

FONDS PROPRES

FINANCEMENT DES PME : UN DÉSERT PEUT EN CACHER UN AUTRE



Cyril Demaria

Professeur

EDHEC, ESCP-
Europe et ESCE

Le capital-risque, voie traditionnelle du financement des start-up ou des jeunes PME, affiche des rendements dissuasifs pour les investisseurs, mais le crowdfunding ou les super angels semblent être prêts à assurer le relais. Est-ce pour autant une solution pérenne ? Et si l'accès au capital n'était pas le principal problème de ces sociétés en création ?

Au cours des trente dernières années, le financement non coté (ou *private equity*) s'est fortement développé et institutionnalisé en France. Si certaines étapes de la vie des entreprises sont désormais largement couvertes (programme en faveur des « gazelles », LBO), d'autres souffrent d'une désaffection (capital-risque et capital-retournement).

LE MAILLON FAIBLE

Les premiers tours de financement sont un des maillons faibles de la chaîne du financement des PME.

Leur manque d'attractivité est lié à un triple phénomène :

- les rendements nets du capital-risque en France et en Europe sont très médiocres : -0,9 % en France sur un horizon de 10 ans à fin 2012 (contre +3,6 % au Royaume-Uni, -1,7 % en Allemagne[1]) d'après l'AFIC[2]. À titre de comparaison, l'ensemble du capital-investissement a généré respectivement des rendements de 8,6, 11,4 et 3,4 % sur la même période. Aux États-Unis, les rendements du

[1] 6,5 milliards d'euros cumulés investis sur 10 ans en France et au Royaume-Uni (respectivement, 193 et 133 fonds) ; 0,3 milliard en Espagne (10 fonds) ; 0,2 milliard en Italie (9 fonds) ; 2,9 milliards en Allemagne (57 fonds). Les performances sont réalisées à 40 % en France et au Royaume-Uni, 50 % en Espagne, 0 % en Italie et 39 % en Allemagne.
[2] http://www.afic.asso.fr/Images/Upload/Etudes/Etude_de_Performances_AFIC_Thomson_Reuters_2012.pdf.

« Le financement participatif n'offre qu'une faible stabilité des ressources financières : les actionnaires investissent de petites sommes et sont peu enclins à réinvestir. »

capital-risque et du capital-investissement sont de 14,3 et 11,8 % ;

- le temps entre la création d'une entreprise et les événements de liquidité (cession industrielle ou introduction en Bourse) s'est fortement allongé après l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques (passé de 5-7 ans en moyenne à 9,2 ans[3]) ;
- la raréfaction des investisseurs durant les premiers tours a eu un effet systémique : le principe du capital-risque étant celui de la syndication, il est plus difficile de structurer des tours de table si le nombre de participants diminue.

Deux phénomènes importés des États-Unis ont pour vocation à combler le vide des premiers tours : le financement participatif (ou *crowdfunding*) et les *super angels*. Cependant, ils ne répondent que partiellement à la problématique du financement des PME.

LE FINANCEMENT PARTICIPATIF : UNE RÉPONSE TRÈS PARTIELLE

Le financement participatif représentait 2,7 milliards de dollars investis dans le monde en 2012[4]

[3] Source : Yale, 2008.

[4] Source : Massolution, 2012.

* Cyril Demaria est gérant de fonds de capital-risque et auteur de cinq ouvrages sur le *private equity* dont *Introduction au private equity* (4^e éd.), Coll. « Les Essentiels de la banque », RB Edition, 2012.

via 308 plates-formes[5], (+81 % depuis 2011). Les projections sont à 5,1 milliards pour 2013. Le financement participatif avec prise de participation (*equity crowdfunding*) représentait 15 % (voir Encadré 1), soit 405 millions de dollars à l'échelle internationale en 2012. Si la proportion se maintient, cela représenterait un apport en capital de 765 millions en 2013.

L'Europe a recueilli 945 millions[6] de dollars en financement participatif en 2012. La proportion de l'*equity crowdfunding* européen était donc de 142 millions (et 268 millions en 2013 dans un scénario optimiste, 174 millions dans un scénario pessimiste[7]). En retenant un pourcentage de 6,2 % (représentant les plates-formes actives en France[8]), les montants collectés en France en *equity crowdfunding* étaient de 8,8 millions (et 10,8 millions en 2013). Ceci doit être comparé aux 40 millions d'euros investis par les *business angels*-français[9] et aux 443 millions d'euros investis par le capital-risque institutionnel français en 2012.

Le *crowdfunding* peut-il compléter l'intervention des *business angels* et du capital-risque ? Très partiellement seulement, car le *crowdfunding* : – a un fort tropisme en faveur des technologies incrémentales et orientées grande consommation (*Business to Consumer*). Ce secteur est déjà largement couvert (notamment par les *business angels*). L'intervention du financement participatif aiment une

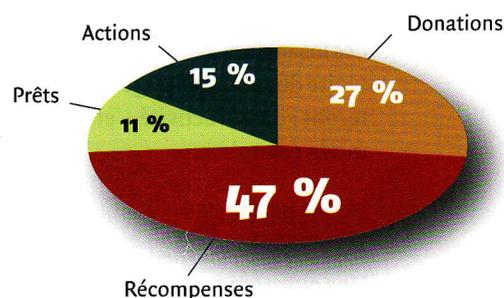
certaine inflation des valorisations, ce qui est préjudiciable à l'attractivité et la pérennité du financement des jeunes pousses à long terme ; – ne délivre qu'une valeur ajoutée très modeste (achat de produit par anticipation, publicité par bouche-à-oreille). Il ne propose qu'une faible (voire aucune) capacité de *mentoring* et d'assistance de la part des actionnaires, qui n'ont que peu ou pas d'interactions avec l'encadrement. Par ailleurs, le financement participatif n'offre qu'une faible stabilité des ressources financières : les actionnaires investissent de petites sommes et sont peu enclins à réinvestir ; – n'a pas d'effet d'attraction pour les investisseurs institutionnels. Par sa structure, il limite fortement la négociation actuelle et future des termes d'investissement et des pactes d'actionnaires. Il élimine de fait l'intervention d'autres investisseurs exigeant des conditions d'investissement spécifiques.

Ceci est un double handicap : les jeunes pousses ont souvent besoin de capitaux importants. La syndication est essentielle pour agréger des capitaux de multiples sources : d'après France Angels, l'intervention des *business angels* français aurait permis d'agréger 100 millions de financement. En limitant la liberté de structuration, le *crowdfunding* ne favorise pas la syndication avec les *business angels* ou les investisseurs en capital-risque. En outre, les jeunes pousses ont besoin de multiples tours de financement pour se développer. Le *crowdfunding* ne peut donc s'appuyer que sur lui-même pour les tours ultérieurs, du fait de la rigidité qu'il instaure dans la gouvernance des PME qu'il a financées.

La syndication et la structuration en tours d'investissement sont cruciales pour faire entrer de nouvelles compétences au Conseil d'administration des sociétés. De fait, le *crowdfunding* prive les jeunes pousses de

REPÈRES

Les différentes formes de financements participatifs, par type de compensation



Source : *Crowdfunding Industry Report*, Massolution (2012).

cet apport fondamental. Or, plus que l'argent, ce sont l'expertise, le réseau et les relations entre investisseurs et entrepreneurs qui permettent d'augmenter le taux de succès des jeunes pousses. L'*equity crowdfunding* ne permet pas cet apport.

« Plus que l'argent, ce sont l'expertise, le réseau et les relations entre investisseurs et entrepreneurs qui permettent d'augmenter le taux de succès des jeunes pousses. »

UN EFFET DE MODE

Plusieurs tentatives de financement de jeunes pousses par les particuliers ont été tentées. Les résultats n'ont pas été à la hauteur des attentes : 70 % des FCPI ont perdu de l'argent. Or le *crowdfunding* s'est construit sur une désintermédiation d'un secteur qui a besoin d'une intermédiation renforcée pour pallier un manque d'informations structurel. Au lieu d'augmenter la protection de l'investisseur, le *crowdfunding* la supprime et donne le pouvoir à l'entrepreneur dans une relation où il a déjà l'ascendant[10]. Le seul atout du *crowdfunding* est de réduire les frictions de financement, mais le gain est faible et au prix d'une information encore plus faible (pas de *due diligence*). Faut-il avoir peur du *crowdfunding* ?

[10] Dynamique de relation principal-agent que le pacte d'actionnaire et la participation au Conseil d'administration doivent permettre de limiter et d'encadrer.

[5] 452 plates-formes recensées en avril 2012, 28 actives en France en 2011.

[6] Source : Massolution.

[7] En effet, selon Massolution, le taux de croissance du financement par prise de participations était de 30 %, contre 111 % pour les prêts et 85 % pour les donations et les récompenses. Par ailleurs, le taux de croissance du financement participatif était de 65 % en Europe, contre 105 % pour l'Amérique du Nord et 125 % pour le reste du monde. L'entrepreneuriat et les entreprises n'ont recueilli que 16,9 % du total collecté par les plates-formes de financement participatif.

[8] 28 plates-formes sur 452 actives.

[9] Source : France Angels (82 réseaux affiliés, 4 100 membres).

Pas vraiment. Peu de plates-formes vont survivre[11]. Ensuite, ce type de financement restera largement marginal sous sa forme actuelle, du fait du tropisme et des limitations susmentionnées. Enfin, inévitablement des insatisfactions sur les placements (voire des abus) émergeront et limiteront son attractivité – et l'effet de mode retombera.

L'ÉMERGENCE DES SUPER ANGELS

Une autre tendance est l'émergence des *supers angels*, c'est-à-dire de *business angels* qui ont une capacité d'investissement similaire à celle des fonds. Leur rôle est équivalent à celui du capital-risque semi-institutionnel (certains ont même créé des fonds, comme le fondateur de Netscape Mark Andreessen).

La France a vu l'émergence de ce type d'investisseur. Si c'est un moyen d'alimenter les jeunes pousses en ressources (y compris avec l'émergence d'écoles financées par ces investisseurs), cela ne résout qu'une partie des difficultés.

Tout d'abord, l'approche d'investissement demeure fermée (club, voire investisseur unique), ce qui prive les jeunes pousses d'apports cruciaux à leurs débuts. Ensuite, les entrepreneurs à succès ont tendance à sous-estimer les limites de leur savoir/savoir-faire, ainsi que de la portabilité de leur expérience. Leur expertise est souvent liée à une technologie ou à un marché spécifiques, ce qui signifie que leur apport pourrait être sans objet, voire contre-productif ailleurs.

[11] En calculant une commission de 10 % à 28 % sur les montants levés (<http://www.crowdsourcing.org/editorial/crowdfunding-industry-trends-and-statistics-infographic/25662>), le chiffre d'affaires total de l'ensemble des plates-formes européennes en 2012 était de 14,2 à 39,6 millions d'euros. En 2012, 452 plates-formes de crowdfunding étaient actives en Europe, cela signifie qu'en moyenne chacune génère un chiffre d'affaires de 31 000 à 88 000 euros par an en moyenne pour l'equity crowdfunding.

« Le cœur des enjeux du financement de l'innovation n'est pas l'accès au capital mais au marché, c'est-à-dire la commercialisation et l'industrialisation des innovations. »

VERS UN MODÈLE DE CAPITAL-RISQUE EUROPÉEN ?

Si ces nouvelles formes de financement ne remplissent pas les besoins de l'économie de l'innovation, quels pourraient en être les moyens ? L'histoire du private equity[12] démontre que le financement a évolué de l'intervention directe vers l'indirect ; et de la contrainte vers l'incitation.

Le modèle de financement américain est un succès relativement bien documenté. Cependant, le reste du monde, et notamment l'Europe, n'a pour l'instant pas trouvé le moyen de transposer ce modèle. Peut-être est-ce parce qu'il n'est pas transposable en tant que tel[13].

En tournant notre regard vers l'Asie innovante, c'est-à-dire le Japon et la Corée du Sud, un autre modèle apparaît : celui du capital-risque d'entreprise (conglomérat ou décentralisé). LeCVC (*Corporate Venture Capital*) est à ce point institutionnalisé et intégré à l'exercice opé-

[12] C. Demaria, *Introduction au private equity*, chap. 1 et 2, John Wiley & Sons, 2010, 256 p.

[13] J. Lerner, *Boulevard of broken dreams : why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed – and what to do about it*, Princeton University Press, Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship, 2012, 240 p.

rationnel des grands groupes et de leurs sous-traitants qu'il n'est pas identifié en tant que tel.

Le modèle européen est probablement situé entre ces deux extrêmes. La difficulté consiste à les faire cohabiter et coopérer. En effet, plusieurs grandes entreprises européennes se sont auparavant essayées au CVC, avec des succès variables. Par ailleurs, les jeunes pousses ont une vision ambivalente de l'intervention de leurs concurrents (potentiels ou actuels) comme investisseurs.

De fait, contrairement à une idée répandue, le cœur des enjeux du financement de l'innovation n'est pas l'accès au capital, mais au marché, c'est-à-dire la commercialisation et l'industrialisation des innovations. Les *business angels* couvrent de fait l'amorçage et le capital-risque les derniers tours. Le « désert » de financement est celui de l'accès au marché. Les efforts devraient se porter sur l'accès aux marchés publics et privés réservés aux PME, coopération entre grandes entreprises et PME et programmes d'équipements en innovations. Josh Lerner[14] explique ainsi que le financement de l'innovation a largement été modelé par des commandes publiques et privées importantes, durables et prévisibles intégrant une forte dimension innovante (programme de défense aux États-Unis, programmes d'équipement et de commercialisation en Corée du Sud et au Japon). ■

[14] « The architecture of innovation : the economics of creative organizations », *Harvard Business Review Press*, 2012, 224 p.