

DOSSIER / Le capital investissement,
un secteur en pleine mutation



VARIANCES

LA REVUE DES ANCIENS DE L'ENSAE



FOCUS /

Le sociologue quantitatif
au service des politiques sociales et économiques

Le capital investissement, un secteur en pleine mutation

Le capital investissement (*private equity* en anglais ou « équité privé » en québécois) naît de la rencontre entre un entrepreneur et un financier. Pour l'entreprise, il s'agit principalement de recevoir un apport en fonds propres pour se financer (en complément du recours à l'endettement), mais aussi de bénéficier d'une expertise stratégique, financière ou industrielle. Pour l'investisseur, il s'agit de construire et gérer, avec une vision actionariale, un portefeuille d'entreprises non cotées en bourse - d'où le qualificatif *private* en anglais- dont il a généralement le contrôle.

Vieille comme le capitalisme, cette pratique a connu depuis une vingtaine d'années une institutionnalisation rapide. Le développement de fonds d'investissement dédiés et une tendance à l'accroissement de la taille des entreprises concernées lui ont donné une visibilité nouvelle. Elle fait ainsi l'objet d'une attention accrue de la part des régulateurs, des syndicats, des chercheurs, des politiciens et des media.

Soumis à de fortes pressions réglementaires destinées à limiter les excès dont il est parfois taxé - en matière de rémunération des dirigeants, d'impact social ou environnemental-, le capital investissement est un métier controversé. François Lecointe (1985) nous montre toutefois qu'il joue un rôle significatif dans le financement de l'économie. Les différentes études, présentées dans cet article, sur son impact économique mettent d'ailleurs en évidence un lien positif avec la croissance des entreprises investies, voire avec l'emploi, contrairement aux idées reçues.

Le capital investissement est aussi un métier à la culture très spécifique, à mi-chemin entre les mondes de la finance et de l'entreprise. Nous vous proposons une typologie des différents fonds et des métiers qu'ils offrent. Elle intéressera notamment ceux qui envisagent de travailler dans ce secteur très concurrentiel qui offre de belles opportunités professionnelles.

Mikaël Cohen (1986) nous présente ensuite le point de vue d'un investisseur institutionnel sur une classe d'actifs qui diffère dans bien des aspects des actions ou obligations, et, dont la diffusion dans les portefeuilles des grands investisseurs français reste faible comparée à ce qu'elle est chez leurs équivalents anglo-saxons.

Sébastien Petithuguenin (2001), Directeur Général Adjoint de Paprec, société sous LBO depuis 1999, a accepté de répondre sans détours à nos questions. A travers ce cas très particulier, nous abordons le capital investissement sous un angle managérial.

Enfin nous concluons ce dossier par un article un brin provocateur de Keyvan Nilforoushan (2003) sur le capital-risque, le segment le plus entrepreneurial du secteur. Il nous rappelle que, s'il s'agit assurément d'un pilier de l'innovation dans une économie capitaliste (cf. *Variances* 31, octobre 2007), il est très difficile pour un investisseur, en tout cas en France, d'y obtenir une rentabilité satisfaisante.

Nous n'avons pas la prétention d'être exhaustifs sur un sujet qui pouvait être traité sous nombre d'axes différents. Nous aurions ainsi pu observer que le capital investissement est parfois vu comme un mode d'action publique : les structures telles que le FSI¹ en France ou le FEI² européen en témoignent. Financements publics et privés ne sont pas antinomiques.

Emmanuel Léonard (2007) et Eric Tazé-Bernard (1978)

Sommaire

1

Le rôle économique du private equity :
au-delà des poncifs
Serge Rakovitch
François Lecointe (1985)
p.20

ZOOM
de la rédaction

Profession « actionnaire »
p.24

2

Le capital investissement :
quelle place pour les
investisseurs institutionnels ?
Mikaël Cohen (1986)
p.27

3

Il existe même des LBO heureux...
Entretien avec Sébastien
Petithuguenin (2001)
p.31

4

Libérer le capital-risque français
Keyvan Nilforoushan (2003)
p.34

1 - Fonds Stratégique d'Investissement

2 - Fonds Européen d'Investissement

4

Libérer le capital-risque français

Keyvan Nilforoushan (2003), Membre du Directoire, Quadrivium Gestion

La différence de développement du capital-risque entre France et Etats-Unis s'explique en partie par des facteurs culturels et une meilleure capacité outre-Atlantique à favoriser la création de communautés entrepreneuriales à partir de la recherche académique. Le financement du capital-risque français par les particuliers, à travers les fonds fiscalement avantagés, constitue toutefois une cause structurelle de sa sous-performance.

Un ancien patron d'American Airlines disait des compagnies aériennes qu'elles sont de très belles entreprises où travailler, mais de très mauvaises entreprises où investir. Au vu de son historique de performances décevantes, il serait tentant d'en dire autant du capital-risque français, et de se demander s'il mérite vraiment sa place dans une allocation de portefeuille rationnelle.

Pourtant, aux Etats-Unis, cette classe d'actif affiche régulièrement des rendements solides, et continue à contribuer à la création de belles et grandes réussites entrepreneuriales.

Quelle est l'origine de cette différence nationale, et comment faire pour que cette classe d'actif atteigne en France les mêmes niveaux de performance qu'outre-Atlantique ?

L'écart de performance

Le fonctionnement du capital-risque est le même dans les deux pays, et consiste à trouver des entreprises ou des projets à fort potentiel pour les financer en échange d'une partie de leur capital. L'investisseur aide ensuite ces entreprises à se développer et à maximiser leur valeur, avant d'obtenir la liquidité de sa participation – notamment par cession de l'entreprise ou introduction en bourse.

Cependant, alors que le capital-risque se contente en France d'un peu recommandable taux de rendement interne (TRI) annualisé de -2,6 % en 2010¹, il obtient aux Etats-Unis la même année un TRI fort honorable de 15,4 %².

On pourrait penser à une forte dispersion entre les fonds masquant une performance élevée des meilleurs, mais la différence nationale ne fait que s'amplifier si on se restreint au premier quartile, qui ne présente en France qu'un TRI moyen de 6,2 %. Cela compense difficilement l'investissement dans une classe d'actif risquée et peu liquide !

L'AFIC explique cette disparité entre la France et les Etats-Unis en invoquant « une maturité forte du capital-risque aux USA avec l'implication du capital investissement dans la Silicon Valley et le succès d'opérations importantes sur le marché américain des nouvelles technologies (Google, Amazon...) ». Cette tautologie peut laisser songeur...

Pouvons-nous mieux expliquer les obstacles à la performance du capital-risque français ? C'est seulement en les analysant plus en profondeur qu'il apparaît qu'ils ne sont pas structurels, mais simplement liés à une différence d'habitudes et de contraintes de fonctionnement. C'est en changeant ces habitudes que le potentiel de performance du capital-risque français sera libéré.

L'importance des écosystèmes universitaires

En effet, une première école, fataliste, observe l'historique peu glorieux du capital-risque français et en conclut que la France ne se prête pas à l'exercice de ce métier : chaque fruit est celui de son climat, et l'arbre qui prospère à un endroit dépérit ailleurs. Les raisons les plus diverses sont citées à l'appui de cette conclusion : les Français n'auraient pas la culture de la création d'entre-

¹ - Association Française des Investisseurs en Capital. Capital Risque : Activité 2010 (...), Juin 2011

² - Association Française des Investisseurs en Capital. La Performance nette du capital investissement français - Etude 2010.

prise, le cadre juridique ne le permettrait pas, la fiscalité serait trop lourde, ... La réalité est nettement plus contrastée !

Tout d'abord, si l'environnement juridique et fiscal expliquait tout, les Etats-Unis ne connaîtraient pas eux-mêmes une telle disparité entre régions. En effet, de grosses régions du pays ne connaissent que très peu de capital-risque et de créations de *start-ups* technologiques, ces dernières se regroupant dans des poches d'excellence comme la Silicon Valley, la Silicon Alley de New York, le Massachusetts, Boulder, ... Pourtant, les lois et la fiscalité ne sont pas plus avantageuses dans ces régions ; elles le sont même parfois moins : la Californie a par exemple la coquetterie de ne pas autoriser les clauses de non-concurrence, pourtant censées être essentielles à la préservation de l'actif immatériel. Quant à New York, on y trouve probablement les loyers et les salaires les plus élevés du pays, ce qui n'aide pas vraiment les jeunes sociétés à boucler leurs fins de mois... La prospérité de ces régions montre que le cercle vertueux de l'entrepreneuriat, une fois démarré, est particulièrement résistant aux modifications de son environnement ; elle montre surtout que, si les initiatives étatiques généralisées sont toujours utiles (et bienvenues !) pour soutenir le développement de *start-ups*, elles n'ont que peu d'impact au niveau très local auquel se construisent les écosystèmes entrepreneuriaux.

Comment alors se sont construits ces écosystèmes qui manquent en France ? Nous observons que chacune de ces poches américaines d'activité tourne autour d'une ou plusieurs institutions d'enseignement supérieur agissant comme point focal de l'interconnexion d'une grande communauté d'entrepreneurs, de savants, d'entreprises, d'investisseurs... Par exemple, il y a une distinction claire, au sein même de l'écosystème du Massachusetts, entre les zones de la Route 128 (MIT), Cambridge (Harvard) et Boston (Boston University). Ce sont souvent ces universités qui génèrent des *start-ups*, en permettant à des étudiants de se rencontrer, d'expérimenter, de créer, tout en étant encadrés, accompagnés, guidés. Par exemple, Stanford a longtemps hébergé les serveurs de Yahoo, les aidant ainsi à se lancer. De même, une étude de 1997 a montré qu'il y avait alors dans le monde 4 000 entreprises liées au MIT, employant plus d'un million de personnes³.

Ce phénomène se retrouve en France, mais il a longtemps peiné à prendre les mêmes proportions, notamment en raison d'une très grande fragmentation des établissements d'enseignement

supérieur. **Les très récents regroupements d'établissements d'enseignement supérieur, comme ParisTech ou Sorbonne-Universités, ont enfin recréé en France cette dynamique essentielle de la machine entrepreneuriale américaine.**

Revenir au capital-risque scientifique et technologique

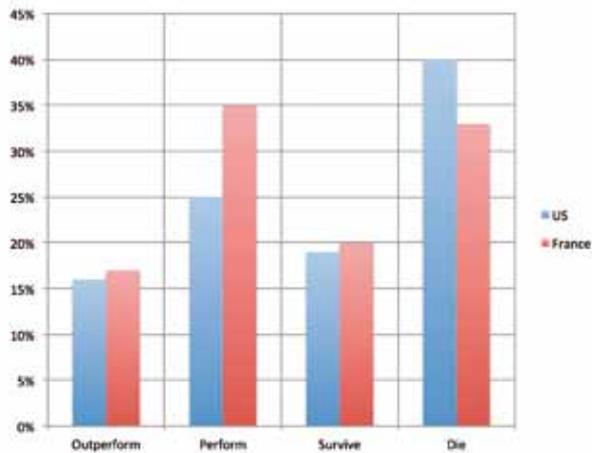
Le problème français de l'entrepreneuriat scientifique se trouve plutôt en aval : la France est en effet très en retard dans l'intégration entre le monde académique et l'univers du capital-risque. C'est dans cette divergence fondamentale que naît une grande partie du différentiel de rendement.

En effet, le capital-risque a toujours gagné de l'argent en finançant des industries extraordinairement ambitieuses pour leur époque : les semi-conducteurs dans les années 60, l'informatique personnelle dans les années 70, les réseaux et la biotechnologie dans les années 80, et Internet dans les années 90. Cependant, les afflux de capitaux de la bulle Internet ont été l'occasion pour le capital-risque d'élargir son champ d'action en finançant beaucoup d'entreprises sans grand contenu scientifique ou technologique. Cette pratique aurait dû s'arrêter avec l'éclatement de la bulle, mais une grande partie de la profession a étrangement choisi de poursuivre dans cette voie, pensant améliorer son espérance de rendement en s'affranchissant du risque technologique.

Les acteurs du capital-risque français se sont ainsi trop souvent écartés de l'investissement dans les sociétés scientifiques et technologiques pour se concentrer sur l'espace restreint et surchargé des sociétés Internet. S'il n'y a aucun doute sur la révolution que représente Internet dans nos vies, la concentration de certains

3 - Katharine Dunn. "The Entrepreneurship Ecosystem." MIT Technology Review. (September 2005), http://www.technologyreview.com/printer_friendly_article.aspx?id=14761



Figure 1 : Construction du portefeuille cible

fonds sur des sociétés n'apportant pas de réelle innovation - si ce n'est éventuellement d'usage - est exagérée. Pensant diminuer le risque, ils ont arrêté de financer les champions de demain et ont plombé leurs rendements, tout en arrêtant de contribuer au développement technologique du pays : pour citer le manifeste d'un fonds américain, « Le futur que les gens attendaient dans les années 60 est encore le futur que nous attendons, un demi-siècle plus tard⁴. »

Pire, le capital risque étant encore jeune en France, beaucoup d'investisseurs n'ont connu que ce mode de fonctionnement-là ! Cela a conduit toute une génération d'investisseurs à sous-estimer l'importance de la science et de la technologie dans la génération de performances, avec des répercussions qui dureront longtemps. *Les fonds, en revanche, qui ont su rester sur leur positionnement historique de capital-risque scientifique et technologique génèrent souvent les meilleures performances.*

L'origine des fonds et la constitution du portefeuille

Une autre différence majeure entre la France et les Etats-Unis tient à la provenance des fonds destinés au capital-risque. En France, l'écrasante majorité de l'argent investi en capital-risque provient de fonds fiscalement avantageés (FCPI, FIP,...) destinés à des investisseurs grand public. Contrairement à la structure traditionnelle du FCPR, qui ne propose aux particuliers qu'une exonération des plus-values (sous la condition indispensable qu'il y en ait!), les FCPI et FIP

offrent une réduction d'impôt dès l'entrée. Alors que cette mesure devait soutenir l'activité du capital-risque, elle est en fait devenue un obstacle majeur à son développement.

D'abord, les investisseurs grand public sont par nature plus sensibles à la préservation du capital investi qu'à la génération de rendements hors normes, menant à une volonté de se décaler sur la courbe de risque/rendement - au détriment des performances. L'abandon du capital-risque scientifique vient donc en grande partie de la demande des investisseurs, et cette volonté de diminuer le taux d'échec se retrouve dans la construction des portefeuilles. La figure 1 montre la répartition visée par les investisseurs entre sociétés qui surperforment, performent, survivent, ou échouent - et compare cette répartition entre investisseurs français et américains. Nous voyons que les taux de réussite visés sont très supérieurs en France.

Corrélativement, ce taux de réussite plus élevé devrait permettre d'accepter une définition moins ambitieuse de ce que représente la réussite. Cependant, un taux de réussite aussi élevé ne se décrète pas ! Il est probable qu'une grande partie du capital-risque français souffre simplement d'un décalage entre la distribution des rendements espérée au moment de la construction du portefeuille, et celle vécue dans la réalité...

L'impossible séquençage des investissements

Ensuite, **ces fonds fiscaux ont légalement l'obligation déraisonnable d'investir leur argent dans les deux ans suivant leur constitution.** Cette obligation dénuée de fondement est incompatible avec une gestion raisonnable de ces fonds. En effet, la majorité des *start-ups* lèvent de nombreuses tranches de financement avant d'atteindre la liquidité - et au fur et à mesure de ces tours ultérieurs de financement, les investisseurs sont mieux informés et peuvent prendre des décisions de refinancement qui diminuent leur risque. L'investisseur place ainsi, au fil du temps, beaucoup plus d'argent dans les sociétés qui réussissent que dans celles qui échouent. Cette étape, où l'investisseur doit identifier dans son jardin les meilleures pousses pour y concentrer ses efforts, est fondamentale dans la génération de rendements... mais interdite aux fonds fiscaux.

De plus, la tradition du capital-risque (« *pay to play* ») veut que chaque levée de fonds soit

4 - Founder's Fund. "What Happened to the future." <http://www.foundersfund.com/the-future>

l'occasion d'écraser les droits des investisseurs des tours précédents, qui n'ont plus les réserves pour réinvestir. On ne saurait donc négliger l'impact de ce délai limité d'investissement

Le poids des frais

Enfin, le niveau plus élevé de frais – nécessaire pour rémunérer les réseaux de distribution de ces fonds grand public – contribue évidemment au différentiel de performance : sur les 8 à 10 années de durée de vie d'un fonds, les 1 à 1,5 % de différence annuelle de frais de gestion se cumulent en différence significative sur la performance nette.

Nous le voyons, par beaucoup de biais différents, **le financement par le grand public du capital-risque français cause structurellement sa sous-performance, et ce malgré le talent de beaucoup de gestionnaires.** En imposant une somme toujours croissante de contraintes sur ces fonds, le législateur a surtout réussi à en dégoûter beaucoup de financer l'innovation ! Nous nous trouvons dans un véritable cercle vicieux, où les limitations inhérentes à ces fonds contribuent à causer des performances dégradées pour le capital-risque, noyant dans la masse les quelques fonds qui s'en sortent très bien, ce qui dissuade les institutionnels d'y investir, et renforce la dépendance des investisseurs à l'argent du grand public.

Conclusion

Alors même que des sommes phénoménales de l'argent du grand public se déversent chaque année dans cette classe d'actif, la météo du capital-risque français est loin d'être au beau fixe. Évidemment, cet article ne se veut nullement un requiem : le capital-risque est bien loin d'être enterré. Mais une mise en garde s'impose : si nous ne sortons pas de cette boucle dangereuse de performance décroissante liée à une dépendance croissante des fonds à un avantage fiscal, la pérennité de la classe d'actifs est loin d'être assurée.

En montrant que les rendements mitigés du capital-risque sont principalement le résultat d'un nombre restreint d'obstacles identifiés, nous espérons montrer la voie du recentrage de la classe d'actifs sur des fonds à fort rendement.

Pour que l'industrie puisse redémarrer en France, certains fondamentaux sont incontournables. Il faut revenir à un capital-risque qui soit finement intégré aux institutions d'enseignement supé-

La mesure de performance du capital risque

Comment mesurer la performance d'un fonds d'investissement non coté ? Ce n'est pas une mince affaire ! En effet, au-delà des impondérables de la mesure de performance de tout produit financier (quel benchmark, quel période,...), le capital investissement empile les complexités :

- Les investissements ne sont pas liquides, ce qui doit donner lieu à des décotes de liquidité dont l'application est largement subjective ;
- Il n'y a en général aucune transaction sur ces sociétés, ce qui fait qu'il n'existe pas de prix de marché ;
- Le concept de sociétés comparables, cher au capital-développement, est pour le moins difficile à manier en capital-risque sur des sociétés véritablement innovantes.

Les acteurs ont pendant longtemps contourné le problème en décidant de conserver toutes les lignes à leur valeur d'acquisition, jusqu'à leur cession, mais cela n'aidait pas beaucoup à comparer la performance... A la lumière de tout cela, l'IPEV a effectué un travail remarquable⁶ de définition de normes. Cependant, si ces dernières sont très adaptées au LBO et au capital-développement, le degré de subjectivité rémanent dans leur application au capital-risque laisse plutôt mal à l'aise.

Ce problème est en plus loin d'être marginal : dans les chiffres cités en introduction pour le TRI moyen du capital-risque, les 2/3 de la performance à ce jour reposent sur des sociétés encore en portefeuille, dont l'évaluation résulte d'un travail subjectif de l'investisseur.

rieur, véritables dynamos entrepreneuriales. Il faut le recentrer sur le financement d'entreprises scientifiques et technologiques, réellement innovantes, et pas juste sur de « bonnes idées » insuffisamment ambitieuses. Surtout, le financement de ce capital-risque doit redevenir à terme le fait majoritaire d'institutions financières.

Cependant, cela ne se fera pas du jour au lendemain, et nous n'y arriverons pas en supprimant soudainement la béquille (certes imparfaite) représentée par les fonds fiscaux ! Il faut au contraire continuer à les favoriser, mais en les recentrant sur le critère unique de la véritable prise de risque technologique et scientifique, en contrepartie de l'avantage fiscal accordé.

C'est ainsi que nous verrons – après des années fortement discriminantes pour le métier – émerger la prochaine génération d'investisseurs à succès, qui pourront utiliser leur track-record pour faire revenir les institutionnels sur cette classe d'actifs. ■

5 - Michael Jurgen Garbade. "The Key Differences in VC Financing of IT start-ups in the U.S., UK, Germany and France." *Business Insider*, <http://www.businessinsider.com/differences-in-venture-capital-financing-of-us-uk-german-and-french-information-technology-startups-2011-5>

6 - *International Private Equity and Venture Valuation Guidelines*. Ward, Geoffrey C., and Ken Burns. Août 2010.