créés par ces lois. Elle ne rend pas compte de la philosophie, des tenants et des aboutissants du métier du capital-investissement. De façon plus complète, le capital-investissement peut être défini comme la prise de risque réalisée par des investisseurs en capital, qui acceptent de devenir actionnaires d'une société non cotée dont ils n'assurent pas la direction, mais qu'ils assistent de leur compétence technique et sur la gestion de laquelle ils exercent un contrôle plus ou moins important, en vue de réaliser à terme un profit sous la forme d'une plus-value sur cession de leur participation.

Le terme générique de capital-investissement recouvre en réalité plusieurs types d'intervention, selon le stade de développement de l'affaire financée. Le capital-investissement apparaît en effet à tout moment de la

3. La même évolution terminologique s'est produite chez nos voisins anglo-saxons où le terme de *Venture Capital* (capital-risque), employé au sens large, a laissé place à celui de *Private Equity* (capital-investissement). V. à titre d'exemple la nouvelle appellation de l'« *European Venture Capital Association* », devenue en 1999 l'« *European Private Equity and Venture Capital Association* ».

vie de l'entreprise, qu'elle soit en phase de création, de développement ou encore en phase de transmission ou de retournement.

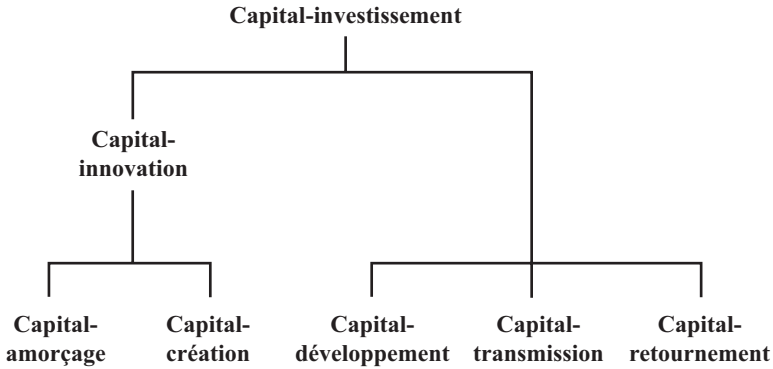
- Le capital-amorçage, ou *seed capital* (ou encore « capital-faisabilité ») est le financement d'un entrepreneur qui veut prouver la faisabilité de son idée ou se faire aider pour son *business plan* : on se situe là avant la création de l'entreprise, au niveau de la mise au point ou de la finalisation du prototype.
- Le capital-crédation, ou *start-up capital*, intervient à la phase de création de l'entreprise, du développement du produit jusqu'à son lancement industriel et commercial. L'Afic distingue ici le financement en phase de post-crédation, qui est celle où l'entreprise, ayant achevé le développement d'un produit, a besoin de capitaux pour en démarrer la fabrication et la commercialisation.

L'ensemble capital-amorçage/capital-crédation (et post-crédation) constitue ce que l'on appelle aujourd'hui le « capital-risque » ou « capital-innovation »<sup>4</sup>.

- Le capital-développement. L'entreprise ayant atteint son seuil de rentabilité et / ou dégagant des profits, les fonds seront employés pour augmenter ses capacités de production, sa force de vente, développer de nouveaux produits, financer des acquisitions et / ou accroître son fonds de roulement.
- Le capital-transmission. Ici, les capitaux sont destinés à permettre l'acquisition d'une entreprise déjà établie, que ce soit par une nouvelle équipe (*management buy-in*), par la direction (*management buy-out*) ou encore par le ou les héritiers d'une entreprise familiale qui désirent s'y consacrer. L'acquisition se réalise avec l'aide d'un endettement (LBO ou *Leveraged Buy-Out*) via une *holding de reprise*. Dans le prolongement du capital-transmission, on peut enfin éventuellement évoquer le rachat de position minoritaire. L'investisseur rachète la participation d'un ou plusieurs associés ou actionnaires de la société cible, qui peuvent être eux-mêmes des capital-investisseurs. Dans ce dernier cas, il s'agit en quelque sorte d'une prise de relais.
- Le capital-retournement. L'entreprise connaît des difficultés qui ne remettent en cause ni son *business model*, ni les fondamentaux de son marché. L'investissement dans l'entreprise s'accompagne d'une prise de position, en général majoritaire, et d'un changement de l'équipe managériale, propre à relancer l'entreprise et à retourner favorablement la situation financière.

---

4. C. Lejoux, « Le capital-innovation peut dire merci à Bpifrance et aux industriels », *La Tribune.fr*, 17 févr. 2014.



Au fur et à mesure de son développement, le capital-investissement a cessé d'être un simple mode de financement ; il est devenu « un modèle économique et de gouvernance qui contribue à la relève de l'esprit d'entreprise en France »<sup>5</sup>. Il répond à un besoin des PME à la recherche de fonds pour financer leur croissance et constitue aujourd'hui un moteur essentiel du renouvellement du tissu économique, de la création et du développement d'entreprises et de la création d'emplois<sup>6</sup>.

Après avoir brièvement évoqué les étapes historiques du développement du capital-investissement, on en présentera les acteurs et on envisagera les mesures qui sont mises en place par les pouvoirs publics afin d'en favoriser encore l'essor.

5. *La Lettre du Capital-Investissement de l'Afic*, avr. 2006, p. 1.

6. EVCA, *Contribution du capital-investissement et du capital-risque à l'emploi en Europe*, 2005 ; Études de l'Afic et Ernst & Young, *Le poids économique et social du capital-investissement en France*, juin 2004 et juin 2005 ; Rapport d'information de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan présenté à l'Assemblée nationale le 24 mars 2009 ; Afic, *Livre blanc du capital-investissement*, 2012 ; Afic, *Impact économique et social des acteurs français du capital-investissement en 2013, 2014*.