

LE CAPITAL INVESTISSEMENT FACE AU RISQUE D'ILLIQUIDITÉ

PAUL DE FRÉMINVILLE *

Capital investissement et marché français

Le capital investissement en France

Le capital investissement a pris son essor en France au début des années 1980. Ayant pour rôle d'être un apporteur de fonds propres aux entreprises petites et moyennes, l'activité de capital investissement se décline selon trois catégories d'opérations :

— le capital risque qui consiste en un apport de capitaux lors de la création ou au cours des premières années de la vie d'entreprises à fort potentiel de croissance ;

— le capital développement dont l'objectif est de renforcer les fonds propres d'entreprises freinées dans leur croissance par manque de ressources financières stables ;

— le capital transmission qui a pour objet de financer la reprise d'entreprises, notamment en cas de succession ou de rachat par des salariés.

Les investisseurs présents sur ce marché, les « capital-investisseurs », sont principalement :

— des groupes bancaires, qui voient dans cette activité un appui à leur politique commerciale en direction des PME ;

— des investisseurs institutionnels (assureurs, caisses de retraite), qui cherchent une diversification à leurs placements traditionnels en actions et obligations ;

— des indépendants, dont le métier est de gérer des fonds de capital investissement pour le compte d'investisseurs de tous horizons ;

— des organismes régionaux de participations, qui, avec le soutien des collectivités territoriales et/ou d'établissements financiers, favorisent le développement du tissu de PME à l'échelle régionale.

Les entreprises auxquelles s'adressent les capital-investisseurs sont essentiellement des PME industrielles, les activités de service les attirant à un moindre degré. Le chiffre d'affaires moyen de ces sociétés va de quelques dizaines à quelques centaines de millions de francs.

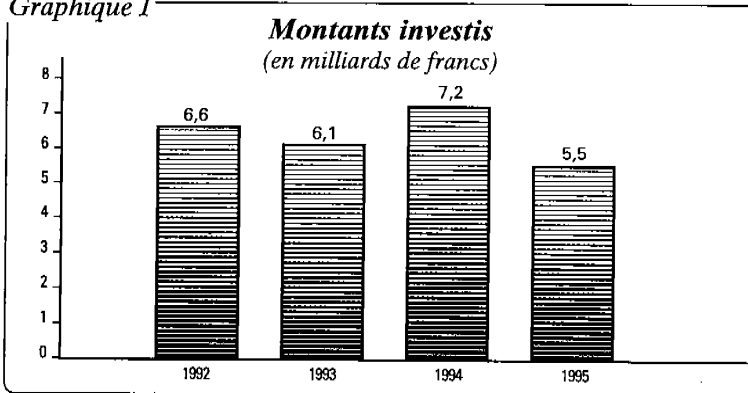
145

* Chargé de mission à CDC Participations.

La taille moyenne des opérations est d'environ 5 millions de francs, avec une assez grande dispersion en fonction de l'investisseur, de moins de 500 000 F pour les petits organismes régionaux, jusqu'à plusieurs dizaines de millions pour les grands opérateurs du capital investissement.

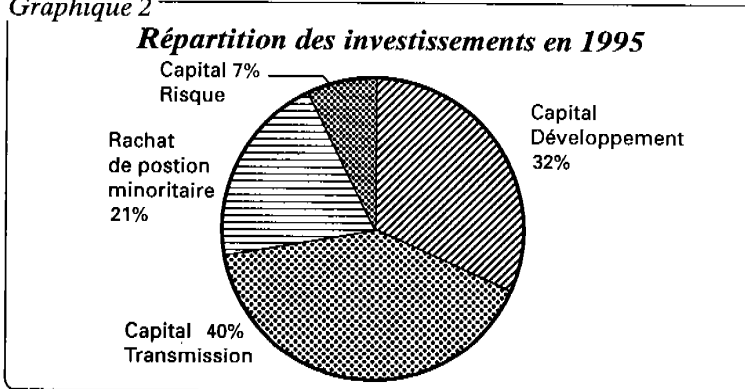
Les investissements annuels (voir graphiques) s'élèvent à 6,4 milliards de francs par an en moyenne sur les quatre dernières années ; compte tenu d'un horizon de placement d'environ 5 à 7 ans, on peut estimer que l'en-cours total de participations géré par les capital investisseurs représente un peu plus de 30 milliards de francs, soit environ 10 % de la capitalisation boursière du second marché.

Graphique 1



Source : AFIC - Statistiques 1995.

Graphique 2



Source : AFIC - Statistiques 1995.

Décision d'investissement et prise de risque

L'instruction des dossiers d'investissement repose sur une analyse approfondie par le capital-investisseur de la situation financière de la société concernée et de la qualité de son équipe dirigeante, d'un plan d'affaire détaillé bâti sur plusieurs jeux d'hypothèses, et de la position concurrentielle de l'entreprise. Le capital-investisseur est particulièrement sensible au potentiel et au rythme de développement de l'entreprise sur son marché, tenant compte du cycle économique et du cycle propre au secteur de la société visée. Cette analyse globale qui vise à apprécier la capacité de l'entreprise à se développer de manière rentable, ce qui détermine la valorisation future de l'investissement, est complétée par une analyse de risques.

Le montant de fonds propres à apporter par le capital-investisseur et le prix d'entrée qui sera négocié seront fonction de la durée du placement (en général 5 à 7 ans), de la rentabilité escomptée par l'investisseur, et du niveau de risque encouru. En effet, la probabilité de défaillance de l'entreprise n'est évidemment pas la même dans le cas d'une opération de capital risque où aucune assurance de viabilité n'existe, dans le cas d'une opération de développement dans une société possédant des actifs, une clientèle, et éventuellement capable d'assurer dès la première année le paiement d'un dividende à ses actionnaires, ou encore dans le cas d'une opération de transmission dans laquelle certains flux financiers futurs sont assurés. Cette analyse conduit ainsi le capital-investisseur à apprécier dès l'origine de l'opération les perspectives de sortie au terme de la durée d'immobilisation des fonds, qui déterminent la rentabilité de l'investissement.

147

Le capital-investisseur joue généralement un rôle actif au côté du dirigeant d'entreprise ; il peut ainsi disposer d'informations régulières sur la situation de l'entreprise qui lui permettront de réagir en cas de difficultés pour préserver la valeur de son apport. Mais, quelle que soit la vigilance avec laquelle il exerce ce rôle, le risque de son investissement reste très élevé :

- la faillite de l'entreprise, qui lui fera perdre la totalité de sa participation, est bien sûr le risque majeur ;
- la sous performance par rapport à ses prévisions affectera sa rentabilité ;
- l'illiquidité, surviendra s'il n'a pas bien préparé et/ou insuffisamment assuré les conditions de sa sortie.

Le risque d'illiquidité

L'analyse du risque d'illiquidité ne s'intéresse ici qu'aux investissements dans des entreprises qui restent en bonne santé financière. Il est

clair qu'une participation dans une entreprise dont la santé financière se dégrade devient illiquide, mais cette illiquidité découle de la situation de défaillance dans laquelle se trouve la société, et c'est alors le risque de défaillance qui apparaît et non le risque d'illiquidité.

Il est possible d'estimer que sur cent sociétés ayant bénéficié d'apport de capitaux de la part d'un capital-investisseur, une vingtaine vont se trouver défailtantes ou en graves difficultés, de vingt à trente vont progresser au-delà des espérances initiales et apporter au capital-investisseur l'essentiel de sa rentabilité. Le reste, soit une bonne moitié des participations de l'investisseur, est constitué d'entreprises demeurant financièrement saines, mais qui ne seront pas assez performantes pour assurer à l'investisseur une sortie avec une rentabilité conforme à ses critères. La situation d'illiquidité peut intervenir sur toutes les sociétés saines du portefeuille, même les plus performantes. Il s'agit pour les capital-investisseurs d'une préoccupation majeure dans la conduite de leurs opérations.

Cette préoccupation, comme on le verra plus loin, est d'autant plus forte que les capital-investisseurs sont eux-mêmes soumis de la part de leurs apporteurs de capitaux à une contrainte de liquidité de leur portefeuille de participations.

148

Manifestation du risque d'illiquidité

L'illiquidité apparaît donc à l'issue de la période prévue d'immobilisation des fonds investis au capital d'une société. L'investisseur ne pourra pas réaliser la sortie projetée notamment du fait :

- de mauvaise conjoncture boursière rendant difficile une sortie en bourse ;
- de l'opposition du management de la société à la cession des titres, par exemple lorsqu'il ne veut pas voir arriver de nouveaux partenaires à son capital, ou qu'il est en désaccord sur le prix de la transaction ;
- de perspectives de rentabilité insuffisantes ou de période défavorable du cycle économique propre à l'activité de la société ;
- d'une position concurrentielle de la société insuffisamment attractive pour intéresser un repreneur industriel.

Le risque d'illiquidité peut aussi être la conséquence de performances un peu moins bonnes qu'espérées qui font que la sortie attendue ne peut se réaliser dans les conditions prévues. L'illiquidité apparaît dans ce cas comme la conséquence de la dégradation des perspectives de développement et de rentabilité de l'entreprise.

Réaction de l'investisseur

L'investisseur en situation d'illiquidité se trouve en fait dans la

position de celui qui a rempli son rôle économique d'apporteur de capitaux, et devient actionnaire d'une société qui n'a plus réellement besoin de lui. Son investissement peut lui avoir apporté une rentabilité courante satisfaisante sous forme de dividendes ou de participation aux résultats, mais les actions qu'il détient ne se sont pas suffisamment valorisées ou ne sont pas assez attractives pour un éventuel acquéreur, ce qui l'empêche de les céder dans des conditions satisfaisantes pour lui.

Confronté à cette situation, l'investisseur va devoir arbitrer, comme il est fréquent en matière de gestion financière, entre une vente immédiate assortie d'une rentabilité inférieure à son attente et un espoir futur de rentabilité plus élevée. Il va par conséquent devoir choisir entre :

— trouver une solution de sortie dégradée par rapport à son estimation de la valeur de sa participation ; dans ce cas, le bilan de l'opération pourra apparaître négatif, et l'effet d'image pour lui d'une vente à un prix qu'il considérera comme dévalorisé sera préjudiciable. En contrepartie, cela lui procurera la possibilité de dégager une nouvelle capacité d'investissement ou de remontée de cash vers ses propres investisseurs ;

— conserver cet investissement en portefeuille en attendant que des conditions de cession favorables soient réunies, mais cela ne satisfait pas aux contraintes du métier de capital-investisseur qui imposent la rotation des actifs, et aux attentes de ses propres actionnaires qui attendent un retour programmé dans le temps de leur investissement.

Le choix de l'investisseur sera le plus souvent contraint par son organisation propre. En effet, les investissements en capital sont de plus en plus fréquemment logés dans des véhicules d'investissement (FCPR, SCR) à durée de vie limitée (généralement 8 à 10 ans).

La contrainte de liquidité du capital-investisseur apparaît donc en fait à deux niveaux :

— en amont, pour l'actionnaire du fonds d'investissement qui veut voir apparaître la rentabilité de son placement au fur et à mesure de la réalisation des cessions et qui veut récupérer la liquidité en retour de son capital investi ;

— en aval, pour le capital-investisseur qui veut récupérer son investissement en le valorisant, afin soit de rembourser ses actionnaires, soit de pouvoir réinvestir.

La sortie progressive des actifs avant le terme de la vie du fonds est donc pour le capital-investisseur un impératif absolu. De ce fait, il devra souvent opter pour le premier terme de l'alternative présentée ci dessus, et la rentabilité du fonds s'en trouvera systématiquement affectée.

Les capital-investisseurs qui ne sont pas liés par une contrainte de liquidité vis à vis de leurs actionnaires auront plus de liberté de choix, bien qu'eux aussi soient souvent amenés à privilégier une sortie rapide,

même dégradée, afin de dégager une capacité à investir sur de nouveaux projets.

Quelle que soit sa décision, l'opération sera considérée comme un échec, alors même que l'investissement aura prouvé son efficacité économique (l'entreprise a bénéficié de capitaux propres, et a pu démontrer sa capacité à se développer, ou bien l'opération de transmission s'est déroulée avec succès) et aura pu lui procurer une rentabilité courante satisfaisante. Les capital-investisseurs s'efforcent donc de mettre en oeuvre des solutions techniques afin de se prémunir contre ce risque.

Couverture du risque d'illiquidité

Les capital-investisseurs s'attachent donc à concevoir des montages financiers lors de leurs interventions qui permettent de limiter le risque d'illiquidité. Ces montages ont pour objet d'assurer, dès la mise en place d'un investissement, un minimum de rentabilité courante et les conditions futures de la sortie de l'investissement. Mais, comme on le verra plus loin, cette recherche d'assurance de liquidité aura une influence sur la rentabilité de leurs interventions.

Actions privilégiées à dividende prioritaire

150

Les actions souscrites par les actionnaires minoritaires dans le cadre d'une opération de développement ou de transmission prennent souvent cette forme, cela obligeant l'entreprise à verser un rendement courant minimum, en affectant une quote-part de son résultat au paiement des dividendes prioritaires. Ainsi, lorsque les résultats de l'entreprise progressent, le capital-investisseur bénéficie d'un rendement courant croissant. Cette rémunération du capital investi procure en fait une certaine forme de liquidité à l'investissement, puisque la plus value latente qu'auraient acquise des actions traditionnelles est de ce fait transformée partiellement en liquidités.

Obligations convertibles

Une part importante des apports des capital investisseurs, notamment dans les opérations de développement, est réalisée sous forme d'obligations convertibles. Ces titres, d'une durée comprise entre 4 et 7 ans, dont l'amortissement est différé et étalé sur les 3 ou 4 dernières années, offrent un coupon annuel de 4 à 6 % en moyenne. L'investisseur peut demander la conversion en actions à tout moment, la parité de conversion étant convenue dès l'émission. En cas de remboursement des obligations à leur terme normal, l'émetteur paye une prime de non-conversion qui est calculée de sorte que le taux de rendement global de l'obligation convertible soit supérieur à celui d'un financement bancaire à long terme classique.

Si l'entreprise se montre très performante, l'investisseur convertira ses obligations, et bénéficiera de la rentabilité de l'entreprise ; De même, si une possibilité de cession apparaît, il optera pour la conversion. S'il ne rencontre aucune de ces deux situations avant l'échéance prévue, il obtiendra le remboursement de ses obligations convertibles, assorti d'une rentabilité convenable.

L'inconvénient majeur de ces titres pour l'entreprise est qu'ils ne possèdent pas le statut de fonds propres ; cela pourra constituer un frein pour les banques qui resteront réticentes à apporter des crédits à la société émettrice ; c'est pourquoi les obligations convertibles ne sont en général utilisées qu'en complément d'un apport sous forme d'actions. L'assurance de liquidité apportée par les obligations convertibles ne va jouer finalement que sur une partie de l'opération du capital-investisseur.

Autres titres « hybrides »

Dans le même esprit que les obligations convertibles, d'autres titres peuvent être émis par des sociétés à la recherche de fonds propres. Les plus courants sont les obligations à bons de souscription d'actions et les prêts participatifs. Ils présentent pour l'investisseur des avantages similaires à ceux des obligations convertibles, en ce sens qu'ils lui permettent de participer aux profits de la société si les performances sont bonnes, tout en lui offrant une liquidité, totale ou partielle, à terme. L'entreprise ne bénéficie cependant pas par ces opérations de réel apport en fonds propres, ce qui pose, comme pour les obligations convertibles, le problème de l'attitude de ses banquiers.

151

Clause « buy or sell »

Très courante dans les opérations anglo-saxonnes, cette clause apparaît de plus en plus souvent dans les opérations d'apport de fonds propres en France et vise à assurer la liquidité à terme d'un investissement en actions. Elle consiste pour le dirigeant de la société, lorsqu'il est, comme c'est le cas généralement, l'actionnaire majoritaire, à s'engager, au terme d'une période convenue :

- soit à racheter lui-même ou à faire racheter les actions détenues par le capital-investisseur ;
- soit à vendre ses propres titres au capital-investisseur.

Cette clause permet ainsi à l'investisseur de sortir à un bon prix si la réussite de l'entreprise est entière, car dans ce cas, elle sera attractive pour un acquéreur ou pour le marché boursier, ou, en tout état de cause, le dirigeant aura les moyens de racheter lui-même ou de faire racheter les actions du capital-investisseur. En revanche, si l'actionnaire majoritaire ne souhaite pas, ou ne peut pas, quelle qu'en soit la raison, se porter

acquéreur des actions du capital-investisseur, celui-ci, en devenant majoritaire, peut négocier une vente en bloc de l'entreprise, ce qui est plus aisé que de céder une participation minoritaire.

Cette clause, de plus en plus exigée par les investisseurs, n'est pas entrée dans les moeurs du capital investissement sans difficultés. L'entrepreneur à la recherche de fonds propres doit en effet s'engager à renoncer à diriger son entreprise s'il n'atteint pas un certain niveau de performance. Mais la rareté des capitaux disponibles pour des apports de fonds propres ainsi que l'arrivée sur le marché français de capitaux étrangers ont placé les investisseurs dans des conditions propices à l'apparition de telles exigences.

En contrepartie du bénéfice de cette clause, l'investisseur va souvent accepter une réduction de la rentabilité de son investissement si la société est très performante, les conditions de prix pour le rachat par le dirigeant étant en général relativement favorables à ce dernier.

Pactes d'actionnaires

Les accords d'actionnaires conclus à l'origine d'opérations de capital investissement peuvent prévoir une priorité pour le capital-investisseur de céder ses actions dans le cas d'une opération réalisée sur le capital de l'entreprise à l'initiative du dirigeant, favorisant ainsi sa liquidité.

Dans le même esprit, certains investisseurs apportent des capitaux avec un engagement de rachat par un ou plusieurs actionnaires ; l'opération s'apparente alors à un portage de titres, sa rémunération ne dépendant pas des résultats de l'entreprise

Développement des marchés boursiers de valeurs petites et moyennes

La sortie en bourse d'un investissement en capital apparaît clairement comme l'aboutissement recherché d'une opération réussie. c'est donc le souhait le plus cher des capital-investisseurs de disposer de marchés boursiers efficaces et liquides pour accueillir des PME à divers stades de développement. La création de marchés boursiers spécifiques pour les valeurs moyennes (second marché, puis récemment Nouveau Marché) par la Société des Bourses Françaises répond à ce souhait mais se heurte encore à l'insuffisance de liquidité de ces marchés en raison notamment de la rareté des investisseurs français.

cette absence d'investisseurs disposant de capital mobilisable à long terme sur le marché des valeurs moyennes comme sur le marché du capital investissement reste la cause essentielle des problèmes de liquidité de ces marchés. Ce qui fait notamment le succès du NASDAQ américain, marché des valeurs moyennes aux États-Unis, c'est l'afflux de capitaux qui viennent s'y investir, avec un horizon de placement à long terme.

Cependant, le Nouveau Marché, ouvert à Paris en mars 1996, connaît pour son démarrage un succès indéniable, puisqu'il comptait, en juin 1996, 8 sociétés cotées pour une capitalisation d'environ 4 milliards de francs. Les fonds levés à l'occasion des introductions s'élèvent à près d'un milliard de francs. Si ce succès initial se confirme, le Nouveau Marché va pouvoir drainer des capitaux et permettre de favoriser la sortie des capital-investisseurs qui retrouveront ainsi une capacité d'investissement, et pourront mieux gérer leur problème de liquidité.

Les différentes initiatives européennes d'ouverture de marchés boursiers de valeurs moyennes qui ont vu le jour affichent toutes l'ambition de présenter une offre à l'échelle européenne. Il est clair qu'un marché unifié de dimension européenne aura plus de chances d'apporter aux investisseurs une plus grande liquidité et saura ainsi mieux attirer leurs placements.

Marché secondaire « organisé » pour les actions non cotées

Peu développée, cette solution consiste en une offre de service faite à des capital investisseurs de pouvoir confronter, au moyen d'un serveur accessible aux adhérents, les offres de ventes de leurs participations. Chaque adhérent à ce marché peut ainsi offrir à la vente partielle ou totale l'une de ses participations, consulter les offres présentées par les autres adhérents et proposer un prix à l'achat pour les lignes qui l'intéressent.

153

Si cette solution présente l'avantage d'améliorer la transparence du marché, elle reste assez confidentielle et limitée à quelques acteurs du capital investissement sans s'ouvrir vers d'autres investisseurs potentiels (institutionnels ou industriels).

Fonds de rachat spécialisés

Ces fonds ont pour objectif de se porter acquéreurs, en relais d'investisseurs, de participations en situation d'illiquidité ou de difficultés financières. Leurs perspectives de rentabilité sont essentiellement assises sur la décote appliquée lors de l'investissement et sur leur spécialisation dans la vente de participations. Mais si le concept de tels outils peut sembler séduisant, leur efficacité et leur réussite n'ont pour l'instant pas été démontrées.

Les fonds de fonds

Ces véhicules d'investissement ont pour vocation de racheter à des investisseurs des parts de fonds d'investissements en capital, et de proposer à ces mêmes investisseurs ou à d'autres une diversification de leurs placements dans le capital investissement. Pour un même montant investi, l'actionnaire de fonds de fonds se trouve détenir indirectement

plusieurs dizaines de fonds d'investissements différents au lieu d'un seul ; son risque est ainsi réduit et sa perspective de rentabilité reste celle du capital investissement.

L'utilité de ces fonds de fonds pour le marché du capital investissement est donc d'apporter une liquidité à des investisseurs institutionnels, et d'attirer de nouveaux capitaux vers ce marché, ce qui, comme on l'a vu, est l'une des conditions essentielles de l'amélioration de sa liquidité.

Positions majoritaires en co-investissement

Il s'agit ici d'une autre évolution qui fait son chemin dans les pratiques du capital investissement. Partant du principe qu'une position majoritaire dans une entreprise offre une meilleure perspective de liquidité à terme, les capital-investisseurs investissent à plusieurs sur une même société, chacun prenant une position minoritaire de 15 à 20 %. Dans le cadre d'un pacte d'actionnaires, ils peuvent ainsi, au terme de leur investissement, négocier une cession majoritaire de la société.

Influence de l'illiquidité sur la rentabilité du capital investissement

154 Selon une étude menée par le cabinet Ernst et Young pour le compte de l'AFIC, la rentabilité du capital investissement sur longue période est supérieure à 17 % l'an. Ce résultat est obtenu en ne retenant que les opérations sorties des portefeuilles des capital-investisseurs, soit en perte, soit après cession. Ne sont donc pas prises en compte dans ce calcul les participations illiquides sur des sociétés en bonne santé.

La simulation présentée dans les tableaux ci-dessous tente, à titre illustratif, de mesurer l'influence du risque d'illiquidité sur la rentabilité, ainsi que l'impact de l'utilisation des moyens de couverture de ce risque.

Le tableau 1 présente les flux financiers générés par un investissement en capital lorsque celui-ci :

- est passé en perte au bout de 3 ans (cas 1) ;
- affiche d'excellentes performances et est cédé après 5 années (cas 2) ;
- apporte une rentabilité satisfaisante, avec cession au bout de 5 ans (cas 3) ;
- apporte une rentabilité satisfaisante, mais ne trouve pas d'acquéreur, et finit par être vendu au bout de 10 ans sans plus values.

Les TRI sont donnés pour chaque cas, et le TRI global est calculé pour une répartition de 20 % en investissements semblables au cas 1, 20 % au cas 2, 30 % au cas 3 et 30 % au cas 4.

Tableau 1 : Flux financiers d'un investissement en capital

Année	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	TRI
Cas 1	-200	0	0	0								NS
Cas 2	-200	2	10	50	100	800						40 %
Cas 3	-300	0	6	6	12	500						12 %
Cas 4	-300	0	6	6	12	12	12	12	12	12	300	3 %
Total 1,2,3	-700	2	16	56	112	1300	0	0	0	0	0	17,0 %
Total 1,2,3,4	-1000	2	22	62	124	1312	12	12	12	12	300	12,1 %

Le tableau 2 reprend ces résultats et les décline en faisant varier la part des participations illiquides, puis en introduisant l'utilisation de moyens de couverture du risque d'illiquidité.

L'utilisation des obligations convertibles pour la moitié des investissements ne diminue qu'assez peu le TRI global lorsqu'il n'y a pas d'illiquidité, puisque dans ce cas, l'investisseur peut convertir ses obligations et céder les actions dans de bonnes conditions. En revanche, la faculté de se faire rembourser les obligations en cas d'illiquidité, avec un TRI d'environ 8,5 % permet de limiter la baisse du TRI observée en l'absence d'obligations convertibles.

155

De même, la clause buy or sell ne s'applique généralement pas en cas de bonne liquidité des investissements, mais permet de céder, avec un TRI dégradé mais néanmoins satisfaisant, les actions qui seraient illiquides sans cette clause ; son influence sur la rentabilité globale du portefeuille est très sensible.

Tableau 2 : Rentabilité et couverture du risque d'illiquidité

Taux de rentabilité interne	Portefeuille classique	Investissements	
		50 % actions 50 % OC	50 % actions 50 % OC + Buy or sell
Illiquidité 0 %	17,0 %	16,5 %	16,5 %
Illiquidité 20 %	13,6 %	14,7 %	15,4 %
Illiquidité 40 %	10,9 %	13,3 %	15,1 %

La grande diversité des solutions mises en oeuvre progressivement, de façon pragmatique, par les capital-investisseurs français pour améliorer la liquidité de leurs investissements montre bien que le risque d'illiquidité constitue une de leurs préoccupations majeures. Mais tant que la cause essentielle de l'illiquidité que représente la rareté des capitaux investis dans le capital investissement perdurera, la contrainte des situations d'illiquidité pénalisera cette activité. Seule une modification, de la part des investisseurs disposant de capitaux à long terme, de l'allocation de leurs actifs en direction des titres de participations de PME, cotés ou non, sera de nature à donner un essor au capital investissement en France plus conforme à son utilité économique.