

# CAPITAL-RISQUE : DE GROS PROGRÈS, MAIS POURRAIT MIEUX FAIRE

PIERRE-MICHEL PASSY ET PIERRE PALASI\*

**L**e tout nouvel engouement enregistré en Europe pour les métiers de capital-risque/capital-développement conduit tout naturellement à s'interroger sur la pérennité de ce mouvement.

Cette interrogation semble d'autant plus légitime quand on se souvient qu'il y a seulement cinq ans, la profession se trouvait dans une situation difficile.

## *LA SITUATION EN 1993*

A cette époque, les investisseurs institutionnels se détournèrent du capital-risque car :

- les retours étaient insuffisants et ne correspondaient pas aux attentes, peut-être irréalistes, établies dans ce type d'investissement dans les années 80 ;
- les règles de valorisation étaient trop hétérogènes ;
- compte tenu du manque général de transparence affectant la profession, les investisseurs ne pouvaient pas comparer les divers intervenants ;
- l'illiquidité de leurs investissements dans le secteur, leur peu d'influence dans la gestion et les conditions de rémunération des gérants constituaient des facteurs supplémentaires de frustration.

Ce mouvement de défiance qui a démarré en Grande-Bretagne en 1991/1993, s'est étendu à l'Europe Continentale.

A titre d'exemple, on peut rappeler que lors de son enquête annuelle, le TRI (taux de retour sur investissement) du capital-risque en France sur la période 1978/1995 s'élevait à seulement 5,78 % (et était de - 13,77 % pour la période 1990/1995).

Il convient de préciser qu'il s'agit de TRI brut (hors frais de gestion) mesurés sur les investissements ayant fait l'objet d'une cession ou d'un sinistre et excluant donc les sociétés en portefeuille.

---

\* Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque.

La même enquête mettait, par contre, en exergue les bonnes performances du capital-transmission (TRI de 30 %) et du rachat de positions minoritaires (TRI de 32 %) tandis que le capital-développement traditionnel affichait des performances moyennes (14,1 %).

La profession a donc dû faire face à une crise profonde marquée par la difficulté de lever de nouveaux fonds en capital-risque :

- le retrait d'un grand nombre d'investisseurs et la disposition de certains intervenants,
- le repositionnement des intervenants sur les secteurs dégageant des TRI élevés,
- l'extension du champ d'intervention de grands opérateurs anglo-saxons qui se sont intéressés, de façon accrue, au marché de l'Europe Continentale.

Les conséquences sur la profession furent :

- une difficulté accrue pour lever de nouveaux fonds,
- le développement d'un marché secondaire de rachats de positions dans les fonds,
- la liquidation de certains fonds et la concentration des intervenants.

Ce mouvement a touché en priorité le capital-risque et le capital-développement traditionnel tandis que les fonds LBO (Leverage Buy Out) qui affichaient de bonnes performances, étaient très peu touchés.

212

## *LES FACTEURS DU CHANGEMENT*

### *La baisse des taux d'intérêts*

Elle a eu plusieurs impacts sur l'attitude des investisseurs à l'égard de l'investissement en non coté :

- elle a contribué mécaniquement à améliorer, toutes choses égales par ailleurs, la rémunération du risque puisque le taux sans risque baissait,
- elle a engendré une hausse des valorisations des sociétés du portefeuille des opérateurs du non coté, entraînant une nouvelle amélioration de la rémunération du risque,
- elle a obligé les investisseurs à accepter des degrés de risque plus importants de façon à pouvoir offrir des rendements encore attractifs. Dans un premier temps, cela s'est surtout traduit par un accroissement de la part investie en actions.

### *L'appui des pouvoirs publics*

L'intérêt économique du capital-risque en Europe a été particulièrement mis en exergue lors d'une étude conduite par Coopers & Lybrand qui a adressé un questionnaire à plus de 2 000 entreprises européennes ayant bénéficié de l'appui du capital-risque, les 500 réponses obtenues ayant été comparées aux performances des 500 premières sociétés européennes.

Il en est ressorti que :

- le taux de croissance (1991/1995) s'est établi à près de 35 % par an, soit plus du double de l'échantillon comparatif,
- le nombre d'employés s'est accru au rythme de 15 % par an, contre 2 % pour l'échantillon comparatif,
- la R&D (recherche et développement) de ces sociétés représentait en moyenne 8,6 % du CA (contre 1,6 % pour l'échantillon comparatif).

L'apport du capital-risque avait été particulièrement apprécié puisque 80 % des sociétés interrogées estiment que, sans le soutien et l'expertise dont elles avaient bénéficié, elles n'auraient pas pu se développer de la même façon.

L'importance de l'enjeu économique n'a pas échappé aux pouvoirs publics qui ont adopté trois types de mesures :

- mise à disposition de fonds publics destinés à s'investir dans les petites sociétés de croissance,
- allègement de la fiscalité directe sur les investissements dans les sociétés de croissance, via la mise en place d'outils d'investissements spécifiques tels les FCPI,
- politique d'incitation fiscale plus large, dont le dernier exemple est la création des fonds DSK.

Toutefois, le discours des pouvoirs publics reste très loin de la réalité décevante des mesures prises et il faudra des incitations plus fortes pour que la France rattrape son retard par rapport aux pays anglo-saxons.

Sait-on qu'il y a 700 000 *business angels* aux USA ? Sait-on que les montants des investissements en vrai capital-risque (hors capital-transmission et LBO) sont quinze à vingt fois supérieurs aux USA par rapport à la France et que les sommes consacrées au *seed-money* (capital-risque d'amorçage) sont dérisoires en Europe (de l'ordre du milliard en France), à l'exception de l'Angleterre.

213

### *Création de nouveaux marchés*

La création des marchés européens de valeurs de croissance en 1996, constitue une étape majeure dans la reconnaissance du capital-risque.

Les tableaux ci-dessous et ci-contre permettent de mesurer le chemin parcouru :

**Tableau n° 1**  
**L'Euro-NM au 31 août 1998**

	Nombre de sociétés	Capitalisation totale
Le Nouveau Marché	68	25 Md de FF
Neuer Mark (D)	50	102 Md de FF
N Max (NL)	13	11 Md de FF
Euro-NM Belgique	9	4 Md de FF
Euro-NM (Total)	140	25 Md de \$

**Tableau n° 2**  
**Easdaq au 11 septembre 1998**

Capitalisation boursière totale	12,5 Md \$
Capitalisation moyenne par société	338 M \$
Capitaux levés	1,9 Md \$
Flottant moyen	43,8 %
Nombre de sociétés cotées	32

Au-delà de la vérité des chiffres qui témoignent du succès inespéré des marchés de valeurs de croissance, deux aspects semblent particulièrement importants :

- l'existence de ces marchés a permis de faire prendre conscience à l'ensemble des investisseurs, qu'il existait en Europe une multitude de *success stories* dans le domaine de la haute technologie et qu'il était possible d'obtenir des taux de retour sur investissement extrêmement attractifs. Il ne faut pas non plus sous-estimer l'impact de ces succès sur le développement de l'esprit entrepreneurial et sur l'évolution de la perception par le public de la création d'entreprise ;

- par ailleurs, il se développe actuellement une compétence, notamment dans les secteurs de technologie, en matière d'analyse de ces valeurs de croissance, qui est une condition nécessaire à l'intérêt des investisseurs pour ce type de valeur et qui permet de faire évoluer les techniques d'appréciation utilisées par le marché ;

- on notera à cet égard que les valeurs basées sur des multiples d'EBIT (Earning before Interest and Taxes) sont directement dérivées des opérations de LBO et que les méthodes basées sur le *Price Earnings Growth* provenant du capital-risque connaissent une diffusion importante à l'heure actuelle.

### *Les efforts de la profession*

Conscients des difficultés rencontrées, les *venture capitalistes* ont fourni une contribution importante à trois niveaux :

- ils ont joué un rôle moteur dans la création de l'Easdaq ;
- leur *lobbying* a permis une meilleure reconnaissance des particularités de la création d'entreprises et notamment de la nécessité de permettre aux entrepreneurs/créateurs de bénéficier d'une forte incitation financière en cas de succès qui ne soit pas obérée par une fiscalité confiscatoire ;
- le secteur s'est professionnalisé avec notamment des équipes étoffées et spécialisées par secteur et/ou type d'opérations permettant une couverture géographique étendue.

### LA SITUATION ACTUELLE

L'année 1997 a constitué une année record en termes de levée de fonds aussi bien qu'en termes d'investissements au niveau européen comme le montre le tableau récapitulatif ci-dessous.

**Tableau n°3**  
**Fonds levés et investissements des firmes de capital-risque**

En millions d'ECU	Fonds levés	Investissements
1993	3 425	4 115
1994	6 693	5 440
1995	4 398	5 546
1996	7 960	6 788
1997	20 002	9 655

Source : EVCA

L'année 1998 s'annonce aussi bonne avec deux particularités :

- les fonds de *start-up* constituent une fraction importante des nouveaux fonds ;

- des entreprises industrielles (Rhône Poulenc, Vivendi...) se lancent aussi dans la création de fonds, ce qui en soi n'est pas une nouveauté (France Télécom, Thomson ou EDF s'étaient déjà essayés avec succès à cet exercice difficile), mais mérite d'être relevé compte tenu de l'importance des sommes mises en jeu.

Parallèlement, les marchés de valeurs de croissance qui ont permis de faire connaître des valeurs comme Aixtron, Genset, Lernout et Houspie, Omnicom ou Topcall (valeurs dont la capitalisation boursière se compte en milliards de francs) affrontent leur première crise avec des résultats somme toute satisfaisants en termes de liquidité et de volatilité.

### LES CONDITIONS NÉCESSAIRES A L'ÉMERGENCE DU NON COTÉ COMME CLASSE D'ACTIF

Les facteurs semblent réunis pour permettre à l'investissement en non coté de constituer une classe d'actifs à part entière sous réserve de satisfaire aux conditions suivantes :

*Disposer d'une population d'entreprises suffisante pour pouvoir sélectionner les investissements*

Cela passe par un développement de l'esprit d'entreprise qu'il convient de favoriser en s'appuyant sur les *success stories*. Ces exemples pourraient être utilisés dans le cadre d'enseignements supérieurs ou universitaires de façon à sensibiliser toute une population de managers

potentiels aux risques et opportunités de la création d'entreprise, avec probablement un complément sur les techniques de rachat avec effet de levier.

Il faudrait aussi simplifier l'environnement administratif de la création d'entreprise et renforcer le rôle des *business angels* qui au-delà de leur participation financière, apportent leur savoir-faire et leur crédibilité à des projets qui peuvent avoir quelques difficultés à intéresser des investisseurs institutionnels dans leur phase initiale.

Enfin, il n'est pas d'exemple d'une politique favorisant la création d'entreprise qui ait réussi sans incitation fiscale. Celle-ci doit jouer à deux niveaux :

- pour les investisseurs qui prennent des risques importants et doivent (probablement au travers de structures bien déterminées de façon à éviter les abus) pouvoir bénéficier dans des proportions importantes de déductions fiscales incitatrices liées au montant de leur investissement. A cet égard, le système des FCPI constitue une ébauche intéressante, mais très insuffisante à cause des plafonds de déductions à des niveaux beaucoup trop faibles,

- pour les entrepreneurs qui souhaitent retirer une forte rémunération en cas de succès, on retrouve le problème des *stock options* et de leur fiscalité qui n'est pas vraiment allée dans le bon sens depuis deux ou trois ans, notamment sous le précédent Gouvernement.

216

### *Disposer de ressources longues*

On retrouve ici le vieux débat sur les fonds de pension qui ont tant fait pour le développement des investissements à risque aux USA.

La situation européenne est très diverse puisque coexistent des pays où les fonds de pension occupent une place très importante (Royaume-Uni, Suisse, Pays-Bas) et des pays dont ils sont absents et dont le meilleur exemple est la France.

Compte tenu des déséquilibres démographiques, il ne sera pas possible de faire l'économie de la mise en place de retraites par capitalisation. L'afflux régulier de fonds visant à assurer un passif à long terme permettra un accroissement des investissements long terme et bénéficiera en priorité aux investissements en actions dont il est démontré que sur le long terme ils offrent un retour supérieur aux autres investissements. On peut penser que les investissements en non coté profiteront eux aussi de cet afflux de capitaux, même s'il est probable que l'Etat cherchera à financer une partie de son déficit en instaurant un niveau minimum d'investissement en OAT.

*Adopter une politique de transparence à l'égard des investisseurs*

Les investisseurs seront prêts à prendre des risques dès lors qu'on leur donnera le moyen d'en apprécier le niveau au travers d'un *reporting* régulier et complet. Ainsi les grands investisseurs internationaux veulent disposer d'un ensemble d'informations sur les sociétés du portefeuille, leurs valorisations, les engagements hors bilan (*put, call*) qui peuvent modifier la valeur de l'investissement, les plus et moins values latentes...

Un des critères de base permettant à un type d'investissement d'accéder au statut d'actif financier est que l'investisseur puisse à tout moment mesurer sa performance, la comparer et effectuer des arbitrages. Il est donc essentiel de pouvoir mesurer les performances des intervenants du secteur, ce qui implique l'existence de règles de valorisation utilisées par tous les intervenants qui s'appliqueraient aussi aux sociétés en portefeuille.

On peut aussi rêver à la mise en place au niveau européen d'un type unique de structure investissant dans le non coté.

*S'appuyer sur des marchés de valeurs de croissance  
efficaces et liquides*

Il est indéniable que la création de ces marchés a créé une concurrence aux activités traditionnelles de capital-développement qui n'apparaissent plus comme un passage obligé avant la reconnaissance ultime procurée par l'entrée en Bourse.

Ce segment de l'investissement en non coté a été d'autant plus touché que l'euphorie boursière a induit des valorisations parfois excessives.

Ceci étant, le passé a prouvé que les excès avaient vocation à être corrigés et on peut espérer qu'avec une redéfinition du rôle du capital-développeur et notamment un accroissement de sa valeur ajoutée non financière, ce segment sera à même de drainer des opportunités intéressantes.

Pour les autres segments, l'arrivée de ces nouveaux marchés a été un facteur extrêmement positif en créant une nouvelle source de financement pour des dossiers jusqu'alors réservés au capital-risque et en offrant des sorties partielles sur des niveaux de valorisation élevés.

Ces marchés en sont à un stade de démarrage et il faut encourager leur développement en :

- continuant d'introduire de façon régulière de nouvelles sociétés et en conservant la prépondérance des valeurs technologiques,
- favorisant l'augmentation du nombre d'intermédiaires assurant la liquidité à un coût raisonnable,
- développant une recherche régulière de qualité et sur les sociétés,
- s'efforçant de conserver sur ce marché les sociétés qui s'y sont

inscrites, plutôt que de laisser s'instaurer un mouvement de transfert vers des marchés moins typés, mais plus prestigieux et liquides.

Il s'agit d'un enjeu essentiel pour le capital-risque et le développement des entreprises et ces marchés doivent démontrer leur sérieux dans la sélection et le suivi des sociétés introduites. A cette condition, les investisseurs tant privés qu'institutionnels pourront s'y intéresser dans des conditions de sécurité satisfaisante. Ces marchés deviendront la première source de sortie pour les professionnels du non coté, quelque soit le type d'opération.

Il est clair que la profession traverse une phase exceptionnelle qui résulte à la fois des circonstances, mais aussi des efforts entrepris pour rationaliser le métier.

La Silicon Valley a enfin été découverte par les pouvoirs publics puisque plusieurs délégations (Sénat, ministère des Finances...) viennent d'y passer quelques jours. Le Premier ministre a reconnu publiquement, à la suite d'un voyage aux USA, que les créations d'emplois y relèvent plus de la haute technologie que des « petits boulots ».

Toutefois les mesures prises, notamment au plan fiscal, restent frileuses, indirectes (comme le DSK), plafonnées trop bas ou tout simplement repoussées sans cesse (fonds de pension). S'agissant de ce dernier dossier des fonds de retraite par capitalisation, on ne peut qu'être impressionné par le nombre de milliers d'heures passées depuis quinze ans, à débattre du sujet en commissions, conférences, études, livres... pour ne rien faire. Ce gaspillage et ces hésitations sont à contre-sens de la doctrine du capital-risque (« *get it done* »).

A l'exception de ces conditions relevant du politique, on peut considérer que l'ensemble des autres facteurs est en place pour permettre enfin à l'investissement en non coté européen d'accéder à la reconnaissance à laquelle il aspire depuis l'origine. Il reste à souhaiter que les deux ou trois dernières bonnes années vécues par le capital-risque en Europe soient le début d'un cycle long d'une dizaine d'années comme cela se constate aux Etats-Unis depuis trois décennies.