

Directrices de collection
Évelyne Poincelot et Kirsten Burkhardt-Bourgeois

Études de cas



FINANCE ENTREPRENEURIALE

Préface d'Anaïs Hamelin

Coordonné par
Christophe Bonnet et Kirsten Burkhardt-Bourgeois



ellipses

Les spécificités de la finance entrepreneuriale

La finance entrepreneuriale traite du financement, de la gestion financière et de la gouvernance des firmes entrepreneuriales : jeunes entreprises innovantes (*start-ups*) et petites et moyennes entreprises. De par leurs spécificités (petite taille, risque élevé), ces firmes n'ont pas, ou peu, accès à certains modes de financement utilisés par les grandes entreprises, en particulier aux marchés d'actions et d'obligations cotées. Leurs actionnaires sont principalement des entrepreneurs (et leurs familles) et des investisseurs ou intermédiaires du secteur « non coté » : *business angels* et fonds de capital-investissement.

Le financement de ces entreprises est caractérisé par un contexte de forte asymétrie d'information, un niveau d'incertitude élevé quant à leurs perspectives futures, en particulier pour les jeunes entreprises innovantes, et une faible liquidité pour les investisseurs. Compte tenu de ces particularités, un écosystème d'accompagnement et de financement spécifique s'est constitué, en France comme dans les autres économies développées, dont les principaux acteurs, outre les structures d'accompagnement (incubateurs, accélérateurs) sont :

- des apporteurs de dette : réseaux bancaires, fonds de dette privée, financement participatif (*crowdfunding*) ;
- des actionnaires spécialisés : *business angels* (isolés ou en réseaux), fonds de capital-risque, capital-développement ou capital-transmission, *family offices*, plateformes de financement participatif (*equity crowdfunding*), fonds d'entrepreneurs ;
- les pouvoirs publics via l'action de Bpifrance et divers mécanismes d'accompagnement (FrenchTech) et de soutien financier (subventions, crédits d'impôts).

Cet écosystème a une grande importance économique puisqu'il contribue de façon déterminante à la création et à la diffusion de l'innovation ainsi qu'à la croissance et à la pérennité des firmes entrepreneuriales et familiales françaises. Les TPE-PME emploient 29 % de l'effectif salarié en France¹.

1. TPE-PME des secteurs marchands non agricoles et non financiers, hors micro-entreprises (Les entreprises en France, INSEE, 2023) (<https://www.insee.fr/fr/statistiques/7678534?sommaire=7681078>)

Précisons que l'écosystème de la finance entrepreneuriale ne recoupe pas entièrement le domaine d'activité du capital-investissement (*private equity*). Ce dernier rassemble des gérants professionnels qui lèvent des fonds auprès d'investisseurs pour investir en fonds propres dans des entreprises, parfois de grande taille mais généralement non cotées en Bourse, à différents stades du cycle de vie : capital-risque (ou capital-innovation), capital-développement, capital-transmission (LBO : acquisitions avec effet de levier financier)... La finance entrepreneuriale inclut d'autres types d'acteurs qui sont présentés dans ce livre : financiers non professionnels (*business angels*), financement participatif, apporteurs de dette, acteurs publics. De plus, nous avons choisi de ne pas présenter en détail les opérations de capital-développement et de capital-transmission, si ce n'est à travers l'activité des « fonds d'entrepreneurs », qui sont focalisés pour l'essentiel sur le segment des PME familiales.

Cet ouvrage présente dix cas de finance entrepreneuriale qui permettent d'en illustrer les principales thématiques ainsi que les évolutions en cours, relatives à la diffusion de nouvelles pratiques et à l'apparition de nouveaux acteurs. Il s'adresse à un public large : étudiants en gestion et en management, enseignants, entrepreneurs, professionnels travaillant dans l'environnement des firmes entrepreneuriales. L'ouvrage est organisé en trois chapitres. Le premier chapitre présente les principaux acteurs de la finance entrepreneuriale (apporteurs de dette ou de fonds propres comme l'*equity crowdfunding*, les *business angels*, le capital-risque et les fonds d'entrepreneurs). Le deuxième chapitre aborde le sujet du co-investissement entre ces acteurs. Il s'agit d'une pratique fréquente en finance entrepreneuriale car elle permet de réduire le risque, mais aussi car les différents acteurs du financement présentent des caractéristiques complémentaires et n'interviennent pas aux mêmes stades du cycle de vie des entreprises. Comme le reste de la finance, la finance entrepreneuriale connaît des transformations importantes dues notamment aux changements technologiques et aux évolutions des attentes des parties prenantes, en particulier la prise en compte d'objectifs environnementaux et sociaux. Le troisième chapitre est consacré à ces pratiques spécifiques.

Cet ouvrage constitue une véritable introduction à la finance entrepreneuriale et le lecteur y trouvera des notions théoriques ainsi que des applications pratiques. Chaque cas présente une catégorie d'acteurs, ou une thématique, qui est ensuite illustrée par un ou plusieurs cas d'entreprises. Des questions, et des réponses, sont proposées ainsi que des pistes d'ouverture pouvant être abordées lors de la discussion du cas. Tous les cas présentés concernent des situations réelles d'entreprises, mais certains noms ont été changés dans un souci de confidentialité.

Structure de l'ouvrage

Le **premier chapitre** présente les **principaux acteurs du financement entrepreneurial**. Il comporte cinq cas. Le premier cas (auteur **Évelyne POINCELOT**) est consacré aux financements par dette et présente les principales alternatives aux crédits bancaires à moyen et long terme pour les PME et ETI. Une illustration a lieu au travers du cas de l'entreprise Cestbon.

Le **deuxième cas** (auteur **Élodie MANTHÉ**) présente le financement participatif par fonds propres aussi connu sous l'appellation d'*equity crowdfunding*. Ce mode de financement permet à un large groupe d'investisseurs non experts d'acquérir des actions d'une entreprise, souvent au moyen d'une plateforme en ligne dédiée. Le chapitre présente les caractéristiques et les modalités des levées de fonds en *equity crowdfunding* pour les entrepreneurs, et illustre les spécificités de ce mode de financement au travers du cas Weelow.

Le **troisième cas** (auteur **Christophe BONNET**) illustre les caractéristiques du financement par les *business angels* et leurs regroupements en réseaux plus ou moins formalisés. Investisseurs individuels au capital de jeunes entreprises, les *business angels* partagent leurs compétences pour co-investir dans des projets entrepreneuriaux en prenant en charge de façon collective, le plus souvent bénévolement, les tâches à valeur ajoutée du cycle d'investissement, de l'identification des opportunités à leur sélection, au suivi des participations et à la cession (sortie).

Le **quatrième cas** (auteurs **Jan SCHNITZLER** et **Manuel HESS**) présente le financement par capital-risque. Il détaille les principales caractéristiques des fonds de capital-risque et leurs pratiques d'investissement et les illustre au travers de trois cas de *start-ups* du secteur des semi-conducteurs issues de l'écosystème entrepreneurial de la région de Grenoble.

Le **cinquième cas** (auteurs **Christophe BONNET** et **Kirsten BURKHARDT-BOURGEOIS**) présente les spécificités des fonds d'entrepreneurs au travers du cas Elisa. Ces financeurs se situent entre les organisations de *business angels* et les fonds « classiques » de capital-risque, capital-développement ou transmission. Les capitaux, levés majoritairement auprès d'entrepreneurs mais gérés par des équipes de professionnels, sont plus élevés que ceux des réseaux de *business angels* et investis à tous les stades du cycle de vie, alors que les *business angels* investissent principalement dans les jeunes entreprises innovantes. Les fonds d'entrepreneurs investissent dans des opérations de taille petite et moyenne qui sont souvent négligées par les grandes firmes de capital-investissement. Ces dernières peuvent cependant prendre le relais lorsque la croissance des entreprises financées requiert des fonds plus importants, comme l'illustre le cas Elisa.

Le **deuxième chapitre** de l'ouvrage aborde les **pratiques de co-investissement** entre les acteurs présentés précédemment. Il comporte deux cas. Le **premier** (auteur **Laurence COHEN**) est consacré au financement des *start-ups* par co-investissement entre *business angels* et capital-risqueurs. Pour financer le développement

d'une jeune entreprise innovante à fort potentiel, l'entrepreneur peut se tourner lors de la phase de démarrage vers les *business angels* dans un premier temps puis lors des levées de fonds ultérieures solliciter, dans un deuxième temps, les capital-risqueurs (co-investissement séquentiel) ou, si les besoins en ressources sont importants, solliciter les deux types d'investisseurs lors du même tour de table (co-investissement simultané). Dans la phase de vie de l'entreprise entre l'amorçage et la commercialisation des premiers produits ou services, l'absence d'articulation entre ces différents investisseurs peut créer des ruptures dans la chaîne de financement des jeunes entreprises appelées aussi « *equity gap* » (ou écart de financement). Ces différents points sont illustrés au travers de trois cas pratiques.

Le **deuxième cas** (auteur **Jonathan LABBÉ**) présente le co-financement des entreprises par des investisseurs publics et privés. Il explore les mécanismes et les effets de ce co-financement où ces deux types d'acteurs, dont les objectifs ne sont pas toujours alignés, co-investissent dans des entreprises innovantes. Une illustration est réalisée au travers d'une *start-up* spécialisée dans la Hard Tech située dans le Grand-Est, bénéficiant de fonds à travers une syndication impliquant Bbifrance, l'Institut Lorrain de Participation, la région Grand-Est, et des *business angels*.

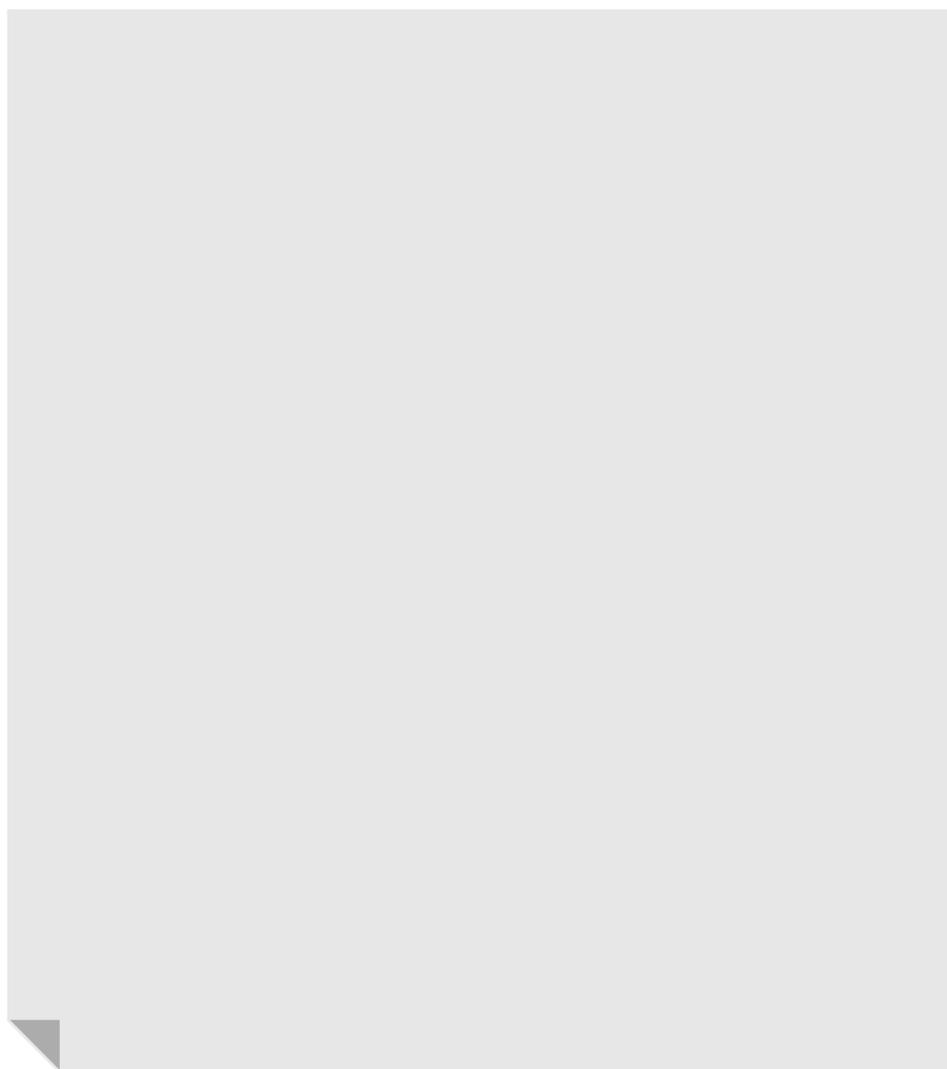
Le **troisième chapitre** de l'ouvrage aborde des **pratiques spécifiques ou d'apparition récente**. Il comporte trois cas. Le **premier** (auteur **Joëlle BEDAT**) décrit le processus de croissance sur plusieurs années d'une jeune *scale-up* et l'évolution de la composition de son conseil d'administration. L'objectif de ce cas est d'aborder la gouvernance des firmes entrepreneuriales et de mieux comprendre le changement dynamique du fonctionnement du conseil d'administration d'une jeune entreprise au cours de son développement.

Le **deuxième cas** (auteurs **Numa CAVAGNA** et **Éric STÉPHANY**) présente la trajectoire de financement de la *start-up* à mission EcoShore qui intègre des objectifs sociaux et environnementaux dans son modèle d'affaires, comme c'est le cas d'un nombre croissant de jeunes entreprises et d'acteurs du financement. EcoShore est accompagnée par différents types d'investisseurs présentés dans la première partie de l'ouvrage. Les auteurs questionnent l'impact du statut d'entreprise à mission et de la trajectoire de financement sur la gouvernance naissante de cette entreprise.

Le **troisième cas** (auteur **Véronique BESSIÈRE**) présente le cas de la *start-up* Team for the Planet, dont l'objectif est de lever des fonds pour soutenir des projets entrepreneuriaux dont l'impact climatique est significatif. Le modèle développé par les fondateurs constitue une véritable innovation financière qui promeut la valeur écologique *versus* la valeur financière et la libre disposition des innovations technologiques *versus* la rente économique dégagée par la propriété des brevets. Le cas présente la proposition de Team for the Planet qui est en rupture avec plusieurs fondements de la finance (la valeur de l'action, le dividende), en s'appuyant sur une structuration juridique originale à la fois ancienne (la société en commandite) et plus récente (le statut d'entreprise à mission), fondée sur un modèle économique mixant *crowdfunding*, intelligence collective et *open source*.

Chapitre 1

Les modes de financement entrepreneuriaux classiques



Cas n° 1.

Les financements à moyen et long terme alternatifs aux crédits bancaires pour une PME-ETI : le cas Cestbon

Évelyne Poincelot

I. Résumé

L'objectif de ce chapitre est de dresser un panorama complet de l'ensemble des financements alternatifs aux crédits bancaires à moyen et long terme et accessibles pour les PME et ETI. Après les avoir caractérisés de façon approfondie, nous présentons plus particulièrement l'un d'eux, l'Euro PP à partir du cas de l'ETI Cestbon. Les raisons du choix de ce financement relativement à d'autres alternatives aux crédits bancaires seront particulièrement analysées.

II. Présentation des financements à moyen et long terme alternatifs aux crédits bancaires pour une PME-ETI¹

Dans ce chapitre, nous développons les différents financements alternatifs aux crédits bancaires d'une PME-ETI réalisés d'une façon directe (emprunt sous la forme de prêt ou d'obligations, cf. tableau 1) ou indirecte (par des fonds d'investissement, cf. tableau 2). Dans ce dernier cas, le véhicule* d'investissement, en sélectionnant dans son fonds la demande de prêt obligataire d'une PME-ETI, contribue indirectement à la financer (FIP*, FCP* obligataires, fonds NOVI* ou MICADO*...). De même, les souscripteurs contribuant également au succès de ces fonds d'investissement jouent un rôle indirect dans le financement d'une PME-ETI². Le marché obligataire public (et non par placement privé) qui nécessite des emprunts d'au moins 300 millions d'euros n'étant pas réellement accessible par une PME-ETI sera exclu de ce chapitre.

Pour les emprunts sous la forme de prêt ou d'obligations accessibles à une PME-ETI, le moins exigeant d'entre eux répond tout de même à un besoin supérieur à 5 millions d'euros et à une durée d'au moins 3 ans (en mettant de côté, les prêts proposés par Bpifrance* – la banque publique d'investissement – cf. annexe, les prêts interentreprises ou le *crowdfunding**)³.

Après la crise financière de 2008, dans un contexte où les banques étaient davantage soumises aux contraintes réglementaires (par exemple Bâle 3) pouvant les amener à limiter les crédits octroyés ou à augmenter le coût pour une PME-ETI, généralement plus risquée, ces dernières s'orientaient alors vers d'autres opportunités de financement à moyen et long terme. Ces financements alternatifs leur permettent également de diversifier leurs sources de financement, de réduire leur dépendance vis-à-vis des banques. Ils permettent aussi d'allonger la maturité moyenne de la dette et de rembourser souvent à l'échéance. La durée du financement étant souvent plus longue et le remboursement *in fine*, ils réduisent par conséquent la charge annuelle de remboursement. Pour les entreprises familiales

1. Les termes exposés dans ce chapitre et accompagnés de ce signe (*) sont définis dans le lexique.
2. Nous excluons de ce chapitre tous les financements de trésorerie et/ou dont le revenu ne serait pas constitué d'un prêt/coupon, les financements augmentant les capitaux propres (*business angels*, société de capital-risque ou d'investissement...), les financements non bancaires mobilisés pour un actif (crédit-vendeur...) ou encore les techniques permettant d'éviter en partie d'emprunter (*lease-back*...).
3. Nous avons volontairement exclu le microcrédit* ou le prêt d'honneur*, considérant qu'il concerne davantage la très petite entreprise (TPE).

qui souhaitent à la fois ne pas lever de fonds propres, pour garder le pouvoir, mais financer des investissements de croissance sans trop dépendre des banques, ces financements sont également une alternative intéressante.

Pour certains financements, même si les banques ne les apportent pas directement, elles peuvent intervenir en tant qu'arrangeur de l'opération. Le choix de ces financements alternatifs aux crédits bancaires plus classiques, réalisé le plus souvent auprès d'investisseurs institutionnels (assurances, sociétés de gestion...) dépend du coût et du formalisme nécessaires mais aussi du montant à mobiliser, de la durée envisageable et enfin, de la capacité de la PME-ETI à être reconnue sur certains marchés spécifiques (emprunt *Shuldschein** ou USPP* respectivement sur les marchés allemands ou américains).

Notons également que nous incluons dans ce chapitre, les propositions de financement de Bpifrance (cf. tableau 3) qui, bien que portant le nom de « banque », sont une réelle alternative aux crédits bancaires proposés directement dans le réseau commercial des banques plus traditionnelles (comme BNP Paribas, Crédit mutuel, Société générale, Crédit agricole...). Citons enfin le cas particulier des prêts BEI (Banque Européenne d'Investissement¹). Ces prêts sont accordés aux banques et aux institutions financières à des taux avantageux pour les aider à octroyer des financements aux bénéficiaires finaux comme les PME-ETI souhaitant réaliser des projets dont le coût est inférieur à 25 millions d'euros. Ces prêts peuvent également financer directement, donc sans passer par l'intermédiaire des banques, un programme d'investissement de PME-ETI qui n'excéderait pas ce montant.

Parmi les financements alternatifs, précisons également que depuis 2015, une entreprise peut également prêter à une autre entreprise sur une durée inférieure à deux ans (puis trois ans avec la promulgation de la loi Pacte du 22 mai 2019). Introduit dans le Code Monétaire et Financier par la loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (dite loi Macron), le prêt interentreprises permet à une société de soutenir financièrement une autre société avec laquelle elle a des liens économiques, en lui accordant un prêt, sous certaines conditions. Enfin, si la PME-ETI est une filiale d'un groupe, la banque interne au groupe s'il y en a une, la centrale de trésorerie ou encore une filiale peuvent lui octroyer un prêt sous certaines conditions liées au capital.

D'une façon schématique, parmi cet éventail de solutions directes ou indirectes (c'est-à-dire via des fonds communs de placement), il est pertinent de distinguer s'il s'agit d'un prêt ou d'obligations ou d'un mix des deux et de préciser le type de souscripteurs/financeurs.

1. Pour une information complète, le lecteur peut se reporter à la fiche 418 éditée par la Banque de France qui lui est consacrée.

Tableau 1 : Panorama des financements directs alternatifs aux crédits bancaires hors BPI¹ selon le type de financement et de souscripteurs/financeurs

	Prêt (strictement ou exclusivement)	Obligations (strictement ou essentiellement)	Prêt et obligations
Souscripteurs/financeurs qualifiés	<i>Shuldschein</i> * : ≥ 25 M€, 3 à 7 ans	USPP* : ≥ à 50 M€, 5 à 15 ans	Euro PP* : ≥ 10 M€, 5 à 10 ans
Toutes catégories de souscripteurs/financeurs (en principe)	NEU-MTN* : généralement supérieur à 10 M€ et sur une durée entre 2 et 4 ans, plutôt à taux variable*.	IBO (<i>initial bond offering</i>)* : généralement entre 5 et 15 M€.	<i>Crowdfunding</i> * : Emprunt entre 10 000 € et 2,5 M€ d'euros; prêt jusqu'à 2 000 € par projet (si intérêt), 5000 € (si sans intérêts).
Entreprise/banque de groupe/centrale de trésorerie ...	Prêt interentreprises (si liens économiques) Prêt intragroupe (si lien en capital).		

Tableau 2 : Panorama des financements indirects alternatifs aux crédits bancaires selon le type d'émetteurs et de souscripteurs

	Obligations (strictement ou incluant)
Émetteurs qualifiés	<ul style="list-style-type: none"> Exemple : fonds NOVI* ou MICADO (5 à 10 M€), 5 à 7 ans. Fonds indiciel de type ETF répliquant la performance d'un indice obligataire avec une gestion passive. FCPR (FCPI*, FIP*) permettant via ces véhicules de financer des PME-ETI en partie sous forme d'obligations.
Toutes catégories d'investisseurs	Souscripteurs des fonds mentionnés ci-dessus.

À ce panorama, s'ajoutent les différents prêts proposés par Bpifrance représentés dans le tableau ci-dessous (à titre d'illustration car la liste n'est pas exhaustive).

1. Le lecteur souhaitant plus de précisions sur chaque financement peut se reporter au lexique.

Tableau 3 : Exemples de prêts proposés par la Bpifrance

	Prêt croissance	Prêt croissance relance	Prêt vert	Prêt nouvelle industrie
Montant/durée/conditions	50 000 à 5 M€/ 3 à 7 ans Programme de développement	50 000 à 5 M€/ 2 à 10 ans Programme d'investissements structurants. Obligatoirement associé à un financement d'un montant équivalent (concours bancaires; apports en capital ou en quasi-fonds propres, financements participatifs)	50 000 à 5 M€/ 2 à 10 ans Développement d'un projet de transition écologique et énergétique	3 à 15 M€/ Financer les dépenses matérielles/ immatérielles et l'accroissement du BFR liées au démonstrateur industriel, d'usine pilote ou de création d'une nouvelle usine d'industrialisation d'une technologie innovante développées par des PME/ ETI innovantes

Notons également que les différences de taux entre les crédits bancaires et par exemple les financements de marché (type obligataire) peuvent expliquer également le choix des entreprises.

III. Énoncé du cas

Début septembre 2012 Cestbon, une ETI familiale cotée spécialisée dans les conserves de légumes et les légumes surgelés, a émis un emprunt Euro PP, d'un montant de 145 millions d'euros sur 6,5 ans, sous la forme d'obligations qui affichent un coupon de 3,83 %, placées auprès de cinq assureurs européens. Cet emprunt obligataire de placement privé réalisé par l'intermédiaire d'une banque a permis de lever 145 millions d'euros, soit 45 millions de plus relativement au montant initialement souhaité. Cestbon fait partie de la catégorie des « *mid caps* » (capitalisation boursière comprise entre 250 millions et 1 milliard d'euros) et n'a pas d'activité outre-Rhin. Elle présente ses résultats annuels en octobre.

1. Éléments de contexte

En juin 2012, Cestbon, qui négociait le financement d'une ligne de crédit renouvelable de 300 millions d'euros – finalisé en juillet –, a sollicité une banque de son pool, pour obtenir un financement complémentaire d'une maturité supérieure à celle du prêt bancaire de cinq ans. En effet, elle souhaitait disposer de liquidités supplémentaires afin d'adosser à des ressources longues les trois acquisitions annoncées au premier semestre en Russie, en Hongrie et aux États-Unis (coût global estimé : 100 millions d'euros). En outre, elle comptait couvrir dès maintenant le remboursement de la partie obligataire des obligations à bon de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables émises en 2007 et 2009, arrivant à échéance respectivement en 2013 et en 2014, d'un montant avoisinant 200 millions d'euros.

2. Déroulé de l'opération concernant le financement Euro PP

Le principe de ce financement Euro PP avait commencé à prendre forme, de manière informelle, dès la fin 2011, lorsque la banque avait entamé des discussions auprès de plusieurs assureurs européens. Ces derniers s'étaient montrés hésitants à s'engager sur de nouveaux produits financiers, les effets de la réglementation Solvabilité 2 (ensemble de règles fixant le régime de solvabilité applicables aux entreprises d'assurances dans l'Union européenne) restant jusqu'alors plus flous que ceux de Bâle 3 pour les banques. En outre, l'existence d'obligations souveraines moins risquées ou de placements offrant des rendements supérieurs ne les incitait pas à chercher des investissements alternatifs. Le développement de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et la chute des taux et des *spreads* sur le marché obligataire ont été un contexte propice pour s'intéresser désormais à ces nouveaux produits.

Ces institutionnels ont alors procédé à une analyse du crédit de Cestbon à partir d'informations publiques présentées dans ses rapports financiers et reprises dans le prospectus. Les évaluations internes réalisées par les assureurs ont permis d'assimiler le groupe à un émetteur de la catégorie *investment grade**. Mais son absence de notation officielle a cependant conduit ces derniers à réclamer quelques garanties. Ainsi, deux *covenants** financiers, identiques à ceux présents dans la documentation bancaire de la société et dans les différents USPP que cette dernière a réalisés, ont été insérés. Ceux-ci tomberont toutefois dans le cas où elle obtiendrait, de la part d'une agence de notation, un rating équivalent au moins à BBB-.

3. Conséquences pour le groupe

L'opération aura finalement nécessité deux mois de travail, un délai presque inattendu de la part de la banque arrangeur de la transaction pour un financement innovant puisqu'il se révèle identique à celui requis pour un USPP.

Le groupe Cestbon souhaitait absolument boucler son financement pour septembre 2012 et ce fut chose faite !

À la suite de ces deux opérations (ligne de crédit et Euro PP), en novembre 2012, la structure de la dette est composée à 60 % de financement désintermédié (Euro-PP, USPP...) c'est-à-dire non bancaire et de 40 % d'endettement bancaire.

Certes, le coupon payé par le groupe, de 3,83 %, renchérit légèrement le coût moyen de sa dette. Néanmoins, la maturité obtenue lui permet d'allonger significativement sa durée. « *En nous finançant sur six ans et demi, la maturité de notre dette, inférieure à trois ans en début d'année, a plus que doublé* », se félicite son directeur financier. Disposant à présent de suffisamment de ressources pour couvrir ses besoins d'exploitation et son programme d'investissement, voire pour envisager quelques acquisitions, Cestbon compte désormais se consacrer à l'amélioration de ses indicateurs financiers. Alors que son ratio dette nette sur EBITDA atteignait fin juin 3,5, son directeur financier s'est fixé comme objectif de le réduire à 2,5 sur un horizon maximum de trois ans.

Le directeur financier estime que la société aurait pu profiter à la place d'un Euro PP d'un financement *Schuldshain* de 150 millions d'euros sur une maturité de 6 à 8 ans. Toutefois, le placement privé allemand aurait nécessité un délai d'exécution relativement long (peut-être jusqu'en octobre). Cestbon aurait aussi pu obtenir un USPP d'un montant équivalent à près de 150 millions d'euros pour une maturité d'au moins dix ans. Mais, la société aurait dû concéder en contrepartie une rémunération comprise entre 4,60 % et 4,80 %.

Durant cette période, les PME sont restées des entreprises très consommatrices de crédit bancaire. Selon le rapport de la Cour des comptes sur l'État et le financement de l'économie (juillet 2012), 72 % du nombre de lignes de crédits accordées par les banques entre janvier 2009 et juillet 2010 étaient destinés aux PME. Mais les banques, qui ont du mal à se refinancer sur les marchés, ne cessent de durcir les conditions d'octroi de prêts, comme le déplorent les trois quarts des patrons de PME selon le baromètre KPMG de juin 2012 pour la CGPME. Conséquences de ce durcissement pour les petites et moyennes entreprises : les frais augmentent, les montants prêtés sont plus faibles et des garanties supplémentaires sont exigées par les banques. Or, dans le même temps, les besoins de financement progressent. Plus des deux tiers des PME (68 %) déclarent avoir au moins un besoin de financement pour investir ou alimenter la trésorerie.

4. Les financements non bancaires, un aléa (après la crise) ou une tendance durable ?

Cet extrait des propos du directeur financier de Cestbon apporte des éléments de réponse pour le secteur de l'agro-alimentaire.

« En 2023, confrontés à une forte pression sur les prix de vente, les directeurs financiers de l'agroalimentaire doivent aussi faire face à la volatilité croissante des cours des matières premières. Dans cet environnement incertain, pour financer leur entreprise, ils diversifient de plus en plus leurs ressources hors de l'endettement bancaire, en misant sur l'obligataire et les placements privés... ».

Lancées dans une course à la taille et à la mondialisation, ces entreprises ont un besoin important de moyens financiers, d'autant qu'elles investissent aussi beaucoup dans leur outil de production. *« La problématique du financement et celle de la structure de la dette sont devenues stratégiques dans notre secteur. Notre industrie est très capitalistique par nature. Elle a besoin d'autant plus de capitaux qu'elle s'internationalise et investit beaucoup »*, souligne le directeur financier de Cestbon. Or, les banques, confrontées à de nouvelles contraintes réglementaires, sont devenues plus réticentes à prêter. *« Les financements bancaires qui étaient abondants et peu chers avant la crise financière sont devenus plus rares et coûteux. Aussi nos entreprises diversifient-elles leurs financements hors de l'endettement bancaire »*, poursuit-il (extrait Option Finance, mai 2023).

IV. Questions

1. Pour quelles raisons la société Cestbon n'a-t-elle pas opté pour une émission d'obligations sur le marché obligataire public ?
2. Quelles raisons pourraient justifier que cette ETI n'ait pas choisi une levée de fonds propres pour financer ses acquisitions ?
3. Quel est l'intérêt de ce financement Euro PP en 2012 du point de vue des intervenants dans l'opération ?
4. En accord avec sa banque, Cestbon a étudié les options qui se présentaient : un placement privé en Allemagne (Schuldschein) et un autre aux États-Unis (USPP). Elle a finalement opté pour un Euro-PP. Pour quelles raisons ?
5. L'ETI Cestbon a su mobiliser et convaincre des investisseurs pour réaliser cet emprunt obligataire. Ce serait beaucoup plus difficile pour une PME. Quelles

solutions non bancaires et sous formes d'obligations sont accessibles pour les entreprises de taille plus modeste ou ayant des besoins de financement moins élevés (PME) dans un contexte où les banques seraient plus réticentes à prêter ?

- 6. Pour quelles raisons, y compris dans une période plus récente, une ETI du secteur agroalimentaire est-elle particulièrement concernée par les financements alternatifs non bancaires ?

V. Lexique

Covenant : conditions intégrées dans le contrat de prêt.

Crédit-vendeur : crédit accordé par le vendeur à l'acheteur. Il permet à l'acheteur d'étaler le paiement de la reprise d'un fonds de commerce ou de la clientèle. Il peut se faire pour les ventes immobilières, les cessions de fonds de commerce, de parts sociales, de clientèle ou encore entre un fournisseur et un client.

Crowdfunding : plateforme de financement participatif faisant appel à un grand nombre de personnes pour financer un projet sous la forme de prêt ou de mini-bons.

Euro PP : opération de financement à moyen ou long terme existant depuis 2012 entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre limité d'investisseurs institutionnels, qui repose sur une documentation *ad hoc* négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec généralement la présence d'un arrangeur. Ceux-ci sont régulés, qu'il s'agisse de fonds d'investissement placés sous le contrôle de l'AMF (Autorité des marchés financiers) en France, ou de banques et de sociétés d'assurance supervisées par l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) en France.

Le plus souvent, l'Euro PP est détenu jusqu'à maturité par les investisseurs (« *buy and hold* »), qui ont l'exigence et la capacité d'assurer en interne l'analyse et le suivi du crédit et des obligations contractuelles. Si un Euro PP est généralement transférable, sa liquidité secondaire s'avère en

pratique limitée du fait du nombre restreint d'investisseurs et de la stratégie *buy and hold*. L'Euro PP permet une grande flexibilité dans les tailles de financement (minimum 10 M€) et le choix du format (obligation cotée ou non ou prêt). Remboursable le plus souvent *in fine*, avec des maturités généralement plus longues que les financements bancaires, portant intérêt à taux fixe ou variable, il peut être libellé en euros ou en toute autre devise, à la convenance des parties. Notons que l'évaluation par une agence de notation n'est pas nécessaire. Rédigée dans sa première version en février 2014 et téléchargeable sur internet, la Charte Euro PP a fait l'objet d'une actualisation en septembre 2019. Notons également l'absence d'obligations en matière de publication d'informations (en dehors de la relation émetteur-investisseur) et de notation financière de l'Euro PP. L'arrangeur doit avoir la capacité à distribuer l'obligation émise ou l'emprunt structuré auprès des investisseurs institutionnels. Il peut co-investir dans un Euro PP sous la forme d'un prêt.

Un Euro PP peut être coté ou non coté. Une cotation simplifiée et à moindre coût est possible sur la plateforme *Euronext Private Placement Bonds* d'Euronext depuis mars 2015. Des clauses spécifiques destinées à protéger les investisseurs jusqu'à maturité de l'obligation et inspirées des marchés plus matures américains (US PP) et allemand (Schuldschein) peuvent également être présentes (plus d'informations sont notées dans la fiche complète de la Banque de France).

Fonds communs de placement obligataire, de type Novo, Novi (ou Micado) :

les fonds Novo ont été créés à l'été 2013 sous l'égide de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), du ministère de l'Économie et des Finances et de la Caisse des dépôts. La réforme du Code des assurances du 2 août 2013 a autorisé la création de ces fonds de prêts à l'économie. Dix-huit assureurs et la Caisse des dépôts (à hauteur de 100 millions) ont investi près d'1 Md€ dans ces fonds de prêts obligataires, sous forme de financements d'une durée de cinq à sept ans, remboursables *in fine*. L'objectif était de soutenir entre 30 et 40 PME-ETI. *«En 2015, les fonds Novi ont été créés pour une enveloppe de 580 millions d'euros sur 21 ans à destination de PME-ETI cotées ou non cotées. Alors que les fonds Novo proposaient un financement par prêts, cette nouvelle initiative offre désormais un financement multiforme aux PME-ETI (fonds propres, obligations et/ou prêts). D'autres initiatives se développent telles que le "Fonds emplois durables PME" lancé en février 2016 par l'AG2R La Mondiale et Klesia. Ce fonds de 210 millions d'euros a pour vocation de financer en dette ou en fonds propres des entreprises créatrices d'emplois durables et dotées d'une approche ISR (investissement socialement responsable) et environnementale»* (source : Banque de France).

Fonds Micado : une dizaine de grands investisseurs, notamment la mutuelle l'Auxiliaire, BNP Paribas, CCR, Prévoir et UMR ont souscrit un montant d'environ 60 M€, dans ce fonds obligataire lancé en 2018, investi en obligations non notées, à taux fixe de maturité six ans pour permettre de financer une quinzaine de PME-ETI.

FIP (fonds d'investissement de proximité) : ils désignent des fonds communs de placement à risques qui ont pour vocation de mobiliser l'épargne de particuliers pour investir dans des entreprises locales. Ces fonds d'investissement permettent de soutenir la bonne santé économique de PME locales ou régionales. Grâce aux investisseurs qui souscrivent des parts de FIP, ces fonds investissent à leur tour dans des entreprises locales. Les FIP se composent : 30% au plus de placements choisis

librement par gérant du fonds eu égard à sa stratégie d'investissement (actions ou obligations), 70% minimum d'actions ou de parts de SARL émises par des PME dont 10% au moins sont des PME régionales créées ou en activité depuis moins de 5 ans.

FCPR (fonds commun de placement à risques) : véhicules d'investissement ouverts aux investisseurs privés. Le capital apporté finance des entreprises non cotées à différents stades de leur développement pour bénéficier ensuite d'un potentiel de rendement. Le plus souvent, les FCPR sont proposés par des sociétés de gestion spécialisées dans le non-coté et permettent d'investir dans l'économie réelle. Investir en FCPR peut prendre plusieurs formes et notamment les fonds de dettes privés (ex : fonds gérés par Opale Capital).

FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) : le gestionnaire du fonds a pour objectif d'investir l'encours collecté dans des sociétés non cotées, généralement des PME innovantes. En contrepartie, sous réserve d'un engagement de conservation des parts pendant au moins 5 ans à compter de leur souscription, les éventuels dividendes et plus-values de cession de parts sont exonérés d'impôt sur le revenu. Chaque FCPI doit être constitué de 70% à 100% (sauf exception) de titres non cotés de PME européennes innovantes, le solde pouvant être investi sur d'autres supports : obligations, actions, etc.

IBO (initial bond offering) : émission obligataire d'un montant minimal de 5 M€ accessible à une PME ou ETI (y compris non cotée) existant depuis 2012. La souscription est ouverte à tous les souscripteurs individuels ou institutionnels. Par exemple, les groupes immobiliers Capelli ou Réalités ont respectivement levé 15 et 7 M€ (en décembre 2012 et juin 2013). Elle offre une maturité souvent plus longue que le crédit bancaire et une absence de covenants. L'IBO exige la publication d'un prospectus agréé par l'AMF, la notation de l'entreprise émettrice par une agence accréditée par l'European Securities and Markets Authority (ESMA) et un montant minimal d'émission de 5 M€ pour Euronext Growth et 10 M€ pour Euronext. Le seuil

minimal pour émettre une obligation est ainsi passé de 200 millions d'euros à 5 millions d'euros (source: Banque de France, Fiche 325, le financement obligataire).

Investment grade: qualifie des obligations émises par les emprunteurs qui reçoivent une note allant de AAA à BBB – par les agences de notation selon l'échelle Standard & Poor's. Elles s'opposent aux « *non-investment grade* », également appelées « *speculative grade* » ou « *high yield* » (« haut rendement »), bien plus risquées mais pouvant générer un retour plus substantiel (notes allant de BB+ à D selon Standard & Poor's).

Lease-back: opération (cession-bail) consistant pour une entreprise à vendre un bien d'équipement dont elle est propriétaire (mobilier ou immobilier) à une société de crédit-bail, qui le remet immédiatement à sa disposition par un contrat de crédit-bail. Elle permet à l'entreprise de se reconstituer une trésorerie rapidement, tout en pouvant récupérer son bien à terme.

Microcrédit: financer des projets pour faciliter le retour vers l'emploi des personnes qui sont exclues du marché du travail. Il permet aussi, dans ce cadre, d'encourager la création d'entreprise. Selon le projet, personnel ou professionnel, un microcrédit d'un montant maximal de 8000 € ou 12000 €, remboursable sur 7 ans maximum peut être accordé (source: Banque de France).

NEU MTN (Negotiable European Medium Term Note): d'une durée de 1 an à 1 jour sans limitation de durée, avec un montant minimal d'une contre-valeur de 150000 € (en théorie), les Neu MTN (titres de créances négociables) peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement. Pas de covenant. Par exemple, en juin 2010, Edenred a signé un programme de 250 M€ de NEU MTN, pour des maturités allant de 1 à 7 ans.

Prêt d'honneur: il peut être accordé si l'apport personnel n'est pas suffisant pour obtenir un emprunt bancaire permettant de boucler le financement d'un projet de création ou de reprise d'entreprise: deux réseaux nationaux ont vocation

à accorder des prêts d'honneur (réseaux « Initiative France » et « réseau Entreprendre »). D'autres acteurs octroient également des prêts d'honneur en complément d'autres solutions financières. C'est le cas de Raise par exemple. S'agissant d'Initiative France, les prêts varient en règle générale de 3000 à 50000 €. Le montant moyen des prêts accordés s'élève à 9700 €. S'agissant de Réseau Entreprendre, les prêts varient en règle générale de 10000 à 50000 € (30000 à 90000 € pour les projets innovants). Le montant moyen des prêts accordés s'élève à 29000 €. Ces prêts à la personne sont à taux 0 et sans garantie ni caution personnelle.

Schuldschein: financement accordé sous la forme de prêt mais, comme les obligations, avec un coupon (fixe ou variable) et une maturité fixe. Légalement, c'est un prêt bilatéral non coté. Les sociétés emprunteuses concluent le *Schuldschein* directement avec une banque qui revend les contrats à des investisseurs institutionnels. Il est comptabilisé en tant que prêt et il n'est donc pas valorisé quotidiennement. Comme la plupart des émetteurs n'ont pas recours aux agences de notation, les investisseurs sont obligés d'analyser en interne le risque crédit de ces sociétés. Il existe également des *Green Schuldschein*. Le producteur d'éoliennes allemand Nordex et le gestionnaire du réseau électrique néerlandais Tennet ont émis des *Green Schuldschein* dont les fonds seront uniquement destinés à financer des projets qui auront un impact positif sur l'environnement (source: *les Échos*).

USPP (placement privé américain): financement en dollars auprès d'investisseurs qualifiés. Exemple: Bonduelle, Neopost, le groupe Bel ont utilisé ces financements. Documentation exigée importante et correspondant aux formats américains, établissement des comptes selon les normes IFRS. Cela nécessite une bonne notoriété sur le marché américain ou une activité importante en dollars.

Véhicule d'investissement: personne morale qui investit dans des actifs pour le compte des associés ou actionnaires.

VI. Annexe

Présentation des activités de Bpifrance

(source : www.Bpifrance.fr)

En 2012, OSEO, CDC (Caisse des Dépôts et Consignations) Entreprises et FSI (Fonds stratégique d'investissement) se joignent pour former Bpifrance, un groupe public d'investissement et de financement au service des entreprises et de leur expansion.

Bpifrance finance et accompagne les entreprises – à chaque étape de leur développement – en crédit, en garantie, en aide à l'innovation et en fonds propres. Bpifrance agit en appui des politiques publiques conduites par l'État et les Régions¹.

VII. Corrigé

► 1. Pour quelles raisons la société Cestbon n'a-t-elle pas opté pour une émission d'obligations sur le marché obligataire public ?

Une émission d'obligations sur le marché obligataire public doit dépasser un montant de 300 M€ et faire l'objet d'une évaluation par une agence officielle de notation. Beaucoup de « *mid caps* » dont fait partie Cestbon n'ont pas intérêt à demander cette évaluation car la procédure est coûteuse et contraignante et cela n'aurait pas correspondu aux besoins actuels de l'entreprise Cestbon (un besoin estimé à 100 M€). Comme Cestbon n'est pas évalué par une agence officielle, le contrat de financement Euro PP a prévu des covenants.

► 2. Quelles raisons pourraient justifier que cette ETI n'ait pas choisi une levée de fonds propres ?

Comme il s'agit d'une entreprise familiale, une levée de fonds propres pourrait entraîner une dilution du pouvoir. Le recours à la dette implique également un accroissement du levier financier bénéfique pour les actionnaires si finalement, la rentabilité économique dépasse le coût de l'endettement financier, mais risqué si l'inverse se produit.

1. Le lecteur pourra se reporter utilement aux différentes brochures présentant les missions de la BPI sur leur site (<https://www.bpifrance.fr/nous-decouvrir/notre-mission>).

3. Quel est l'intérêt de ce financement Euro PP en 2012 du point de vue des intervenants dans l'opération?

Ce financement est intéressant pour :

- les entreprises qui cherchent les financements dans un contexte de rarefaction du crédit bancaire;
- les assureurs qui cherchent les placements plus rémunérateurs. Le contexte de l'époque est propice à cette réalisation;
- les banquiers qui structurent l'opération.

4. En accord avec sa banque, Cestbon a étudié les options qui se présentaient : un placement privé en Allemagne (Schuldschein) et un autre aux États-Unis (USPP). Il a finalement opté pour un Euro PP. Pour quelles raisons?

Le marché allemand, animé par des assureurs, des banques et des gérants d'actifs domestiques et internationaux, ne s'adresse qu'aux sociétés qui ont une activité outre-Rhin. De plus, son directeur financier pointe un problème de calendrier.

« Compte tenu de la période estivale, durant laquelle les investisseurs se montrent moins actifs en Allemagne, la phase de préparation de notre Schuldschein n'aurait pu être initiée qu'en septembre », précise le directeur financier du groupe Cestbon. « Mais comme celle-ci dure généralement deux mois, le calendrier aurait coïncidé avec la publication de nos résultats annuels 2011/2012, qui intervient en octobre. Dans la mesure où nous devons observer une période de black-out au cours des jours qui précèdent cette annonce, l'opération se serait trouvée temporairement bloquée. » Or l'une des exigences posées par la société consistait en la finalisation de l'opération dans un délai rapide afin de profiter des conditions de marché favorables.

Aux États-Unis, le marché des placements privés, sur lequel sont présents des assureurs et des fonds de pension, est tout aussi sélectif puisqu'il finance essentiellement des groupes largement internationalisés. Certes, le groupe est implanté aux États-Unis avec l'acquisition d'une filiale. Mais, d'autres arguments peuvent être invoqués pour expliquer la réticence : le coût plus élevé (prix du coupon et road show coûteux auprès des investisseurs pour les convaincre...).

5. L'ETI Cestbon a su mobiliser et convaincre des investisseurs pour réaliser cet emprunt obligataire. Ce serait beaucoup plus difficile pour une PME. Quelles solutions non bancaires et sous forme d'obligations sont accessibles pour les entreprises de taille plus modeste ou ayant des besoins de financement moins élevés (PME) dans un contexte où les banques seraient plus réticentes à prêter ?

La solution pourrait être de se regrouper (mutualiser) pour émettre des obligations par le biais de fonds. L'intérêt des fonds est qu'ils offrent la possibilité de regrouper différents emprunteurs afin d'atteindre une taille critique en termes de montants. Les conditions à respecter sont réduites : les entreprises ne sont pas nécessairement cotées et ne font pas l'objet d'une évaluation par une agence de notation.

Par exemple, certaines sociétés de gestion proposent des véhicules collectifs comme les Fonds d'investissement de proximité (FIP) ou des fonds communs de placement à risques (FCPR) investis en partie dans des sociétés non cotées par le biais d'obligations. Le plus souvent, il ne s'agit pas de se substituer aux banques, mais de compléter le montant nécessaire.

Autre exemple : le fonds Micado France 2018. Une quinzaine de PME sont prêtes à émettre des obligations dans le cadre de ce fonds commun de placement, et une dizaine d'investisseurs institutionnels prêts à en souscrire des parts pour une durée de 6 ans avec un rendement estimé de 5,25 % par an. Une autre solution serait d'émettre des obligations sur le marché IBO (possible depuis 2012) à condition de souhaiter lever 5 millions d'euros.

6. Pour quelles raisons, y compris dans une période plus récente, une ETI du secteur agroalimentaire est-elle particulièrement concernée par les financements alternatifs non bancaires ?

Elle doit rechercher des financements pour croître et s'internationaliser dans un contexte où les marges de manœuvre sont plus étroites (multiples contraintes réglementaires pesant sur les banques en plus de Bâle 3, volatilité et hausse du coût des matières premières dans le secteur agro-alimentaire). Ce sont souvent elles qui ont été pionnières dans les financements alternatifs concernant les ETI (groupe Bel, groupe Sodiaal...).

Les financements alternatifs non bancaires n'ont pas tous obtenu le même succès (relativement peu d'IBO par exemple).

VIII. Pistes de réflexion/Ouverture

Descriptif pédagogique

Pédagogiquement, ce cas, totalement inspiré d'une réelle entreprise, vise plusieurs objectifs. Il dresse un panorama des financements alternatifs aux crédits bancaires souvent moins connus et renforce la culture des moyens de financement à moyen et long terme accessible à une PME-ETI. Il précise les contraintes liées à chaque financement, justifie les choix opérés et leur intérêt, par exemple dans le cas d'une société familiale.

Sujets à discussion et ouverture

En complément de ce chapitre, afin d'élargir la connaissance de tous les moyens de financement, il serait pertinent d'étudier les financements non bancaires à court terme (à moins d'un an). Il pourrait être également pertinent de se focaliser sur les financements spécifiques des TPE (Très Petites Entreprises) et de comprendre pour quelles raisons certains financements évoqués dans ce chapitre n'ont pas connu le résultat escompté (*IBO* par exemple). Peut-être en sera-t-il différemment avec les *Schulscheins* et autres Euro PP liés à des investissements durables qui voient le jour depuis quelques mois. Par exemple, près de la moitié des Euro PP réalisés depuis 2021 intègrent désormais une dimension durable (source : *les Échos*).

IX. Références bibliographiques

- Articles extraits des *Échos*, la *Tribune*, *Option Finance*, *Agefi* concernant *Cestbon*.
- Documentation de la Banque de France sous la forme de fiches présentant les financements.
- Charte Euro PP, (2019), téléchargeable sur internet (<https://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2014/06/charte-euro-pp-octobre-2019.pdf>).

Cas n° 2.

Le financement participatif : le cas Weelow

Élodie Manthé

I. Résumé

L'objectif de ce chapitre est de présenter et d'illustrer les spécificités du financement en *equity crowdfunding* avec le cas Weelow. Le financement participatif par souscription de titres, également connu sous le terme d'*equity crowdfunding* ou *crowdequity*, est un mécanisme permettant à un large groupe d'investisseurs réputés « non sophistiqués » (ou non experts) d'acquérir des titres financiers, tels que des actions ou des obligations, au sein d'une entreprise. Cette opération s'effectue principalement par l'intermédiaire de plateformes en ligne dédiées, offrant un accès facilité à des opportunités d'investissement et favorisant ainsi le financement des projets entrepreneuriaux.

Après avoir présenté les caractéristiques et les modalités des levées de fonds en *equity crowdfunding* pour les entrepreneurs, nous illustrons les spécificités de ce mode de financement au travers du cas Weelow. Weelow est une *start-up* proposant une biotechnologie qui s'est financée rapidement sur une plateforme d'*equity crowdfunding* (ECF) auprès de plus de 360 investisseurs particuliers, aux côtés d'investisseurs plus traditionnels.