

L'INNOVATION, PARENT PAUVRE DU DÉFERLEMENT DE LIQUIDITÉS MONDIAL

CHRISTOPHE BAVIÈRE*

Le monde n'a jamais disposé d'autant de liquidités. Si la tendance naturelle pousse inévitablement, sous l'effet de la croissance économique, à un gonflement de la base monétaire mondiale, celle-ci s'est considérablement envolée après l'éclatement de la crise financière en 2007. Lancé en 2009 pour sortir l'économie américaine de la récession, le premier *quantitative easing* (QE, assouplissement quantitatif) de la Federal Reserve (Fed) américaine a ouvert les vannes de la liquidité et montré la voie aux autres banques centrales. Par la suite, et selon leur propre méthode, le Japon, la Grande-Bretagne et, au début de 2015, la zone euro, pour ne parler que des pays développés, se sont lancés dans des politiques de QE. En conséquence, la base monétaire mondiale a doublé entre 2009 et 2014, pour frôler les 20 000 Md\$. Elle représente 27 % du PIB mondial¹ ; en 2000, son poids n'était que de 10 %.

159

C'est donc une évidence : les moyens pour investir ne manquent pas. D'ailleurs, de nombreux actifs en profitent, dont en premier chef les dettes souveraines, puisque l'objectif prioritaire des différents QE visait à racheter des obligations d'État. Les prix des dettes souveraines ont tellement monté sous l'effet des achats des différentes banques centrales que les rendements négatifs sont aujourd'hui monnaie courante. Les effets de cet afflux de liquidités se sont propagés. Les grands groupes mondiaux, pour la plupart déjà assis sur des montagnes de trésorerie, peuvent également se financer aujourd'hui à des

* Président, Idinvest Partners. Contact : mcm@idinvest.com.

taux historiquement bas, négatifs pour certaines maturités courtes. Avec une telle demande, les actifs immobiliers ou d'infrastructures n'ont jamais été aussi chers dans de nombreuses régions du monde, y compris en Europe. La plupart des indices actions sont à leurs niveaux records...

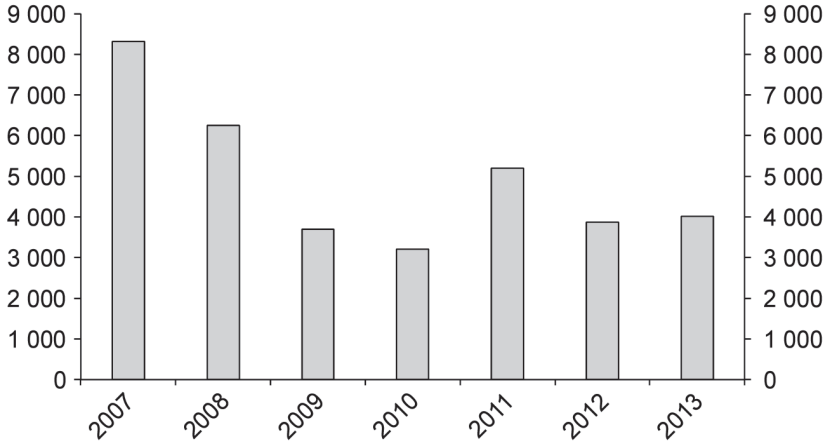
Les exemples de phénomènes de hausse de prix des actifs provoqués par cet afflux de liquidités ne manquent pas. Pourtant, certains domaines peuvent se sentir laissés pour compte. L'investissement productif des PME peine ainsi à repartir en France et plus largement en Europe. Le problème n'est pas tant un manque de crédit, mais bien une question de confiance, de manque de visibilité, et le signe d'un mauvais fonctionnement de la courroie de transmission des liquidités injectées par les banques centrales vers l'économie dite « réelle ». Au premier trimestre 2015, seulement 24 % des entreprises françaises de taille intermédiaire (ETI) ont sollicité un financement, contre 28 % au quatrième trimestre 2014². C'est d'ailleurs pour tenter de créer un effet d'entraînement que le gouvernement français a annoncé au début du mois de mars la création d'un mécanisme de suramortissement permettant aux entreprises de déduire de leurs résultats 140 % de la valeur de l'investissement matériel réalisé. En revanche, les efforts immatériels ne sont pas concernés par cette mesure. Le financement de l'innovation, qui passe en majorité par la recherche et des investissements immatériels, reste ainsi à l'écart de cet outil de relance.

160

BAISSE DES LEVÉES DE FOND ET DES INVESTISSEMENTS

De nombreux chiffres permettent de confirmer une tendance inquiétante pour les perspectives de croissance économique à long terme et pour les générations futures : les sommes allouées aux entreprises innovantes sont en très net repli depuis l'éclatement de la crise financière. Selon les statistiques de l'European Venture Capital Association (EVCA), l'association des fonds de capital-risque européens, les montants levés par les différents véhicules d'investissements spécialisés dans les jeunes entreprises de croissance ont été divisés par deux depuis 2007, passant de plus de 8 Md€ à 4 Md€ en 2013 (cf. graphique 1 ci-contre). Logiquement, ces moindres levées de fonds se sont traduites dans les investissements. Toujours selon l'EVCA, ils ont baissé en Europe et dans tous les grands pays du continent, Royaume-Uni compris (cf. graphique 2 ci-contre).

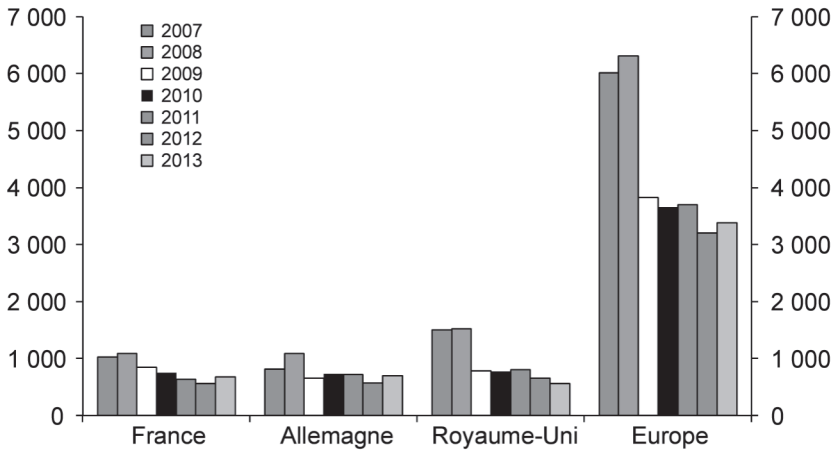
Graphique 1
Montants levés par les fonds européens de *venture*
 (en M€)



Source : EVCA.

Graphique 2
Investissements dans le *venture*
 (en M€)

161



Source : EVCA.

Les États-Unis n'échappent pas à ce mouvement, mais dans une moindre mesure. En 2013, ce sont encore plus de 16 Md\$ qui ont été injectés dans les fonds de *venture capital* américains³, de quoi donner un réservoir de carburant bien plus rempli aux sociétés innovantes de ce

pays. Les traditions entrepreneuriales des États-Unis, les tissus économiques, universitaires et financiers locaux, ont pu expliquer une partie de ce décalage avec l'Europe. Le déficit d'intégration du marché européen, encore en construction dans de nombreux domaines, a également agi. Si les marchés européens du capital-risque étaient aussi profonds que ceux des États-Unis, 90 Md€ de fonds auraient été disponibles entre 2008 et 2013 pour financer les entreprises de croissance (Commission européenne, 2015).

Consciente de ce handicap, la nouvelle Commission européenne présidée par Jean-Claude Juncker a fait de la constitution d'une union des marchés de capitaux la priorité du mandat de Jonathan Hill, le commissaire aux Services financiers. À la différence des États-Unis, le capital-risque européen est fragmenté et concentré sur une minorité de pays : environ 90 % des gestionnaires de fonds de capital-risque sont concentrés dans huit États membres (Commission européenne, *op. cit.*) (Allemagne, Danemark, Espagne, Finlande, France, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède). La création d'un véritable marché unifié du capital-risque permettrait aux fonds d'accroître la taille de leur portefeuille au-delà de leurs frontières et de mieux répartir le risque.

162

L'Union européenne a fait un premier pas en ce sens en 2013 avec le règlement EuVECA (*European Venture Capital Funds*) qui crée un statut de fonds de capital-risque européen. Mais la mesure a une limite forte : seuls les fonds gérant moins de 500 M€, et donc non concernés par la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), peuvent adopter ce statut. Au-delà, l'AIFM s'impose avec les mêmes contraintes réglementaires (fonds propres, *reporting*, etc.) quelle que soit la nature du fonds, *venture capital*, LBO (*leverage buy-out*) ou alternatif.

Avec vingt-huit membres, le chantier de l'union des marchés de capitaux s'annonce complexe et prendra plusieurs années avant d'aboutir. L'objectif est d'atteindre un ensemble unifié en 2019. Ces handicaps structurels ou réglementaires sont d'autant plus rageants que l'Europe, ses entrepreneurs, ses ingénieurs n'ont rien à envier aux États-Unis. Les succès mondiaux des français BlaBlaCar ou Criteo, ou bien encore celui du suédois Spotify le démontrent. L'Europe et la France ne souffrent d'aucun handicap par rapport aux États-Unis. La France était ainsi le deuxième pays le plus représenté derrière les États-Unis au Consumer Electronic Show (CES) de Las Vegas de 2014. Seule la quantité de carburant et la taille du réservoir font la différence sur la ligne de départ.

DES BESOINS INASSOUVIS

Dans l'Hexagone, l'Association française des investisseurs pour la croissance (Afic) a recensé 626 M€ d'investissements dans des opérations de capital-innovation en 2014, soit 16 M€ de moins qu'en 2013 et 132 M€ de moins qu'en 2008. Cette baisse est d'autant plus inquiétante que la mondialisation de l'économie au sens large (industrie, services, finance, R&D – recherche et développement –, etc.) impose de disposer rapidement de moyens conséquents pour prendre position sur plusieurs marchés en même temps et plus seulement, comme autrefois, dans son seul pays domestique. BlaBlaCar ou Sigfox, deux des entreprises françaises les plus innovantes de ces derniers mois, ont, par exemple, levé récemment chacune 100 millions, la première en dollars, la seconde en euros, pour accélérer leur implantation internationale sur plusieurs continents. 10 M€ n'auraient pas suffi. Sans capitaux, Uber n'aurait pas réussi à bousculer les modes de transport urbains des plus grandes villes du monde. Airbnb n'aurait pas chamboulé la façon de se loger en voyage sans fonds propres. Avec la technologie, les fonds propres sont bel et bien le nerf de la guerre.

Une étude interne réalisée par Bpifrance⁴ en 2012 estimait le besoin annuel en fonds propres des entreprises françaises de croissance⁵ entre 17 Md€ et 18 Md€. En retirant les sommes que pouvaient supporter les actionnaires historiques et les investissements des fonds spécialisés, l'étude indiquait que le déficit en fonds propres s'élevait entre 1 Md€ et 2 Md€ par an. Autre chiffre inquiétant : selon l'Insee, 9,6 % des entreprises en croissance cherchaient à augmenter leur capital, contre un taux de 4,6 % pour les PME plus « classiques » (Sauvadet, 2011). Elles font quatre fois plus appel à des fonds de capital-risque que les autres sociétés, mais essuient des refus élevés. Le taux d'échec de leur demande de fonds propres est de 50 % en moyenne.

Évidemment, la Bourse peut apporter les capitaux dont les entreprises peuvent avoir besoin. Mais ce réservoir de ressources reste cyclique et ne répond pas nécessairement au stade de développement de la société. Le mouvement vers la Bourse est naturel pour une entreprise qui a démontré sa capacité à générer des bénéfiques et qui a besoin d'élargir sa base d'investisseurs. Il l'est moins pour une société plus jeune, encore en phase de développement. Des résultats décevants, ou tout du moins en décalage par rapport aux attentes du marché, peuvent définitivement rompre la confiance dans la société, dégrader sa valorisation et ruiner sa capacité à lever par la suite de nouveaux fonds. Le recours à la Bourse n'est donc pas sans risque. Surtout, là encore, le décalage par rapport aux États-Unis est criant. Alors que les Bourses en

Europe ont apporté en 2014 un peu plus de 8 Md\$ aux entreprises innovantes, le chiffre est cinq fois plus important outre-Atlantique. Cet écart a convaincu Euronext, la société qui gère les Bourses de Paris, d'Amsterdam, de Bruxelles et de Lisbonne, à accélérer les efforts de promotion d'EnterNext, son segment réservé aux PME et aux sociétés innovantes.

Plusieurs mesures ont été récemment mises en œuvre par EnterNext pour tenter de faciliter l'accès en Bourse des entreprises de croissance. Un indice, EnterNext Tech 40, a été créé au début de mai 2015 pour mettre en avant les sociétés déjà cotées et inciter les sociétés comparables à suivre leur exemple. Un contrat d'analyse financière indépendante a été conclu avec Morningstar pour alimenter la recherche. Un système de *coaching* des dirigeants des entreprises non cotées doit permettre de les familiariser avec les relations auprès des investisseurs... Ces efforts visent à créer un écosystème encore plus riche, entre dirigeants, investisseurs, places de marché, à l'image de celui qu'ont pu créer les États-Unis ces vingt dernières années.

L'INNOVATION SE NOURRIT AUX FONDS PROPRES

164

Portée en grande partie par les jeunes entreprises, l'innovation est gourmande en capitaux. Le financement par la dette ne convient pas aux besoins initiaux des *start-up*, dont les *cash-flows* restent négatifs pendant plusieurs années, le temps de développer, puis de monétiser l'innovation. En ce sens, les banques traditionnelles, dont le métier est de mobiliser des crédits, apportent peu de valeur ajoutée directe au financement de l'innovation. En revanche, leur contribution indirecte peut se révéler utile par les fonds qu'elles engagent dans les véhicules de *venture capital*, ou plutôt qu'elles engageaient. Car, malheureusement, ce coup de pouce a disparu. Les contraintes réglementaires imposées au secteur bancaire et aux assureurs, *via* Bâle III et Solvency II, dans la foulée de la crise financière de 2007, ont en effet rendu quasiment impossible leur capacité d'investissement dans des entreprises non cotées en Bourse et donc dans le *venture capital*. Pour tout investissement de 100 euros dans une entreprise non cotée, un assureur devra, par exemple, mobiliser en contrepartie 49 euros de fonds propres, bien plus que ce qu'il aurait à faire lors d'un investissement dans l'immobilier ou lors des emprunts d'État. Les exigences en fonds propres des banques vont de 1 à 4 selon la nature du risque pris, la contrainte la plus élevée revenant au capital-investissement. De nombreuses banques, françaises, européennes, mais aussi américaines ont cédé leurs activités de capital-investissement pour échapper à ces contraintes. Dernier

exemple de ce mouvement de retrait des banques, La Banque postale a annoncé au début de mai 2015 la vente de son fonds de capital-risque XAnge à Siparex.

Conséquences : les levées par les fonds d'investissement auprès des banques ont ainsi chuté de 79 % entre 2008 et 2014, passant de 2,9 Md€ à 0,7 Md€⁶. Les compagnies d'assurances et mutuelles ont réduit leurs apports de 2,2 Md€ à 1,6 Md€. De quoi créer un déficit de financement de taille. Ensemble, ces deux catégories d'investisseurs institutionnels représentaient en 2008 40 % des levées de fonds. En 2014, leur part n'était plus que de 27 %.

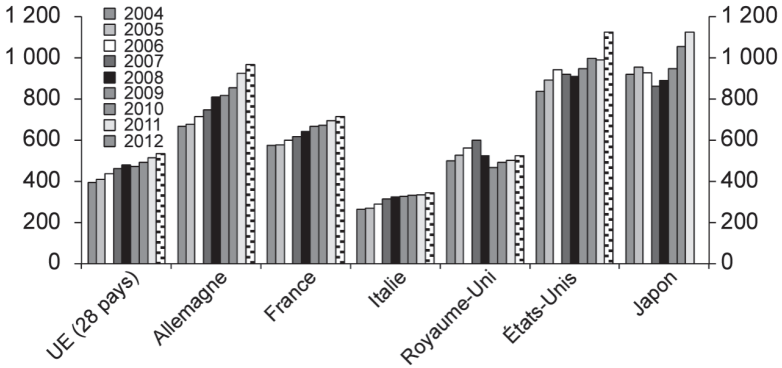
DÉSÉQUILIBRES ET HANDICAPS

L'Europe de l'innovation vit donc un paradoxe inquiétant : de réels besoins, reconnus, mais un déficit chronique de moyens. Car ce décalage n'est pas nouveau. Les autorités européennes se sont émues de ce danger dès le début des années 2000. Quinze ans plus tard, le bilan de cette mobilisation est plus que mitigé. Dès 2003, dans ce que l'on avait appelé alors la « stratégie de Lisbonne », la Commission européenne s'était engagée à ce que les dépenses en R&D des pays de l'Union européenne représentent 3 % du PIB d'ici à 2010. Incapable d'atteindre ce seuil, elle a reporté sa promesse à 2020 dans son dernier projet « Union pour l'innovation ». Selon les estimations, un investissement à hauteur de 3 % du PIB de l'Union européenne dans le domaine de la R&D se traduirait par 3,7 millions d'emplois créés et générerait 795 Md€ d'ici à la fin de 2025.

165

La crise et le manque d'ambition ont eu raison de ces bonnes intentions. L'amélioration positive des dépenses privées de R&D (+2 %) a été négativement compensée par les dépenses d'innovation autres que celles des entreprises (-4,7 %)⁷. À la fin de 2013, soit dix ans après la « stratégie de Lisbonne », l'écart reste criant entre l'Europe et ses principaux concurrents. Si elles ont progressé, les dépenses de R&D par habitant restent très largement inférieures à celles des États-Unis ou du Japon, avec 533 euros par Européen en 2012, deux fois moins que par Américain (cf. graphique 3 *infra*). Au total, les dépenses de R&D dans le PIB français s'élevaient à 2,2 % en 2013. Atteindre l'objectif de 3 % fixé par l'Europe nécessiterait un effort de 17 Md€ rien que pour la France, dont 10 Md€ devraient venir des entreprises si elles voulaient s'approcher du taux de dépense en R&D de leurs concurrentes américaines.

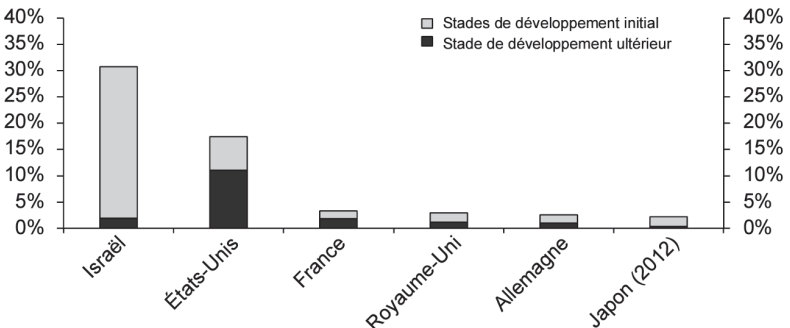
Graphique 3
Dépenses de R&D
(en € par habitant)



Source : Eurostat.

« Selon les données de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) et malgré les précautions d'usage à prendre (hétérogénéité des définitions, des sources et modes de collecte), le poids dans l'économie en 2012 des investissements en capital-risque en Israël (0,36 % du PIB) et aux États-Unis (0,17 % du PIB) reste largement devant le poids du capital-risque français (0,03 %). », indiquait Bpifrance dans une étude rédigée en septembre 2014 lors des Assises de l'investissement (cf. graphique 4). Un poids économique du capital-risque de l'ordre du taux de pénétration du marché américain nécessiterait une hausse des montants annuels investis dans les entreprises de l'ordre de 3,7 Md€, calculait la banque publique, à comparer aux 626 M€ investis en 2014. On le voit, les efforts à produire sont immenses pour combler nos lacunes.

Graphique 4
Capital-risque en 2013
(en % du PIB)



Source : OCDE.

ORIENTER L'ÉPARGNE VERS L'INNOVATION

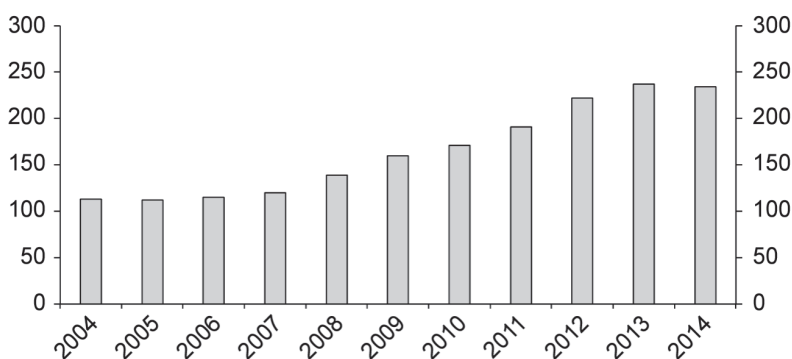
L'Europe et la France doivent donc se demander comment se donner les moyens de financement dont l'innovation a impérativement besoin. En raison de leurs contraintes budgétaires, les États ne peuvent pas tout, alors que la R&D européenne est déjà très dépendante des États. 54,9 % des dépenses totales de R&D en 2011 dans l'UE-28 étaient financées par les entreprises, un tiers, 33,4 %, par les administrations publiques et 9,2 % par des fonds étrangers. Au Japon, les entreprises financent 75,9 % des dépenses totales de R&D. Aux États-Unis, 60 % du financement de R&D est assuré par les entreprises.

Le changement repose donc sur les agents privés, et en premier chef sur les ménages dont les ressources pourraient être mieux orientées vers l'innovation. Les années de crise n'ont pas eu raison du taux d'épargne des Européens. D'un peu plus de 11 % dans l'Union européenne en 2006, le taux était de 10,95 % à la fin de 2013, selon Eurostat. En France, il est passé de 14,32 % à 14,72 %⁸. L'Europe dispose donc d'une épargne massive.

L'efficacité économique de cette épargne se pose. Est-il utile de voir autant de fonds placés dans des produits de livrets peu rémunérés alors que l'économie a cruellement besoin de croissance ? En France, les encours du livret A ont atteint un record de 237 Md€ en 2013⁹ et ont très légèrement baissé à 234 Md€ à la fin de 2014 (cf. graphique 5). Les encours ont doublé depuis 2006. L'interrogation peut être prolongée aux autres dispositifs fiscaux qui poussent les épargnants à investir dans des actifs forestiers, des œuvres d'art ou des productions cinématographiques. Pour mieux flécher cette épargne, des dispositifs existent (cf. encadré *infra*). Mais ils ne suffisent pas et paraissent bien marginaux au regard du stock d'épargne des ménages.

167

Graphique 5
Encours du Livret A
(en Md€)



Source : Banque de France.

À ce stade, il faut le reconnaître aussi, le capital-risque n'offre pas dans son ensemble des performances suffisamment attractives pour les épargnants. En 2013, les fonds français de capital-innovation ont dégagé depuis leur lancement un taux de rentabilité interne (TRI) moyen négatif de 0,6 %, contre -1,3 % en 2012 (Afic, 2014). Sur dix ans, la performance est très légèrement positive, à +0,3 %, contre un TRI de 10,7 % pour le total de capital-investissement. Même constat en Europe : +4,53 % contre +13,57 % (EVCA, 2014). L'éclatement de la bulle Internet en 2001 et la chute par la suite de la valorisation des entreprises innovantes continuent de peser sur la performance historique. Sur un an glissant, ce qui permet de retirer l'effet d'héritage de la bulle Internet, les fonds de capital-innovation français affichent une performance positive de 5,6 % en 2013, selon l'Afic, 0,3 point de mieux que le fonds de capital-développement, mais 4 points de moins que l'ensemble de la profession.

Encadré

L'incitation à la collecte des FCPI s'essouffle

Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) ont été créés par la loi de Finances de 1997 avec pour objectif de financer les PME-PMI innovantes et employant moins de 2 000 salariés. Ils doivent être investis à hauteur de 60 % de leur actif dans des valeurs mobilières, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant émises par des sociétés innovantes. Une entreprise est qualifiée d'innovante selon ses dépenses de R&D (au moins 15 %, 10 % pour les entreprises industrielles) ou doit obtenir la reconnaissance du caractère innovant de ses produits par Bpifrance. Les 40 % restants du FCPI peuvent être librement investis (placements monétaires, actions, obligataires). En échange de leur investissement, les souscripteurs des FCPI bénéficient d'un avantage fiscal. Ils peuvent déduire le quart des montants investis dans des FCPI de leurs revenus imposables dans la limite annuelle de 12 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés, et de 24 000 euros pour les contribuables mariés. Le mécanisme avait été ajusté par la loi Tèpe de 2008. Elle permet de bénéficier d'une réduction sur l'ISF (impôt de solidarité sur la fortune), à hauteur de 50 % des sommes investies, avec un plafond annuel de 18 000 euros.

Ce dispositif a longtemps correctement fonctionné. En 2008, les levées de fonds avaient, par exemple, atteint 567 M€. Mais depuis, la mesure s'est essoufflée, le durcissement de l'environnement fiscal de 2012 ayant largement contribué à détourner les particuliers de ce produit. En conséquence, en 2014, les FCPI n'ont levé que 332 M€, contre 308 M€ en 2013.

DES AVANCÉES ENCORE TROP MODESTES

Des réformes ont été récemment engagées en France et en Europe pour tenter de réactiver le financement des ETI ou des PME. Elles vont dans le bon sens. Plusieurs initiatives peuvent ainsi être soulignées. Dans l'Hexagone tout d'abord, la première concerne la *corporate venture*, les investissements réalisés directement par des entreprises dans des sociétés innovantes. À la fin de 2013, le Code général des impôts¹⁰ a été modifié pour permettre aux entreprises d'amortir sur une durée de cinq ans leurs souscriptions au capital de PME innovantes. Ces investissements peuvent être réalisés directement ou indirectement *via* un fonds commun de placement à risque (FCPR), un FCPI ou dans des sociétés de capital-risque. L'objectif est d'améliorer la contribution des industriels au *venture capital*. En 2013, ils n'ont représenté que 4,3 % des capitaux levés par des fonds de *venture capital*¹¹, soit environ deux fois moins que la moyenne européenne.

La seconde réforme porte sur le *crowdfunding*, dont le nouveau cadre légal a été précisé à la fin de 2014¹² à la suite de l'ordonnance¹³ de mai 2014. En France, un projet pourra récolter jusqu'à 1 M€, contre 100 000 euros auparavant, *via* une plate-forme auprès d'investisseurs qui pourront pour leur part mettre 1 000 euros par projet chacun. Le financement participatif en fonds propres est également facilité par la création du statut de conseil en investissement participatif (CIP) sans besoin de capital minimum. La réforme est utile, elle va dans le bon sens, mais les montants engagés resteront encore trop homéopathiques. Sans un bouleversement plus radical du mode de financement et donc du fléchage de l'épargne, l'innovation restera le parent pauvre de l'investissement.

Au niveau européen, le Conseil de l'Union a adopté à la fin d'avril 2015 le règlement créant les fonds européens d'investissement de long terme (*European long term investment funds* – ELTIF). Dans ce cadre, 420 M€ ont ainsi été mobilisés en France dès mai 2015 afin de financer des entreprises innovantes *via* des prêts garantis par la Banque européenne d'investissement (BEI) *via* un partenariat avec Bpifrance. Ce mode de prêts garantis doit se développer en Europe avec comme contrainte d'être investis à 70 % au minimum dans des entreprises non cotées ou des PME cotées, dans des prêts, de l'immobilier, mais aussi dans des actifs intangibles comme des projets de recherche ou d'éducation. Ils pourront également investir dans des fonds de capital-risque européens. Les ELTIF sont ouverts aux particuliers, avec un investissement minimal relativement limité de 10 000 euros. Mais l'initiative, louable, souffre d'une barrière importante : le temps et la liquidité. Les montants investis sont bloqués pendant une longue période et prédéterminée à l'avance.

C'est donc criant : la quantité de ressources pour financer les entreprises innovantes en Europe et en France reste bien trop insuffisante pour tenir la comparaison avec les États-Unis notamment. La situation nécessite une thérapie de choc. Les mesures prises tout au long de ces années ne sont que du domaine de l'homéopathie légère. L'histoire de la construction européenne a pu expliquer une partie de ce déficit : pas de politique économique et monétaire commune, pas de droit commun, pas de monnaie, ni de langue commune. Mais aujourd'hui, toutes ces barrières sont levées. Il n'y a donc plus à tergiverser. Dans l'innovation, le capital n'est pas le risque. Le vrai risque est de ne pas apporter le capital nécessaire à l'innovation.

NOTES

170

1. Source : statistiques du Fonds monétaire international (FMI).
2. Stat info, enquête trimestrielle auprès des entreprises sur leur accès au crédit, 1^{er} trimestre 2015, Banque de France.
3. Source : National Venture Capital Association (NVCA).
4. Assises de l'investissement, diagnostic, Bpifrance septembre 2014.
5. Entreprise ayant augmenté, en moyenne, de plus de 10 % son chiffre d'affaires au cours des cinq années précédentes.
6. Source : Afic.
7. Tableau de bord 2014 de l'Union de l'innovation.
8. Source : Eurostat.
9. Source : Banque de France.
10. Code général des impôts, article 217 octies.
11. Source : EVCA.
12. Décret n° 2014-1 053 du 16 septembre 2014.
13. Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014.

BIBLIOGRAPHIE

- AFIC (Association française des investisseurs pour la croissance) (2014), *Performance nette des acteurs français du capital investissement à fin 2013*, juin.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2015), *Construire l'union des marchés des capitaux*, Livre vert, février.
- EVCA (European Venture Capital Association) (2014), *2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study*, juin.
- SAUVADET L. (2011), « En 2010, la moitié des PME d'au moins 10 personnes ont recherché un financement », *Insee Première*, n° 1379, novembre, www.insee.fr/fr/themes/document.asp?ref_id=ip1379.