

Fabriquer du capital pour l'économie réelle

par

■ **Thierry Giami** ■

Fondateur de NOVE im

En bref

Après différentes expériences dans le public et le privé, Thierry Giami rejoint la Caisse des Dépôts en 2008. À partir de 2012, il conçoit, structure, place et supervise les premiers fonds dédiés exclusivement aux PME et ETI cotées (les fonds NOVA), les premiers fonds de prêts à l'économie donnant accès aux financements obligataires privés (NOVO) et les premiers fonds multi-financement donnant accès simultanément ou alternativement à des fonds propres et à des titres de dette (NOVI). Ces fonds sont souscrits par plus de vingt-cinq grands investisseurs pour un montant total de 2,2 milliards d'euros. En novembre 2016, il crée l'entreprise NOVE im avec un triple objectif, conseiller les investisseurs, sociétés de gestion d'actifs et émetteurs, créer des infrastructures du marché du financement privé et lancer des structures de financement de long terme des PME-ETI qui pourraient devenir des grandes entreprises.

Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse les comptes rendus, les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs. Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.

Séminaire organisé avec le soutien de la Direction générale des entreprises (ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique) et grâce aux parrains de l'École de Paris (liste au 1^{er} juin 2017) :

Algoé¹ • ANRT • Be Angels • Carewan • CEA • Caisse des dépôts et consignations • Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris Île-de-France • Conseil régional d'Île-de-France • Danone • EDF • ENGIE • ESCP Europe • FABERNOVEL • Fondation Crédit Coopératif • Fondation Roger Godino • Groupe BPCE • HRA Pharma² • IdVectoR² • La Fabrique de l'Industrie • Mairie de Paris • MINES ParisTech • Ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique – DGE • Ministère de la Culture et de la Communication – DEPS • NEOMA Business School • Orange • PricewaterhouseCoopers • PSA Peugeot Citroën • Renault • SNCF • Thales • UIMM • VINCI • Ylios

1. pour le séminaire Vie des affaires
2. pour le séminaire Ressources technologiques et innovation

Après diverses expériences dans le fret ferroviaire, la formation professionnelle, la finance, le cabinet du Premier ministre, la banque commerciale, le soutien public à l'innovation, l'assurance et la distribution, j'ai rejoint la Caisse des Dépôts en 2008, en pleine crise financière. C'était le moment où les banques commençaient à refuser de faire crédit aux entreprises, et où même des sociétés prospères se sont brutalement retrouvées dans une situation précaire. Il est alors apparu de façon évidente que, dans notre pays, nous avons sous-estimé l'importance des fonds propres dans le bilan des entreprises, en particulier les PME et ETI, et cru à tort que le crédit pouvait suffire à tous leurs besoins de financement. De leur côté, les entrepreneurs avaient tendance à considérer l'ouverture du capital comme une sorte de pénalité. Enfin, les investisseurs estimaient que placer des capitaux dans des petites et moyennes entreprises était une aventure trop risquée.

La France se trouvait ainsi – et se trouve encore – dans une situation paradoxale, avec une épargne qui s'élève à 3 800 milliards d'euros, dont 1 800 milliards placés en assurance-vie comprenant une part insignifiante investie dans les petites et moyennes entreprises. C'est à l'assurance-vie et au Livret A que nous accordons collectivement l'avantage fiscal le plus intéressant, alors que cette épargne est celle qui sert le moins la croissance économique de notre pays.

Sur la base de ces constats, j'ai proposé aux pouvoirs publics de créer une série de véhicules d'investissement destinés à soutenir l'innovation et à permettre aux petites et moyennes entreprises de trouver les financements dont elles ont besoin pour se développer.

NOVA 1 et 2

Je parlais d'une situation de blocage avec, d'un côté, des investisseurs soumis à des critères de gestion contraignants et, de l'autre, des entreprises de petite taille ne répondant à aucun de ces critères. Il fallait trouver une solution pour les rapprocher. Celle-ci a consisté à mutualiser les investissements au sein d'un fonds que nous avons baptisé NOVA : NOV pour *nouvelle* et A pour *action*.

Un dispositif innovant

Créés en 2012, les fonds NOVA 1 et 2 sont identiques. Ils ont levé au total 161 millions d'euros auprès de douze grands investisseurs. La Caisse des Dépôts ne détient elle-même que 25% de ce capital, soit un effet de levier de quatre, ce qui mérite d'être souligné car les pouvoirs publics ont généralement du mal à imaginer qu'un effet de levier puisse être supérieur à deux. Je ne vous cache pas que nous avons rencontré quelques difficultés à recruter des investisseurs. Leur défiance était telle que NOVA a été fondé pour une durée de cinq ans seulement.

NOVA 1 et 2 étaient administrés par deux sociétés de gestion choisies à l'issue d'une mise en concurrence simplifiée, à laquelle quarante candidats avaient participé. C'était une approche assez originale, dans un univers où l'on privilégie le marché de gré à gré, et où les raisons pour lesquelles telle ou telle société de gestion est retenue demeurent généralement assez mystérieuses. N'ayant pas de référence antérieure, il nous paraissait intéressant de sélectionner deux sociétés différentes afin de pouvoir comparer la façon dont elles gèreraient les capitaux qui leur étaient alloués.

Le règlement du fonds

Ces deux sociétés devaient appliquer un règlement qui définissait à la fois la stratégie du fonds et les critères de gestion. Le fonds avait pour vocation exclusive de financer des entreprises de petite taille du marché financier, jusqu'alors quasiment exclues de la sphère d'action des grands investisseurs. Ces sociétés devaient relever des secteurs de l'industrie et des services (tout ce qui était finance ou immobilier était écarté, par exemple), être en phase de développement et présenter des caractéristiques de solvabilité normales. Il devait s'agir uniquement

d'entreprises cotées en Bourse, mais celles-ci pouvaient avoir ouvert leur capital récemment, et leur degré d'ouverture n'était pas discriminant. En revanche, leur capitalisation devait impérativement être inférieure à 1 milliard d'euros. Comme nous savions que les sociétés de gestion auraient tendance à favoriser les entreprises dont la capitalisation était proche de ce plafond, nous avons introduit une règle supplémentaire selon laquelle 35 % du fonds devaient être alloués à des entreprises cotées sur le marché Alternext, réservé aux sociétés récentes et plus petites. Nous avons dû nous battre pour faire respecter cette règle, les sociétés de gestion essayant régulièrement d'obtenir que ce taux soit abaissé à 30 % ou même à 25 %, mais nous avons tenu bon.

Les résultats

Le résultat a dépassé toutes nos espérances. Les fonds NOVA ont atteint un rendement annuel de 20 %, ce qui signifie que la valeur a plus que doublé en cinq ans. Compte tenu de ces résultats, les investisseurs ont souhaité qu'ils soient prolongés pour une durée de trois ans et ils totalisent actuellement 320 millions d'euros.

Cette expérience a fait des émules. NOVA a provoqué la génération spontanée de plusieurs fonds créés par les investisseurs eux-mêmes. Le financement des entreprises intermédiaires cotées a désormais trouvé son équilibre, et les chefs d'entreprises petites et moyennes se sont habitués à l'idée d'avoir dans leur capital, par l'intermédiaire du fonds, de grands investisseurs français et européens.

NOVO 1 et 2

Cette opération nous a permis d'envisager le lancement d'une deuxième série de véhicules, baptisée NOVO, en ajoutant à la syllabe NOV la voyelle O pour *obligation*.

Un déficit d'offre de prêts obligataires

Nous sommes partis du constat qu'en France, contrairement à ce qu'on observe au Royaume-Uni ou en Allemagne, il existait un déficit dans l'offre de prêts obligataires. Pourtant, ces derniers sont très appréciés par les entreprises, du fait que le remboursement du principal s'effectue à terme.

Nous avons donc proposé de créer cette offre en profitant d'un contexte très favorable. Cela se passait en 2012, le crédit repartait péniblement, les taux d'intérêt étaient très faibles, et les investisseurs étaient préoccupés par la rentabilité des capitaux dont ils avaient la gestion, celle-ci s'étant effondrée du fait des politiques monétaires décidées par la Banque centrale européenne. De surcroît, le changement de majorité politique leur faisait craindre des pressions de la part des pouvoirs publics pour financer davantage l'économie. La perspective de réaliser des placements privés en titres obligataires s'avérait très intéressante pour eux. En effectuant un sondage, nous sommes arrivés assez rapidement à une estimation d'un gisement potentiel d'1 milliard d'euros.

La nécessité d'un décret

En nous inspirant du crédit *Schuldschein* pratiqué depuis des décennies en Allemagne, nous souhaitons créer les conditions pour que les entreprises françaises qui n'étaient pas éligibles à un financement par l'émission de titres obligataires le deviennent. Nous devons toutefois surmonter une difficulté majeure, l'existence d'une contradiction entre le code monétaire et le code des assurances, qui rendait impossible la création des fonds NOVO en France et nous obligeait à les implanter au Luxembourg, au prix d'une architecture lourde et coûteuse.

Nous avons soumis notre projet à Pierre Moscovici, alors ministre de l'Économie et des Finances : « *À condition de réformer soit le code monétaire, soit le code des assurances, vous nous permettrez de créer un nouveau produit de financement obligataire, ce qui nous donnera la possibilité de mettre sur le marché 1 milliard d'euros apportés par de grands investisseurs et destinés aux petites et moyennes entreprises.* »

Fait extraordinaire dans notre pays, il a suffi d'un décret signé par le Premier ministre et le ministre de l'Économie et des Finances pour faire passer la réforme, qui tient en quelques lignes. Elle instaure une nouvelle catégorie de fonds, les *fonds de prêt à l'économie*, dans lesquels les assureurs peuvent désormais investir jusqu'à 5 % du patrimoine dont ils ont la gestion, c'est-à-dire potentiellement 5 % des 1 800 milliards d'euros de l'assurance-vie.

La supervision du risque

Nous avons à nouveau sélectionné deux sociétés de gestion à l'issue d'une mise en concurrence. Les critères d'éligibilité étaient les mêmes que pour NOVA. Les nouveaux véhicules étaient destinés à des entreprises petites et moyennes du secteur de l'industrie et des services. Il pouvait s'agir d'entreprises étrangères, mais elles devaient résider en France, être en phase de développement et présenter une solidité financière raisonnable.

Pour rassurer les investisseurs et les sociétés de gestion, peu familières des entreprises ciblées et des produits proposés, nous avons mis en place une supervision du risque en plus de la supervision stratégique. Ce dispositif consiste à obliger les sociétés de gestion, lorsqu'elles envisagent de financer une entreprise ne correspondant pas aux critères fixés par les investisseurs, à consulter quelques-uns de ces derniers par le biais d'un représentant. Cette précaution est particulièrement importante en France, où il existe un déséquilibre très important entre le détenteur du capital et la société de gestion. Dans une société d'actionnaires, chaque détenteur de capital peut donner son avis sur la direction prise mais, dans une société de gestion, les investisseurs sont en quelque sorte déposés du contrôle du capital. Ils ne disposent que de l'arme atomique qui consisterait à quitter le fonds, ce qu'ils ne font pratiquement jamais.

La supervision que nous avons mise en place nous permettait également de contrôler les risques de dérive de la part des sociétés de gestion. Celles-ci n'ont pas l'habitude de financer des entreprises de petite taille, sauf pour du LBO (*leverage buy out*), c'est-à-dire le rachat de l'entreprise par un investisseur qui s'endette pour rassembler les fonds nécessaires. Or, nous avons exclu tout LBO et nous avons enjoint les sociétés de gestion de ne financer que du développement. La tentation était forte pour elles de revenir à leurs habitudes, mais il existait une telle demande de financements pour du développement que nous n'avons pas été en situation de devoir faire des concessions.

Les résultats

Les résultats, là encore, ont dépassé nos attentes. Créé en octobre 2013, les fonds NOVO ont rapidement dépassé le milliard d'euros annoncé, avec seulement vingt-quatre investisseurs et une participation de la Caisse des Dépôts délibérément limitée à 10%. Malgré une forte défiance du marché, qui craignait que nous ne trouvions pas suffisamment d'emprunteurs pour une telle somme, le capital a été entièrement placé en deux ans et demi. À cette occasion, j'ai vu des directeurs financiers de grands investisseurs, habitués à opérer sur des marchés de taux et à traiter de titres souverains, se montrer heureux et flattés de contribuer au financement de l'industrie.

Au total, plus d'une cinquantaine d'entreprises ont été financées. Comme cela restait un peu une aventure pour les grands investisseurs, nous avons veillé à ce que les actifs portés par les fonds soient les plus sûrs possibles, ce qui nous a conduits à privilégier des entreprises de taille intermédiaire (ETI). NOVO était un peu la "tête de gondole" du marché à naître et devait jouer un rôle d'entraînement pour l'ensemble des investisseurs. Il était impératif que ce nouveau produit soit parfaitement rassurant.

Ce véhicule a, comme le précédent, suscité une génération spontanée de fonds obligataires, d'un montant total de près de 20 milliards d'euros. La Caisse des Dépôts n'y a joué aucun rôle : ils étaient alimentés exclusivement par des sociétés de gestion ou par les investisseurs eux-mêmes. Il a donc suffi des 100 millions d'euros d'argent public investis initialement pour que 20 milliards d'euros puissent être levés auprès du marché, sans investissement supplémentaire ni même apport de garantie de la part des pouvoirs publics.

Le rendement de NOVO a suivi l'évolution des taux d'intérêt pendant cette période. Entre 2014 et 2016, ceux-ci ont été divisés pratiquement par deux. Au fur et à mesure de son chargement, le fonds a donc vu son taux d'intérêt diminuer. Le portefeuille actuel rémunérera les investisseurs à hauteur de 3,5% net de frais, pour des placements d'une durée moyenne de sept ans, ce qui représente à peu près trois fois le rendement des OAT (Obligations assimilables du Trésor).

En termes d'impact sur l'économie, NOVO a apporté aux entreprises des ressources longues à des taux d'intérêt particulièrement compétitifs. L'industrie du capital-investissement vise en général un rendement de 15% par an pour des durées d'investissement de cinq ans en moyenne, alors que NOVO propose de la dette à un coût trois fois

moins élevé pour l'entreprise (entre 4 et 4,5 %), sur une durée de sept ans, et, à la différence des fonds propres, sans dilution du capital.

Cet écart nous a d'ailleurs valu les protestations des sociétés de gestion : « *Avec du financement obligataire à un tarif aussi avantageux, nous n'allons plus pouvoir placer nos capitaux!* » La question du coût du capital pour les entreprises en France n'est jamais vraiment posée, alors que ce coût élevé est sans doute l'une des raisons pour lesquelles si peu de capital est investi dans si peu d'entreprises.

NOVI 1 et 2

C'est ce qui m'a conduit à proposer un troisième produit, NOVI, avec *I* pour *investissement*. Cette troisième série de véhicules vise à donner la possibilité au marché financier d'offrir les mêmes prestations que les banques de marché, c'est-à-dire de procurer aux PME et ETI des fonds propres et du crédit, alternativement ou concomitamment, autant qu'elles en ont besoin et sur la durée qui leur convient, à condition bien sûr de respecter un certain nombre de critères d'éligibilité.

La question de la durée du financement est déterminante. L'une des difficultés que rencontrent les entreprises en France est, en effet, le caractère séquentiel du financement : tous les trois ou cinq ans, les entreprises qui ont reçu du capital par le biais d'une société de gestion doivent lui présenter un nouveau modèle de croissance afin de justifier la sortie des premiers investisseurs et l'entrée des suivants, même si ce modèle ne correspond pas forcément à la logique de leur développement.

Les critères d'éligibilité

Les critères d'éligibilité de NOVI sont les mêmes que précédemment, avec une petite singularité consistant à privilégier les neuf secteurs industriels du programme Nouvelle France industrielle. Par ailleurs, nous avons réduit la taille des entreprises éligibles. Désormais, elles peuvent solliciter un financement à partir de 30 millions d'euros de chiffre d'affaires.

Un changement de paradigme

L'élaboration de ce produit a été plus délicate que celle des véhicules précédents, car il s'agissait d'un véritable changement de paradigme. Nous avons dû construire un modèle de financement complet, incluant toutes les classes d'actifs possibles. NOVI permet de financer des entreprises cotées ou non, aussi bien en fonds propres qu'en dette longue ou courte, en prêts, en obligations, en titres de créance, etc. De plus, ce fonds permet de réduire le coût du capital pour les entreprises, tout en restant attractif pour les investisseurs. Le taux cible est de 7 %, chiffre à comparer avec le rendement des titres souverains ou des titres d'entreprises notées, actuellement compris entre 0,5 et 1,5 %, pour une durée de sept à dix ans.

Le lancement de NOVI a représenté un changement considérable, aussi bien pour les entrepreneurs, qui vivaient dans l'idée qu'il n'y avait pas moyen de s'adresser à d'autres interlocuteurs que les banques, que pour les investisseurs, qui trouvent dans ce véhicule une nouvelle façon d'assumer leurs responsabilités en matière d'investissement dans le tissu industriel et de services.

Des difficultés à déployer le capital

Malgré le soin apporté au choix des sociétés de gestion, celles-ci sont toujours tentées de privilégier les entreprises dont la croissance est susceptible d'assurer un rendement du capital de 15 %. Elles sont réticentes à financer des entreprises ayant un rendement plus faible, même lorsque celles-ci ont un modèle économique solide. De plus, elles sont habituées à des cycles de participation d'une durée de trois à cinq ans, alors que ceux des placements NOVI sont de six à huit ans. Enfin, elles gèrent des fonds qui ont en général une durée de vie de dix ans, et NOVI a été conçu pour durer vingt et un ans, soit la somme de trois cycles d'investissement d'une durée moyenne de sept ans.

Pour toutes ces raisons, nous avons rencontré quelques difficultés à déployer le capital, alors même que le règlement du fonds prévoyait que les sociétés de gestion pouvaient accumuler plus de trois fois le montant de la levée initiale. En effet, la nature des revenus proposés aux investisseurs avait changé. Dans le capital-investissement, il s'agit exclusivement de la plus-value réalisée au moment de la vente. Dans les fonds NOVI, nous restituons non seulement de la plus-value mais également du revenu, ce qui transforme ce fonds de placement en une sorte de société de portefeuille. Si NOVI était géré de façon dynamique, il pourrait atteindre 1,8 milliard d'euros pour une durée de vingt et un ans, et devenir ainsi l'un des plus grands fonds d'investissement français.

En dépit de ces difficultés, les résultats sont encourageants. Nous avons levé 580 millions d'euros et la Caisse des Dépôts n'a contribué qu'à hauteur de 5%. Le fonds a été lancé à l'été 2015 et, au bout de 18 mois, 60% du capital sont déjà investis.

Les leçons de l'expérience

L'une des leçons que je tire de ces différentes expériences est le constat de la réticence profonde et durable du marché français et européen à financer les actifs de taille modeste, y compris cotés en Bourse, alors même que leur cotation est encadrée par des règlements identiques à ceux s'appliquant à l'ensemble des entreprises.

Compte tenu de cette réticence, si l'on se contente de créer un fonds avec un règlement innovant sans se doter des moyens permettant de faire réellement appliquer la stratégie, on n'obtient pas les résultats escomptés. Les sociétés de gestion sont un peu comme les chevaux qui, lorsqu'ils se perdent, retrouvent toujours le chemin de l'écurie. Elles privilégient le marché le plus confortable, celui des entreprises disposant d'un grand nombre de titres et de liquidités importantes dans le marché boursier, et celui des entreprises à haut rendement dans le marché privé du capital-investissement.

Quand on propose aux sociétés de gestion un modèle différent de celui qu'elles pratiquent, elles cherchent à revenir à leur modèle habituel, et elles le font avec le soutien explicite ou tacite des investisseurs. Il faut exercer sur elles une contrainte forte et permanente, sans quoi les évolutions que le marché est susceptible de mener par lui-même, pour s'adapter aux nouveaux besoins de l'économie et des entreprises, restent, en réalité, limitées.

Ce constat, qui repose sur les rapports successifs de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, dont j'étais le président, m'a conduit à plaider à plusieurs reprises pour la création, en France, d'un marché d'innovation technologique équivalent au Nasdaq américain. J'estime que la capacité d'innovation de la France par rapport aux autres pays européens justifierait pleinement que nous prenions cette initiative. Mais les pouvoirs publics et la seule entreprise de marché existant dans notre pays, Euronext, n'y ont jamais consenti. Il en résulte une sous-valorisation, du point de vue du capital, de l'ensemble de nos entreprises innovantes.

NOVE im

Une autre leçon que je tire de ces expériences successives est l'effet d'entraînement qu'elles ont provoqué. Avec des moyens relativement limités, nous avons suscité l'éclosion de nombreux fonds d'initiative privée. Malheureusement, en France, nous avons une tradition essentiellement réglementaire en matière de financement et nous sous-estimons le parti que nous pourrions tirer d'une dynamique de marché.

Tout ceci m'a convaincu qu'il était urgent d'organiser et de structurer un véritable marché du financement privé en France, et par ailleurs de créer une plateforme multidimensionnelle durable de financement de l'économie avec du capital privé. J'ai quitté la Caisse des Dépôts pour lancer ces nouveaux projets à travers une société baptisée NOVE im, avec un *E* pour *entreprise* et *im* pour *investissement management*.

Les investissements en capital privé en France

Un intervenant : *Quel est le montant global des investissements en capital privé dans les entreprises en France ?*

Thierry Giami : Le capital-investissement est passé, toutes classes d'actifs confondues (innovation, développement, transmission, etc.) de 6 milliards d'euros en 2009, au plus fort de la crise, à 11 milliards d'euros en 2015. Je n'ai pas encore les chiffres pour 2016. Sur ces 11 milliards, 60 % sont dévolus aux transmissions de type LBO et ne servent donc pas à soutenir l'innovation ni le développement. Selon les statistiques publiées par la profession, mille cinq cents entreprises sont financées chaque année par le capital-investissement. Parmi ces entreprises, 20 % bénéficient de 60 % des montants, essentiellement à travers des opérations de transmission-LBO. Les 80 % restants se partagent 40 % des 11 milliards d'euros pour des projets de développement et d'innovation. La dette privée, sous la forme obligataire introduite par les fonds NOVO, a atteint 4 milliards d'euros la même année. Les récentes plateformes de crédit et de fonds propres ont collecté quelques dizaines de millions. Enfin, les *business angels* investissent près d'une centaine de millions d'euros. Pour être exhaustif, il faudrait mentionner la contribution directe des ménages assujettis à l'IRPP (impôt sur le revenu des personnes physiques) ou à l'ISF (impôt de solidarité sur la fortune) au financement des entreprises et celle des entreprises pour la partie du bénéfice qu'elles ne distribuent pas aux actionnaires. Sans ces contributions, un peu plus de 15 milliards d'euros ont été apportés à l'économie des PME-ETI en 2015.

Le leadership de la Caisse des Dépôts

Int. : *Étant donné le caractère minoritaire de la participation de la Caisse des Dépôts dans NOVA, comment avez-vous réussi à imposer le respect de la feuille de route initiale ?*

T. G. : La Caisse des Dépôts a été à l'origine du projet. Elle a élaboré les stratégies d'investissement qui comportaient des innovations puis y a fait adhérer les investisseurs qu'elle a organisés dans une sorte de *club* informel. Pour ces raisons, elle était de facto reconnue comme le leader de ces opérations. À l'époque, nous n'avions pas formalisé dans les règlements la supervision stratégique que j'ai exercée dès la première opération. Comme cette supervision s'est imposée de façon naturelle aux sociétés de gestion, nous ne l'avons pas davantage structurée par la suite. Rétrospectivement, nous aurions dû lui donner un cadre contractuel compte tenu de son importance lorsqu'il s'agit de mettre en œuvre des stratégies nouvelles qui contrarient les usages.

Pourquoi cibler les entreprises déjà cotées ?

Int. : *Je partage l'idée qu'il faut inciter les patrons de PME à ouvrir leur capital, mais j'ai du mal à comprendre pourquoi vos différents produits sont réservés aux sociétés déjà cotées. Celles-ci représentent une cible assez étroite, alors que les entreprises non cotées ayant besoin de financements constituent un énorme gisement.*

T. G. : C'était une question de stratégie. Nicolas Sarkozy, lorsqu'il était ministre de l'Économie et des Finances, avait invité les grands investisseurs à consacrer 2 % de leurs capitaux aux entreprises petites, moyennes et intermédiaires, mais cette recommandation n'avait pas été significativement suivie d'effet. Nous avons préféré essayer de les attirer par l'intermédiaire du marché public, la Bourse, solution moins angoissante pour eux. Certes, la cible était étroite (environ six cents entreprises), mais les nouveaux véhicules NOVA avaient l'avantage de créer un mouvement des investisseurs vers ces entreprises et ils envoyaient à ces dernières un signal réconfortant : « *Vous voyez, le marché n'est pas fermé : vous avez la possibilité de trouver du capital.* » Par la suite, avec les véhicules NOVO et NOVI, nous avons fait en sorte d'élargir peu à peu les critères d'éligibilité des entreprises cotées et non cotées, la taille des sociétés (elles sont désormais éligibles à partir de 30 millions d'euros de chiffre d'affaires), et aussi multiplié les produits et les techniques de financement.

Les coûts de gestion

Int. : *Vous avez indiqué que le rendement pour les investisseurs de NOVO était de 3,5% et le coût pour les entreprises de 4 à 4,5%. J'en déduis que vous parvenez à gérer ce fond avec l'équivalent d'un demi point ou d'un point?*

T. G. : En effet, et cela a provoqué quelques tensions avec les sociétés de gestion... Le prix facturé aux investisseurs par les sociétés de gestion est resté constant depuis des décennies. Il représente généralement 2% du capital par an. Nous avons cassé ce prix en mettant les sociétés de gestion en concurrence. Les frais de gestion des différents fonds sont en moyenne de 0,5% du capital pour les financements obligataires et de 1% du capital pour les fonds propres.

L'effet sur les entreprises

Int. : *Avez-vous suffisamment de recul pour mesurer l'impact de ces nouveaux outils financiers sur les entreprises en ayant bénéficié?*

T. G. : L'impact est évident pour NOVA et NOVO. Les entreprises financées sont actuellement en excellente santé. Il s'agit de sociétés qui n'attiraient pas forcément l'attention parce qu'elles n'étaient pas au sommet de leur rentabilité ou de leur croissance. Elles disposaient cependant de capacités très importantes de développement et elles ont pu les mettre en œuvre grâce aux financements reçus. Il est encore trop tôt pour évaluer l'impact de NOVI, qui a ciblé des entreprises un peu plus jeunes et plus petites que précédemment, ce qui crée un risque un peu plus important.

Un exemple de financement par NOVI

Int. : *Prenons le cas d'une entreprise pharmaceutique qui vend ses produits en France et en Europe. Elle souhaite acquérir une société plus petite, dont les produits sont complémentaires des siens, et dont le patron veut partir à la retraite. Peut-elle bénéficier de financements par le fonds NOVI?*

T. G. : Tout à fait. La situation que vous décrivez relève d'un projet de développement par une croissance externe. NOVI peut financer ce type d'opération en fonds propres et en dette, concomitamment ou alternativement, selon le bilan de l'entreprise qui va mener l'opération, et jusqu'à un montant de 20 millions d'euros, ce qui représente un apport substantiel.

Comment réformer le système?

Int. : *Les élus sont généralement tournés vers des objectifs de court terme et s'intéressent assez peu à des sujets tels que celui que vous nous avez exposé. Comment espérer qu'ils entreprennent les réformes qui seraient nécessaires pour faire évoluer le système?*

T. G. : Les élus ne sont pas les seuls ni même les principaux responsables de la situation actuelle. Les régulateurs bancaires et assurantiels ont joué un rôle très contre-productif pour le financement de ce qu'il est convenu d'appeler "l'économie réelle". Aujourd'hui, lorsqu'une compagnie d'assurance investit 1 million d'euros dans une entreprise non cotée, elle doit disposer, sur cette somme, de 49% de fonds propres (soit 490 000 euros). Même lorsque son investissement ne représente que 1 ou 2% de l'ensemble de son actif sous gestion, ce ratio prudentiel s'applique, ce qui est extrêmement dissuasif. Par comparaison, les obligations dites *Investment grade*, émises par les grandes entreprises et les États, sont "taxées" de provisions de fonds propres inférieures à 10%.

Int. : *Les pouvoirs publics ne pourraient-ils pas décider de limiter l'obligation de provisions aux capitaux réellement investis dans les entreprises?*

T. G. : C'est la directive Solvency, votée par le Parlement européen, qui fixe ces ratios de fonds propres, et personne ne peut s'y soustraire tant qu'elle n'est pas modifiée ou abrogée. Je vois cependant deux solutions pour faire évoluer la situation, l'une légale et politique, l'autre pratique.

La première solution ne peut être mise en œuvre que par le Parlement européen. Il pourrait, comme vous le suggérez, décider que pour les capitaux investis dans l'économie réelle, compte tenu de l'enjeu stratégique que ces investissements représentent pour l'économie européenne, le ratio de fonds propres de solvabilité passe de 49 à 15 %, avec par exemple un plafonnement de 3 à 5 % du capital géré par l'assureur. Le même type de modification pourrait être envisagé pour le règlement de Bâle III, qui concerne les banques. Il est clair que ce n'est pas l'investissement dans l'économie réelle qui est à l'origine de la crise de 2008 et l'on pourrait envisager que, pour un volume donné de crédit accordé aux entreprises, on divise par deux ou par trois les ratios prévus par Bâle III.

En attendant que de telles mesures puissent être prises au niveau européen, je suggère une autre solution, d'ordre pratique. Certains considèrent que si nous avions, en France, un système de retraite par capitalisation, celui-ci nous permettrait de résoudre tous nos problèmes de financement en capital. Mais le remplacement de la retraite par répartition par une retraite par capitalisation est, dans notre pays, un sujet très polémique. En revanche, un grand nombre de nos concitoyens utilisent d'ores et déjà leur contrat d'assurance-vie comme une retraite par capitalisation. La durée donnant lieu à des avantages fiscaux est de huit ans, mais dans la pratique, les assurés conservent leurs contrats, en moyenne, entre dix et douze ans. Nous devrions tirer les conséquences de cette situation et créer un contrat nouveau, plus long, de type retraite. L'avantage est que celui-ci relèverait d'une autre directive, qui prévoit des ratios de solvabilité moins pénalisants pour l'investissement dans l'économie réelle.

La situation en Europe

Int. : *Quelle est la situation du financement privé de l'économie dans les autres pays européens ?*

T. G. : Dans l'Europe du Nord, notamment au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, le financement de l'économie par le marché est beaucoup plus important qu'en Europe du Sud. Mais tous les pays d'Europe s'interrogent sur la façon de faire évoluer le marché financier pour qu'il contribue davantage à l'économie. À la suite de la crise financière, on a constaté que les banques présentaient un risque systémique trop important et on a décidé de freiner leur développement, ce qui a limité leurs capacités à financer l'économie. Il faut donc trouver un autre recours pour les entreprises, et ce recours est, à l'évidence, le marché financier.

Un Nasdaq en France ?

Int. : *Je suis très surpris par votre proposition de créer l'équivalent du Nasdaq en France, sachant que la capitalisation de ce dernier est vingt fois supérieure à celle de l'ensemble du marché européen de croissance...*

T. G. : J'estime que la France aurait avantage à créer un tel marché et qu'elle est légitime à le faire en raison de son dynamisme en matière d'innovation, de technologie, de création d'entreprise. En revanche, il faudrait effectivement le créer à l'échelle européenne. Cela permettrait aux start-up européennes de lever beaucoup plus de capitaux et d'éviter d'être aspirées par les États-Unis.

Créer un marché de type Nasdaq ne coûterait qu'une dizaine de millions d'euros et il est difficile de comprendre pourquoi la France ne le fait pas, compte tenu des multiples avantages qu'elle en tirerait. Il semble que dans notre pays, dès lors qu'il existe déjà un acteur dans un domaine donné, en l'occurrence Euronext sur le marché financier, nous considérons que la question est traitée, alors même que l'acteur en question ne répond pas forcément à tous les besoins.

■ Présentation de l'orateur ■

Thierry Giami : a débuté son activité professionnelle dans les secteurs du fret ferroviaire et de la formation professionnelle ; à l'issue de l'ENA, il a rejoint les activités bancaires et financières de la Caisse des Dépôts, puis a conseillé le directoire d'Oséo, avant de devenir président d'INNOTECH, organisme de conseil en innovation pour les entreprises ; en 1997, il est chargé des PME, des services, du commerce et de la consommation au sein du cabinet du Premier ministre ; en 2002, il revient dans le monde de l'entreprise en tant que directeur général adjoint de Groupama, puis directeur de la stratégie, du développement et de l'immobilier du groupe Galeries Lafayette en 2004 ; il intègre, en 2007, le comité de direction des Caisses d'Épargne avant de revenir à la Caisse des Dépôt en 2008, comme conseiller du directeur général pour le Fonds Stratégique d'Investissement ; à partir de 2012, il crée et supervise de nouveaux véhicules financiers pour les PME et ETI, les fonds NOVA et NOVO, les premiers fonds de prêts à l'économie, puis les fonds NOVI, les premiers fonds multi-financement ; président de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché, il a rédigé avec Gérard Rameix un rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier ; en 2016, il crée la société NOVE im qui a pour objectif de développer le marché du financement privé à destination de tous les actifs.

Diffusion juin 2017
