

C A P I T A L R I S Q U E

De Boissieu (Christian), Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières, *Economie Appliquée*, tome XXXIX, 1986.

European venture capital association, *Venture Capital in Europe 1986*, VUGA publishers, The Hague, 1986.

Geoffron (Patrice), *Le marché du capital risque en France*, CREI, 1987.

Lebas (Patricia), *Guide du « Venture capital-Capital risque ». Définitions et illustrations pratiques des principales techniques utilisées*, CPE Etude n° 82, 1987.

Nouvellet (Dominique), Le capital risque, nouvelle chance du capitalisme, *Politique Industrielle*, Hiver 1986.

OCDE, *Le capital risque : contexte, développement et action des pouvoirs publics*, 1987.

Palasi (Pierre), Limites et excès du Venture Capital américain, *Analyse Financière*, 1^{er} trimestre 1984.

Preaux (Joëlle), Vieux Alex, *Venture Capital et Micro-Informatique : Etats-Unis et France*, Commissariat Général du Plan, 1986.

Raugel (Pierre-Jean), *Le capital risque en France*, Precepta, 2 Tomes, 1986.

Venture economics, *Venture Capital Yearbook*, Wellesley Hills, 1986.

COMMENTAIRE

Dominique NOUVELLET

Directeur général de SIPAREX, Vice-Président de CDC PARTICIPATIONS (Groupe Caisse des Dépôts)

Commenter un excellent article constitue un exercice difficile : soit le commentateur se contente d'encenser l'auteur, soit il redit autrement ce que l'auteur a voulu dire : dans les deux cas, son apport est nul pour le lecteur et je m'en voudrais d'être aussi désinvolte à son égard.

Le sujet bien traité par Patrice Geoffron a l'avantage d'être quasiment vierge, car le capital risque est un phénomène apparemment neuf en Europe, et d'être tout à fait d'actualité à tel titre qu'il suscite un intérêt qui peut confiner à la mode ; en outre, Patrice Geoffron est un universitaire, donc un « homme de recul » et le commentateur un praticien, donc un « homme de terrain » ; tous ces motifs incitent à tenter le dialogue entre auteur et commentateur...

Disons tout de suite notre désaccord sur l'origine exclusivement américaine du capital risque, qui serait la version européenne du venture capital ; en réalité, il me semble que le capital risque, c'est le capitalisme tout court (ou le capital sans isme pour éviter les débats théologico-idéologiques) avec pour point d'application les sociétés non cotées et pour spécificité les prises de participation minoritaires : en d'autres termes, le capital risque, c'est la prise de risque réalisée par des investisseurs en capital, qui acceptent de

devenir actionnaires d'une société non cotée dont ils n'assurent pas la direction, en vue de réaliser aux côtés de l'entrepreneur dirigeant un profit suffisamment élevé pour compenser largement le risque qu'ils ont accepté de courir. Vu sous cet angle, le capital risque est vieux comme le monde ; sans être historien, je crois le retrouver dans le « prêt à la grande aventure » que consentaient les hommes d'affaires des grandes places financières de La Renaissance aux navigateurs entreprenants qui partaient commercer au loin et leur promettaient en échange une partie du profit (grande aventure, venture capital ; ne s'agit-il pas d'une même étymologie ?) ; le capital risque, n'est-ce pas aussi l'activité à laquelle s'adonnait la bourgeoisie du XIX^e siècle en acceptant de participer au capital d'entreprises nouvelles initiées par des entrepreneurs dynamiques qui ont bâti le tissu industriel dont nous vivons encore, même s'il est un peu défraîchi ? N'est-il pas étonnant qu'en Europe le capital risque « non institutionnel », pour reprendre l'expression de Patrice Geoffron, renaisse à Londres, Anvers, Amsterdam, Genève, Lyon, Munich, Milan, etc., vieilles places commerciales et financières qui ont jadis pratiqué le « prêt à la grande aventure » et financé l'essor industriel du XIX^e siècle...

C A P I T A L R I S Q U E

En fait, comme la Belle au Bois Dormant, le capital risque s'est sans doute assoupi pendant plusieurs décennies, cédant la place au financement par emprunt ; c'est le mérite de la crise récente d'avoir démontré la faiblesse d'une économie d'endettement, la difficulté de renouveler le tissu industriel sur la seule base d'un effet de levier aux conséquences perverses en cas de chute des niveaux de rentabilité et l'impérieuse nécessité d'une prise de risque par des investisseurs entrepreneurs.

Mais, où situer sur cette toile de fond le venture capital américain et le financement de la haute technologie ? La réponse est aisée : dans la même perspective. Le venture capital américain s'est longtemps attaché à financer la haute technologie car l'innovation technologique était par excellence un secteur à haut niveau de risque et à forte potentialité de profit ; mais cette situation ne permet pas de conclure que venture capital égale haute technologie ; la crise de l'industrie des composants d'ailleurs a entraîné aux Etats-Unis une crise du venture capital qui cherche à se diversifier dans le « low tech » aux dépens du « high tech » ; ce qui intéresse le venture capitalist américain, comme l'investisseur européen en capital (le « capital-risqueur » comme commencent à les appeler certains), c'est le couple risque-profit et la recherche d'entrepreneurs dynamiques capables de maîtriser le risque et de générer en contrepartie un fort taux de profit ; dans cette perspective, leur terrain de prédilection, c'est l'innovation ; pas seulement l'innovation technologique mais l'innovation au sens de Schumpeter, c'est-à-dire l'idée neuve, qui existe aussi bien dans la high tech que dans la low tech, celle qui nécessite le recours à un financier entreprenant, au plein sens de ce terme, culturellement très proche de l'entrepreneur avec lequel il accepte de s'associer dans une forme moderne de la « grande aventure »...

L'analyse conduite par Patrice Geoffron sur l'évolution vers un capital risque européen est passionnante car nous assistons, en effet, simultanément ou presque, dans toute l'Europe continentale, à la renaissance du capital risque ; nous avons bien dit Europe continentale, car l'Angleterre, pays de forte tradition marchande et capitaliste, dont les « merchant banks » ont été créées au xviii^e et au xix^e siècle, par des commerçants et des industriels et non par des spécialistes de la banque commerciale ou des fonctionnaires, n'a pas souffert autant

que l'Europe continentale des pièges de « l'économie d'endettement ». Je suis personnellement très optimiste quant à l'avenir d'un véritable « capital risque européen » : par sa taille, l'Europe constitue, comme les Etats-Unis pour les entreprises de ce pays, un marché à la dimension des entrepreneurs dynamiques ; les « capital-risqueurs » devront inmanquablement suivre et si possible précéder les entrepreneurs dynamiques qui, après 1992, chercheront à s'imposer sur ce marché unique dont la taille sera à la hauteur de leurs ambitions ; mais le capital risque européen sera sans doute moins le fait de « multinationales du capital risque » que de réseaux d'alliances construits par des spécialistes qui se connaissent et s'estiment et qui serviront de relais, d'appuis et de financement pour les entrepreneurs auxquels l'un ou plusieurs membres du réseau sera ou seront associés ; c'est déjà dans cet esprit que SIPAREX, après avoir créé une société à vocation internationale en Suisse, a constitué des liens de coopération avec SOFIPA à Rome et à Milan, Granville à Londres, la GIMV à Anvers, la Société générale de Belgique à Bruxelles, le Groupe Matuschka à Munich, la Société catalane de capital risque à Barcelone, sans oublier Fred Adler aux Etats-Unis ; pour la plupart, de jeunes sociétés de petite taille dont la mentalité est plus proche de celle des entrepreneurs auxquels chacun de nous est associé que de celle des grands groupes bancaires qui cherchent à se diversifier dans le capital risque.

Car cette diversification des groupes bancaires vers le capital risque sera source de fortes désillusions : désillusions pour l'ensemble de la profession si avec leurs fonds considérables et leur approche de spécialistes du crédit, ces grands établissements déstabilisent un marché étroit et fragile par des évaluations trop élevées, des montages financiers inspirés des opérations de crédit, un apport d'argent frais excessif et insuffisamment sélectif à des entreprises qui ont autant besoin d'assistance et d'appuis que d'argent ; désillusions également pour les banques elles-mêmes qui croient avoir trouvé dans ce secteur une source nouvelle et importante de profit alors que leurs marges diminuent par ailleurs : mais ces établissements ont la mémoire courte, car ils oublient ce qui était pour eux un dogme il y a encore dix ans, c'est-à-dire que ce profit est plus difficile à réaliser qu'il n'y paraît, car il est la contrepartie d'un risque (le fameux couple risque-profit) dont l'analyse consti-

C A P I T A L R I S Q U E

tue un métier que généralement, ils ne maîtrisent pas ; métier qui génère, en cas de professionnalisme insuffisant, plus de pertes en capital que de plus-values. A cet égard, on ne peut écarter l'idée, si la situation actuelle persistait, qu'un véritable « Krach du capital-risque » survienne un jour prochain en Europe.

Dans ce contexte, je ne partage pas du tout l'opinion de l'auteur qui paraît favorable à un « troisième marché » : il me semble d'une part que la rentabilité des entreprises françaises est trop faible, leurs structures financières insuffisamment assainies, les défis qu'elles rencontrent trop importants, et que d'autre part les épargnants français sont trop novices en matière de prise de risque et sont dotés de réflexes capitalistes encore nettement insuffisants pour pouvoir lancer sans drame un marché dont l'objet sera de constituer un véritable circuit court entre le petit épargnant et la

PME à risque ; malheureusement, ce concept est à la mode et il est souvent promu par des intermédiaires qui après avoir contribué au succès du Second Marché cherchent un nouveau souffle au fur et à mesure que celui-ci tend à se banaliser.

Au terme de ces « commentaires » venus à l'esprit au fil de la plume, il convient de remercier Patrice Geoffron d'avoir apporté par son article une base scientifique à ce qui pourrait être un grand débat d'idées ; mais ce débat est rendu difficile par le fait que l'économie d'endettement que nous avons connue pendant plusieurs décennies a engendré des comportements non capitalistes chez les agents économiques (banquiers, fonctionnaires et même chefs d'entreprise) qui ont façonné les mentalités ; on comprend mieux, dès lors, pourquoi Fred Adler nous disait récemment sa satisfaction de constater que peut-être, enfin, l'Europe lui paraissait à l'aube d'un renouveau capitaliste.

