

**Séminaire  
Ressources Technologiques  
et Innovation**

*organisé grâce aux parrains  
de l'École de Paris :*

Accenture  
Air Liquide<sup>1</sup>  
Algoé<sup>2</sup>  
ANRT  
Arcelor  
Cabinet Regimbeau<sup>1</sup>  
Caisse des Dépôts et Consignations  
Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et  
de Prévoyance  
CEA  
Centre de recherche en gestion  
de l'École polytechnique  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
CNRS  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
Danone  
Deloitte & Touche  
DiGITIP  
École des mines de Paris  
EDF  
Entreprise & Personnel  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
France Télécom  
IBM  
IDRH  
IdVectoR<sup>1</sup>  
Lafarge  
PSA Peugeot Citroën  
Reims Management School  
Renault  
Royal Canin  
Saint-Gobain  
SAP France<sup>1</sup>  
Schneider Electric Industrie  
THALES  
Total  
Unilog

<sup>1</sup> pour le séminaire  
Ressources Technologiques et Innovation  
<sup>2</sup> pour le séminaire Vie des Affaires

(liste au 1<sup>er</sup> janvier 2005)

**LIQUIDITÉ DES MARCHÉS DE CAPITAUX  
EN EUROPE  
ET FINANCEMENT DES START-UPS**

par

**Herman DAEMS**

Président de l'association européenne des venture-capitalists (EVCA)

Séance du 15 septembre 2004

Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

**En bref**

Les professionnels du financement sont parfois accusés de suivre la mode, d'alimenter les bulles et de disparaître momentanément, ce qui conduit de nombreuses jeunes entreprises à connaître des difficultés financières que le *business model* ne justifie pas. Le président de l'association qui regroupe une partie très significative des professionnels européens rappelle les contraintes de fonctionnement de l'industrie du capital-risque, dresse un tableau de la situation actuelle des investissements après l'éclatement de la bulle, et propose quelques voies d'amélioration, notamment en ce qui concerne le début de la chaîne du financement, à savoir le *seed-capital* (capital d'amorçage).

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse  
des comptes rendus ; les idées restent de la seule responsabilité de leurs auteurs.  
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

## EXPOSÉ de Herman DAEMS

J'ai commencé ma carrière en enseignant dans différentes universités, notamment à Louvain et à la Harvard Business School ; puis j'ai fait une incursion dans le monde politique comme chef de cabinet du ministre des Affaires économiques et médias en Belgique ; j'ai ensuite pris la tête d'une société de capital-risque belge. Aujourd'hui, je suis président du conseil d'administration de GIMV (Société d'investissement pour la Flandre), créée en 1980, et cotée en Bourse ; c'est actuellement la plus importante société d'investissement belge. Je suis par ailleurs devenu président de l'association européenne des capitaux-risqueurs (EVCA).

Mon propos est d'analyser les raisons pour lesquelles les entreprises du secteur de l'innovation ont aujourd'hui beaucoup de mal à trouver du capital, et comment cette situation pourrait être corrigée.

### Les fondamentaux du capital-risque

L'industrie du *private equity* et celle du capital-risque fonctionnent en levant des fonds de différentes origines, en investissant ces fonds de manière professionnelle dans des sociétés privées non cotées, en augmentant la valeur de ces entreprises, puis en revendant ces entreprises de façon à créer des liquidités pour de nouveaux investissements.

La différence entre *private equity* et capital-risque tient à ce que les capitaux-risqueurs participent généralement à plusieurs tours de financement, alors que le *private equity* se concentre sur un grand projet de développement et surtout sur le rachat d'entreprises.

Le ressort fondamental du système est naturellement qu'au moment de la création de liquidité, la somme obtenue soit supérieure à la somme investie, de façon à pouvoir être distribuée aux investisseurs, ou réinvestie.

C'est un élément parfois difficile à faire comprendre aux entrepreneurs : « *Des capitaux-risqueurs se sont intéressés à mon entreprise, et maintenant, au bout de cinq ou six ans à peine, ils veulent se retirer du capital !* » Ce n'est pas étonnant : c'est le principe même du dispositif, qui s'effondrerait sans cette étape de la sortie du capital. Les investisseurs ne perçoivent pas de dividendes : la vente est leur unique source de retour sur investissement.

Lorsque la conjoncture est défavorable et qu'aucune opportunité de sortie ne se présente, tout le cycle du capital-risque est remis en question, ce qui est une mauvaise nouvelle pour les capitaux-risqueurs, qui n'y retrouvent pas leur compte, mais une nouvelle pire encore pour les entrepreneurs, qui éprouveront de grandes difficultés à réunir du capital pour développer leurs affaires.

### Les types de sortie du capital

La sortie du capital peut s'effectuer de plusieurs façons : par la vente à une entreprise plus importante, l'introduction en Bourse, la vente à des institutions financières, la vente à d'autres capitaux-risqueurs.

Pour une entreprise du secteur des sciences de la vie, par exemple, le type de sortie le plus classique est la vente à un groupe pharmaceutique, car une start-up est capable de développer une technologie ou un produit, mais ne dispose pas d'un système de distribution adéquat. Il en est pratiquement de même pour les sociétés de haute technologie et notamment des technologies de l'information. Or le taux de fusions et acquisitions enregistrées aux États-Unis est tombé extrêmement bas à partir de la fin de 2000. C'est seulement à partir de 2003 que nous avons constaté une petite amélioration.

Au moment de l'explosion de la bulle, non seulement les capitaux-risqueurs voyaient fondre leur capital, mais ils n'avaient plus d'opportunité de sortie. La seule issue qui reste, dans ce cas-là, et aussi la plus catastrophique, est bien sûr le *write-off* (abandon de créance, ou constat de la valeur nulle des titres). Cette éventualité est normale dans une industrie fondée sur le risque, mais la part de ce type de sortie était inférieure à 10 % jusqu'en 2000, et elle a atteint 30 % en 2002, pour se rapprocher de niveaux plus normaux en 2003.

### **Retour sur vingt ans de capital-risque**

Après une période très stable, jusqu'en 1992, la rentabilité des fonds de *private equity* a été très forte, puis bien moindre et elle est même devenue négative en 2000. Le point le plus bas a été atteint en 2002, puis une croissance s'est amorcée mais le niveau reste encore inférieur à zéro : les nouveaux fonds expérimentent toujours la courbe en "J", qui se traduit par des pertes pendant plusieurs années avant de pouvoir espérer des gains.

Si l'on prend un peu de recul et que l'on étudie la courbe de la valeur des entreprises depuis un siècle aux États-Unis, on constate, après une série de variations jusqu'en 1980, une croissance pratiquement ininterrompue jusqu'à l'explosion de la bulle. Pendant ces vingt années, il fallait être vraiment peu doué pour ne pas réussir comme capital-risqueur : la valeur des compagnies s'accroissant toute seule, les gains étaient presque automatiques, et les retours sur investissement énormes.

### **Comparaisons entre l'Europe et les États-Unis**

Si l'on compare les performances des investissements pour l'Europe et celles des investissements pour les États-Unis, on constate que les États-Unis ont de meilleurs résultats en ce qui concerne le capital-risque, et l'Europe en ce qui concerne les *buyouts*, c'est-à-dire les rachats d'entreprises qui ont déjà un cash-flow prévisible. Cette différence a naturellement tendance à s'auto-renforcer : qui investirait de l'argent en Europe dans le capital-risque tout en sachant que financer le rachat d'entreprises ou investir dans du capital-risque américain rapporte davantage ? C'est pourquoi de nombreuses compagnies d'assurances et institutions financières préfèrent investir dans le capital-risque américain, et pourquoi il est si difficile pour les firmes technologiques européennes de trouver des fonds.

L'absence en Europe d'un marché dédié aux valeurs technologiques est une autre raison de la différence de performance entre les deux continents : de ce fait, les introductions en Bourse sont beaucoup plus difficiles en Europe qu'aux États-Unis.

Le rôle des experts est également très important. Actuellement, 77 % des acteurs du *private equity* estiment que la situation devrait s'améliorer en Europe, et 29 % se déclarent intéressés par l'Europe. Mais pour le moment, les acteurs américains investissent principalement aux États-Unis, puis en Grande-Bretagne et en Allemagne. Les acteurs européens, pour leur part, investissent un peu partout en Europe : ils ont compris qu'il ne suffisait plus d'être le meilleur dans un seul pays, mais qu'il fallait très vite se développer à l'international.

### **Évolutions récentes en Europe**

En Europe, 27 % des investisseurs ont un deuxième bureau dans un pays étranger ; 25 % ont des partenaires qui viennent d'un pays étranger ; 24 % ont réalisé un investissement en dehors de leur pays d'origine ; 34 % des managers ont acquis une expérience aux États-Unis. De ce point de vue, et contrairement à ce que pensent beaucoup d'Américains, les Européens sont plus globaux et internationaux qu'eux !

La surcapacité qui a caractérisé les années 1997, 1998, 2000, 2001, est en train de disparaître. En 2003, les fonds investis sont supérieurs aux fonds levés mais aussi supérieurs aux fonds investis en 2001 et 2002, ce qui dessine une inversion de tendance. À noter qu'on aurait pu s'attendre, après l'explosion de la bulle, à une chute libre des investissements. En réalité

ceux-ci se sont maintenus à un niveau correct, le niveau des investissements réalisés en 2003 venant en deuxième position après celui de 2000. Cette bonne performance doit cependant être nuancée par le fait qu'une grande partie de ces investissements sont réalisés dans les *buyouts*.

Le nombre d'acteurs s'était rapidement accru entre 1998 et 2001, et ne cesse de décroître depuis 2002.

La part du capital-risque dans le produit intérieur brut atteint plus de 0,6 % au Royaume-Uni, un peu moins en Suède ; la France vient en troisième position avec un peu moins de 0,4 %, à égalité avec les Pays-Bas, ce qui n'est pas une mauvaise performance, par comparaison avec le reste de l'Europe. Il suffirait que chacun des pays européens investisse un peu plus pour que les entreprises disposent de capitaux vraiment importants.

Il faut noter cependant que ces investissements ne se font pas forcément dans les phases amont comme le *seed-capital* ou le start-up capital : à cet égard, la Suède vient devant le Royaume-Uni ; la France est au-dessous de la moyenne des pays européens ; des pays dont le taux d'investissement est médiocre ont une meilleure proportion d'investissements dans les phases amont.

Au plan européen, ces derniers se font principalement dans les *buyouts* (et cette tendance se renforce entre 2001 et 2002), puis dans l'expansion de l'entreprise, dans les starts-ups, dans le capital de remplacement et enfin dans le *seed-capital* (amorçage). Le très faible taux d'investissement dans le *seed-capital* – particulièrement pour les firmes ne relevant pas des hautes technologies – est préoccupant. Si on ne soutient pas les entreprises naissantes aujourd'hui, cela fera des opportunités en moins plus tard : toute l'industrie repose sur l'existence d'un cycle complet.

Les analyses ne montrent pas vraiment de corrélation entre le niveau des investissements gouvernementaux et le dynamisme des investissements globaux d'un pays. On peut en tirer la conclusion qu'il n'est pas nécessaire que les États agissent par eux-mêmes dans ce domaine. Il paraît beaucoup plus utile qu'ils favorisent les investissements des sociétés de capital-risque par des mesures fiscales, des réformes institutionnelles ou d'autres types d'aides : c'est justement quand l'environnement est peu favorable que les gouvernements se sentent le plus obligés d'investir eux-mêmes...

## Conclusion

Le *business model* du capital-risque reste valide malgré les difficultés que nous avons connues et qui persistent, avec encore de nombreux abandons de créance en 2002 : la tendance est à l'amélioration en 2003.

Les régulations proposées ne sont pas toujours de bon aloi : les IAS (International Accounting standards) sont un cauchemar administratif et ne contribuent pas réellement à la transparence du marché, et les règles prudentielles adoptées par les banques centrales à Bâle (ratio Bâle II) risquent de diminuer encore le volume de fonds disponibles pour les start-ups.

Les mesures qu'on pourrait souhaiter seraient, sinon de créer un grand marché de valeurs technologiques, de prêter plus d'attention aux marchés existants pour les petites entreprises.

On pourrait en particulier imaginer des incitations fiscales *for family, friends and fools*. En effet, l'investissement dans les toutes petites structures n'est pas envisageable pour un système institutionnel : accorder des crédits sans suivre de près ce que fait l'entreprise n'est pas prudent, et on ne peut pas gagner d'argent en surveillant de très nombreuses petites entreprises. La meilleure façon de stimuler l'apport de capital pour les toutes petites start-ups serait donc d'inciter fiscalement *la famille, les amis et les fous* à investir dans les projets de leurs proches, avec l'avantage non négligeable qu'ils seraient à même d'exercer un contrôle

sur les entrepreneurs en question et de vérifier qu'ils ne font pas un mauvais usage de l'argent reçu. L'efficacité de ce genre de mesures serait infiniment plus grande que celle de la création, par le gouvernement, de fonds spéciaux pour les petites entreprises.

Globalement, l'écart avec les États-Unis se réduit : le professionnalisme s'est considérablement accru et les conditions économiques s'améliorent. Il faudrait maintenant que les responsables politiques prennent réellement conscience que le capital-risque et le *private equity* représentent un enjeu stratégique pour l'avenir de l'Europe.

## DÉBAT

### Les industries cycliques

**Un intervenant :** *J'ai travaillé dans une industrie cyclique, et les malheurs des capitaux-risqueurs ne m'ont pas beaucoup ému : si on fait l'intégrale des courbes de leurs résultats, sur le moyen et le long terme, ceux-ci sont vraiment excellents, et probablement supérieurs à ceux de quelque autre investissement que ce soit ! Quand un spéculateur perd, il ne doit pas se plaindre : on ne peut pas être spéculateur et gagner tout le temps.*

**Herman Daems :** L'entreprise que je dirige, GIMV, travaille depuis vingt-cinq ans dans le domaine du capital-risque, et moi-même, j'exerce ce métier depuis 1993. Mais à partir de 2000, nous avons vu arriver dans cette profession beaucoup de gens qui n'avaient pas l'expérience du caractère cyclique de ce secteur. C'est pour eux surtout que l'épreuve a été dure.

**Int. :** *Les entreprises cycliques que nous connaissions jusqu'ici étaient des entreprises comme Péchiney ou Usinor, dont la pérennité était beaucoup plus visible, à travers des bâtiments, du matériel, du personnel. Par rapport au monde des capitaux-risqueurs, ces grandes industries disposent d'une puissance financière et politique très importante : devant la perspective de plans sociaux, les gouvernements incitent les banques à leur accorder des prêts, et elles disposent ainsi de capacités d'endettement considérables. Elles sont donc mieux armées que vous pour résister aux crises.*

**H. D. :** Je ne crois pas que faire appel au gouvernement soit une bonne méthode. Je suis assez libéral de ce point de vue : je pense que la solution est plutôt dans la dispersion du risque. Actuellement, on voit se multiplier des fonds de fonds, qui répartissent le risque en investissant eux-mêmes dans plusieurs sociétés de capital-risque, avec pour inconvénient que la chaîne entre l'investisseur et l'entrepreneur devient de plus en plus longue : comme il existe aussi des intermédiaires qui aident les entrepreneurs à choisir le bon capital-risqueur, il arrive que le capital-risqueur lui-même n'ait pratiquement plus de contact avec l'entreprise.

### Cent chasseurs pour un lièvre

**Int. :** *La bulle des années 2000-2001 est liée au fait que les capitaux-risqueurs ont chassé dans un domaine où il y avait plus de chasseurs que de gibier : tout le monde voulait miser sur des entreprises de technologies de l'information ou de biotechnologies. À cette époque, j'étais en train de contribuer au démarrage de deux petites sociétés dans le secteur des matériaux, et toutes les deux se sont heurtées au refus des investisseurs. L'une a finalement trouvé des capitaux américains, et l'autre a dû recourir à du seed-capital familial ; elles ont aujourd'hui été vendues dans de bonnes conditions.*

**H. D. :** Il est vrai que cette profession est extrêmement marquée par des effets de mode : tout le monde se précipite vers le même secteur. Quand je crée un fonds et que j'explique à mes clients que je vais faire des investissements dans les technologies, ils ne sont pas très intéressés. Ils sont beaucoup plus rassurés si je leur parle de technologies de l'information. Tout se passe comme si "technologie" ne pouvait être que synonyme de "technologies de

l'information". Ces imperfections du marché ne peuvent être corrigées que si toutes les institutions fonctionnent correctement. Or quand un secteur est jugé moins intéressant, les analystes spécialistes de ce secteur disparaissent ; et quand il redevient intéressant, cela passe inaperçu puisqu'il n'y a plus d'analystes compétents.

**Int. :** *Vos indicateurs montrent que les Américains investissent beaucoup plus en Allemagne qu'en France. Est-ce un phénomène conjoncturel, ou plus durable ?*

**H. D. :** Dans ce domaine aussi, on constate un effet de mode : il s'est beaucoup dit qu'un grand nombre d'entreprises familiales allemandes allaient restructurer leur portefeuille et qu'il y aurait par conséquent beaucoup d'opportunités de *buyouts* ; beaucoup de gens ont donc créé des fonds spécifiques pour investir en Allemagne...

### **Le capital de proximité**

**Int. :** *Une mesure du type de celles que vous avez évoquées, destinées à faciliter les investissements des family, friends and fools, existe déjà en France : si vous investissez de l'argent dans l'entreprise d'un de vos proches et qu'elle fait faillite, vous pouvez déduire de vos impôts la somme perdue, mais jusqu'à concurrence de dix mille euros seulement, ce qui est largement insuffisant. Pour que cette mesure soit efficace, il faudrait relever le plafond à cent mille euros. Bien sûr, cela ferait perdre des recettes fiscales d'un côté, mais le Trésor public s'y retrouverait de l'autre, grâce à la création d'emplois et aux taxes induites. Je me suis amusé à calculer ce que serait le rendement d'une telle mesure : il est de l'ordre de sept fois l'investissement initial, ce qui est énorme. Pourquoi donc n'est-elle pas adoptée ? Parce que ceux qui font les lois, aussi bien au plan national qu'au plan européen, sont pour la plupart des fonctionnaires, qui ne savent pas réellement ce qu'est la création de richesse.*

### **Le chaînon manquant**

**Int. :** *Je crois savoir qu'il y aurait deux trous dans la chaîne du capital-risque en France : le premier concernerait les entreprises naissantes, qui sont souvent obligées de recourir à du capital familial ; le deuxième se produirait une fois que les entreprises ont passé les premières étapes de financement et parviennent à un chiffre d'affaires d'environ cinquante millions d'euros, étape pour laquelle elles ne trouveraient plus d'investisseurs. Ceci expliquerait le fait qu'on ne voit plus depuis longtemps se constituer de grands groupes industriels en Europe, alors qu'il en apparaît aux États-Unis.*

**H. D. :** Il faut tout d'abord faire la distinction entre les entreprises qui ont un potentiel de croissance élevé et celles qui, une fois parvenues à un certain niveau, ne se développeront plus guère. Pour ces dernières, le capital apporté par la famille ou les amis suffit généralement. Pour les autres, le cycle de financement est celui que j'ai décrit, avec des successions d'entrées et de sorties pour les différents investisseurs. Peut-être qu'un problème se pose effectivement pour les entreprises situées entre les deux modèles : le capital-risque ne peut entrer dans le cycle que s'il espère une sortie dans de bonnes conditions. C'est pourquoi certaines entreprises sont obligées de se financer elles-mêmes en trouvant des solutions pour se créer du cash-flow.

**Int. :** *Malheureusement, quand une entreprise connaît une forte croissance, elle a besoin de fonds d'investissement et de fonds de roulement, et son cash-flow est donc quasiment nul. Au moment où elle aurait besoin d'un grand coup de pouce pour acquérir une taille mondiale, elle ne trouve personne.*

### **Capital-risque et secteur bancaire**

**Int. :** *L'évocation d'un capital-risque familial ou de voisinage rappelle le développement de la micro-finance dans les secteurs abandonnés par le système bancaire car faiblement rentables. Qu'en est-il des relations du capital-risque avec le secteur bancaire ? Le premier*

*ne devrait-il pas, à terme, être absorbé par le second, ce qui résoudrait tous les problèmes de chaînons manquants ? Le capital-risque ne serait-il pas qu'une industrie transitionnelle, destinée à disparaître ou à devenir marginale, comme une simple sophistication du secteur bancaire ?*

**H. D. :** Je ne le crois pas, car tous les métiers se spécialisent de plus en plus ; les métiers de la banque sont très différents de nos propres métiers. Je crois que loin de disparaître, le capital-risque va se spécialiser et se développer encore bien davantage. D'ailleurs les discussions sur Bâle II ont bien montré que les régulateurs souhaitaient que les banques s'en tiennent aux risques bancaires et ne s'aventurent plus dans le domaine qui est celui de notre profession.

### **Europe et États-Unis**

**Int. :** *À mon avis, l'une des différences fondamentales entre cette profession lorsqu'elle est exercée aux États-Unis, et lorsqu'elle est exercée en France, c'est que d'un côté on parle de venture-capital, et de l'autre de capital-risque. Dans un cas, on cherche à minimiser les risques ; dans l'autre, à maximiser les profits.*

**H. D. :** C'est une bonne remarque ; je n'y avais jamais pensé. Mais pour moi, la vraie différence, c'est qu'aux États-Unis, les gens acceptent très facilement de partager les tâches : le chercheur qui a développé une technologie se met en quête d'un entrepreneur, et celui qui a créé et commencé à développer l'entreprise se met en quête d'un vrai manager pour lui faire atteindre son plein développement. En France, et même en Europe, j'ai le sentiment qu'on est resté dans un modèle très classique, selon lequel celui qui a développé la technologie doit aussi créer l'entreprise puis la développer. C'est vraiment une erreur ! Ces fonctions sont spécialisées et doivent être séparées, et c'est au marché d'assurer un bon relais entre elles.

Une autre différence majeure est qu'aux États-Unis, une nouvelle entreprise peut se contenter pendant plusieurs années du marché national ; en Europe, elle doit immédiatement s'internationaliser, ce qui suppose de développer le produit pour un marché international et d'adopter des formes de management beaucoup plus sophistiquées. C'est un vrai handicap pour les entreprises européennes.

**Int. :** *Pourquoi voit-on si peu de spin-off se développer dans les universités d'Europe, alors que c'est monnaie courante aux États-Unis ou au Canada ?*

**H. D. :** J'ai observé de près le phénomène des *spin-off* dans les universités belges. Au début, les enseignants-chercheurs, qui sont toujours à la recherche de crédits, ont pensé qu'une solution pratique serait de créer une entreprise en trouvant de l'argent chez les capitaux-risqueurs, et de s'en servir pour mener des recherches. Ce plan a échoué car l'objectif des capitaux-risqueurs n'était pas de financer la recherche universitaire. Aujourd'hui, les enseignants-chercheurs ont compris que faire des recherches et développer une technologie ou un produit étaient deux choses différentes. Souvent, nous réalisons seulement le développement de base en Belgique, puis nous confions la technologie à des partenaires américains, qui sont plus à même d'en faire une entreprise.

### **Capital-risque et buyouts**

**Int. :** *Pourquoi l'EVCA ne dissocie-t-elle pas le capital-risque des buyouts dans ses statistiques ? Le mélange des deux est très gênant pour mener des analyses sectorielles, par exemple, et par ailleurs il fausse la perception du rôle du Royaume-Uni.*

**H. D. :** Dans nos publications annuelles, nous faisons la distinction entre les deux, qui est effectivement très importante. Mais en termes de lobbying, si nous distinguons les deux secteurs, qui sont eux-mêmes minuscules par rapport au gigantisme d'autres types d'actifs, nous risquerions de ne jamais nous asseoir à la table des négociations. En réunissant les deux secteurs, nous parvenons à une valorisation de cent quarante milliards d'euros, qui nous permet d'obtenir une voix au chapitre.

## Comment créer de la valeur ?

**Int. :** *Vous nous avez expliqué qu'entre 1980 et 2000, il fallait vraiment être peu doué pour ne pas gagner d'argent avec le capital-risque, car la valorisation des entreprises augmentait toute seule. Puis la situation est devenue plus difficile, car le cycle ne fonctionnait plus. Mais créer de la valeur, ce n'est pas seulement miser sur le bon cheval au PMU ; peut-être faudrait-il s'intéresser davantage à la micro-économie, à la façon dont on crée une entreprise. Vous avez cité par exemple le fait qu'il n'est pas forcément souhaitable que le chercheur fonde lui-même l'entreprise, ou que le créateur de l'entreprise la développe ; ne faudrait-il pas analyser de façon plus détaillée, plus concrète, ce mécanisme de création de valeur ? Nous en parlons parfois comme les téléspectateurs parlent du football, sans y avoir jamais vraiment joué.*

**H. D. :** Le secteur du capital-risque s'est fortement professionnalisé depuis quelques années. Au début, il était très à la mode d'embaucher des généralistes, qui s'occupaient aussi bien des technologies de l'information, que des biotechnologies, que de tout autre domaine. Aujourd'hui, nous nous sommes extrêmement spécialisés, et ce sont par exemple des docteurs en biotechnologies qui se chargent des investissements dans ce domaine. Nous avons compris que pour créer réellement de la valeur, il fallait connaître extrêmement bien la technologie concernée.

**Int. :** *L'une des sorties les plus classiques pour le capital-risque est l'introduction en Bourse, qui joue un rôle déterminant dans le cycle que vous avez décrit. Pour que cette liquéfaction s'opère, il faut que les actionnaires s'y retrouvent, et par conséquent que la création de valeur ne s'arrête pas à la mise en Bourse mais se poursuive au-delà ; sans cela, la confiance des petits porteurs sera ébranlée et les introductions en Bourse ne donneront plus le résultat qu'on en attend. Avez-vous des données sur la façon dont la valeur est partagée avant et après l'introduction en Bourse ?*

**H. D. :** Il est certain que certaines introductions en Bourse n'ont pas tenu leurs promesses, et que c'est une expérience négative, notamment pour les petits actionnaires. Mais ce qui fait la réussite ou la faillite d'une introduction en Bourse, ce sont malgré tout les grandes institutions et notamment les fonds de pension.

**Int. :** *Des études sérieuses ont montré que les introductions en Bourse fortement adossées sur du capital-risque rapportent en général davantage aux acheteurs que celles qui ne sont pas dans ce cas, pour une raison très simple, exprimée dans le célèbre "dilemme du prisonnier" répété : quand on joue plusieurs fois d'affilée, il faut offrir un minimum de crédibilité, sans quoi la partie prendra fin très rapidement.*

Présentation de l'orateur :

Herman Daems : préside la *European Venture Capital Association* (EVCA) qui défend les intérêts des acteurs du *private equity* (LBO tout autant que capital à destination des entreprises innovantes) ; son activité professionnelle est consacrée à la présidence de la plus importante société d'investissement belge, GIMV (société d'investissement pour la Flandre).

Diffusion janvier 2005