

■ L E S A M I S D E ■  
**l'École de Paris**

<http://www.ecole.org>

**Séminaire  
Ressources Technologiques  
et Innovation**

*organisé grâce au support de :*

Air Liquide  
ANRT  
CEA  
Socomine

*et des parrains de l'École de Paris :*

Accenture  
Algoé\*  
AtoFina  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
Caisse Nationale des Caisses  
d'Épargne et de Prévoyance  
CNRS  
Cogema  
CRG de l'École polytechnique  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
Danone  
Deloitte & Touche  
DiGITIP  
École des mines de Paris  
EDF & GDF  
Entreprise et Personnel  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
France Télécom  
FVA Management  
IDRH  
IdVectoR  
Lafarge  
Lagardère  
Mathématiques Appliquées  
PSA Peugeot Citroën  
Renault  
Saint-Gobain  
SNCF  
THALES  
TotalFinaElf  
Usinor

\* pour le séminaire Vie des Affaires

(Liste au 1<sup>er</sup> novembre 2001)

**LE VENTURE-CAPITALIST  
DOIT-IL INTERVENIR DANS LA GESTION ?**

par

**Alex KORDA**

Gérant de fonds de capital-risque  
Entrepreneur en haute technologie

Séance du 23 avril 1997

Compte rendu rédigé par Béatrice Vacher

**En bref**

Investir dans le capital d'entreprises naissantes à haut potentiel technologique ne demande pas seulement des qualités de gestionnaire de portefeuilles. Pour réussir en moins de sept ans à multiplier un investissement par dix, Alex Korda choisit quatre ou cinq sociétés prometteuses dans lesquelles il adopte la posture de l'impresario : il est investisseur leader chargé de trouver les fonds complémentaires, il supervise les décisions stratégiques et soutient les entrepreneurs dans la gestion de leurs entreprises. Cette démarche participative, très gourmande en temps et en énergie, peut être judicieusement complétée par des investissements purement financiers dans d'autres entreprises plus matures. C'est l'art de maintenir un équilibre entre les approches "hands-on" et "hands-off" que nous décrit un venture-capitalist prudent et passionné.

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

© École de Paris du management - 94 bd du Montparnasse - 75014 Paris  
tel : 01 42 79 40 80 - fax : 01 43 21 56 84 - email : [ecopar@paris.ensmp.fr](mailto:ecopar@paris.ensmp.fr) - <http://www.ecole.org>

# EXPOSÉ d'Alex KORDA

## "Hands-on" ou "hands-off" ?

Je suis gérant de fonds de capital-risque et investisseur privé depuis quatorze ans dans les domaines des biotechnologies et des logiciels informatiques et je souhaite ouvrir un débat autour de la question du choix toujours crucial entre "hands-on" ou "hands-off" (interventionnisme ou laisser-faire) quand on investit dans une "start-up".

Risquer du capital sur des entreprises naissantes à haut potentiel technologique appelées "start-up" peut en effet s'opérer de deux manières : soit "prendre en main" le management de l'entreprise lors de son démarrage et lever les fonds, c'est-à-dire trouver les investisseurs complémentaires, soit n'être qu'un des financiers parmi d'autres. Le choix entre l'une ou l'autre des deux méthodes, appelées couramment "hands-on" ou "hands-off", dépend du contexte, des personnes engagées et du goût du risque de l'investisseur. Mon expérience m'incite à promouvoir le "hands-on" avec toutefois quelques mises en garde.

### Le choix "hands-on" : une montée en puissance réussie

Pour comparer les avantages et les inconvénients de l'une ou l'autre de ces approches, je vous propose de suivre les étapes de mon parcours de venture-capitalist.

Je suis de formation chimiste complétée par un diplôme de Master of Business Administration de l'INSEAD. Après sept ans d'expérience commerciale en informatique et télécommunications, j'ai créé ma propre société de conseil en technologie à Londres. Parallèlement, j'ai utilisé le cash-flow de cette société pour monter des start-up.

Depuis 1983, je suis à la fois conseiller, manager, coordonnateur de fonds et financier privé pour ces entreprises de biopharmacie, biotechnologies et logiciels de pointe. Cinq sociétés ont été créées au départ avec des montants initiaux de l'ordre de cent mille livres pour la part privée et de quinze millions pour la levée de fonds globale. J'ai récupéré en moyenne sept fois la mise. Le cas le plus significatif est celui du groupe de bio-pharmacie Xenova fondé en 1986 et entré en bourse en 1994.

En 1989, six grandes compagnies d'investissement se sont associées dans un fond pour créer six nouvelles entreprises dans l'informatique, l'instrumentation médicale et la biotechnologie avec un montant de sept millions de livres dont deux sont consacrés à la gestion. Parmi ces six créations, une a fait faillite, une autre a été revendue en 1992, une troisième entre en bourse cette année. Le fond a été entièrement investi en 1994 et la valeur actuelle des investissements est de dix millions de livres.

Depuis 1995, j'ai participé à la création d'encre deux sociétés. L'une, à Londres, est spécialisée dans le design de sites Internet. L'autre, financée en France et au Japon, développe des applications des techniques de recombinaison de l'ADN (biotechnologies). Pour le futur, j'étudie la possibilité de monter une nouvelle société de capital-risque ciblée sur d'autres technologies en Europe.

### Les particularités du hands-on

En dehors de la Grande-Bretagne, il y a peu de capital-risque en Europe alors qu'il existe un potentiel technologique important ainsi que de nombreuses jeunes équipes en sciences de la vie et en informatique. Le marché est donc là, comment l'aborder ?

Voici mon point de vue : je me suis toujours beaucoup intéressé aux jeunes gens qui ont des idées. Je suis un artisan et j'aime être proche des personnes pour qui et avec qui je

prends des risques financiers. Avec ces équipes pleines de talent et une approche hands-on, on peut créer des “étoiles”, c’est-à-dire des sociétés qui rapporteront dix fois l’investissement initial au bout de sept ans. Dans le domaine des hautes technologies, on crée une étoile sur trois alors que dans l’industrie, la norme est seulement d’une étoile sur dix pour un taux de retour de 20 % par an.

Pour réussir, je cherche des technologies d’importance mondiale qui peuvent être protégées par brevets et commercialement. Je dois également trouver des entrepreneurs qui ont une “vision” du marché et qui veulent créer une entreprise compétitive qui soit attractive pour les investisseurs puis pour les grosses compagnies, futurs acheteuses. L’entrepreneur n’est pas forcément gestionnaire, c’est une qualité qui peut s’acquérir. J’ai par exemple monté une société à Munich pour deux millions de dollars avec un chimiste particulièrement intelligent et qui comprenait très vite ce que compétitif signifiait.

Avec la technologie et les personnes, je peux faire mon métier d’investisseur que je compare à celui d’impresario. L’objectif est d’apporter de la valeur à l’entreprise, et même si c’est un travail très personnel qui ne s’apprend pas à l’école, il est indispensable de suivre les quatre règles suivantes :

- (1) Créer une équipe de management du niveau requis (celui-ci peut varier !) à chaque étape du développement.
- (2) Conduire un débat stratégique avec les partenaires à chaque phase, c’est-à-dire toujours penser le monde en mouvement, tenir compte des nouvelles technologies qui arrivent sur le marché et observer les dérives.
- (3) Trouver les financements. C’est un des aspects les plus difficiles qui est à la charge de l’impresario en tant qu’investisseur leader.
- (4) Toujours savoir comment s’effectuera la vente, le désinvestissement, et non pas seulement penser à l’enjeu technologique.

Pour avoir l’influence nécessaire pour imposer ces règles, j’occupe systématiquement la place de président du conseil d’administration. C’est un poste de responsabilité juridique non opérationnelle que l’on nomme “non-executive chairman” en Angleterre.

Pour créer une entreprise forte et durable, il ne faut donc pas seulement regarder les comptes et suivre les contrats. Il faut également s’assurer en permanence que les intérêts des individus (investisseurs, employés, scientifiques, gérants, etc.) sont toujours en phase. Si par exemple, comme c’est souvent le cas en France, un gérant ne prend pas de participation financière dans la société, il n’est jamais directement récompensé des efforts qu’il mène et des risques qu’il prend. Ses intérêts ne sont pas alignés sur ceux des investisseurs, c’est une situation dangereuse.

Un dernier facteur de succès primordial est l’autonomie de gérance des entrepreneurs. Ces jeunes gens très doués et passionnés par leur technologie sont un peu comme des enfants : au départ, il faut les accompagner dans la gestion de leur entreprise mais petit à petit, ils doivent acquérir suffisamment d’indépendance pour se débrouiller sans l’impresario et gérer eux-mêmes les contraintes technologiques, financières, commerciales et humaines. Le danger qui guette alors tout investisseur dans une approche hands-on est de devenir “corporate devil”, c’est-à-dire de ne plus être capable de quitter l’organisation qu’il a contribué à créer même si sa présence n’est plus indispensable. C’est un peu comme une mère qui ne veut pas laisser partir ses enfants.

Ce type d’approche a d’autres inconvénients, liés à l’intensité du travail demandé à l’investisseur. Toute l’énergie et tout le temps sont consacrés au travail. Il ne faut pas oublier que le démarrage est lent avec énormément d’imprévus. Plus tard, au cours des différentes phases, de nombreux problèmes continuent à se poser, aucun succès n’est définitivement acquis. Si l’impresario est trop impliqué dans l’organisation, il risque de

devenir “indigène” et ainsi de perdre le recul nécessaire pour appréhender les enjeux du marché. On peut aussi l’accuser de gestion de fait, notamment en France, parce qu’il aura assumé personnellement trop de responsabilités légales ou fiscales.

### **L’alternative hands-off**

Pour éviter ces inconvénients, on peut choisir d’investir plus tardivement dans le capital des jeunes entreprises, avant l’entrée en bourse. Les sociétés ont alors déjà une gérance indépendante et une expérience d’environ cinq ans qu’il est possible d’évaluer sur les plans financiers, technologiques et organisationnels.

Cette alternative hands-off est beaucoup plus passive et nécessite principalement une bonne gestion de portefeuille, des partenaires financiers et des sommes très importantes à investir. Elle est moins coûteuse en temps personnel et en investissement psychologique. Elle permet donc d’opérer plus de transactions avec un résultat plus rapide mais beaucoup plus faible à chaque fois.

Les venture-capitalists américains adoptent peu cette approche où les opportunités sont créées par d’autres investisseurs, dans la mesure où le marché des technologies est très concurrentiel outre-Atlantique. En Europe en revanche, il est plus courant d’attendre pour prendre le minimum de risques. Cette situation pourrait changer rapidement étant donnée l’importance de créer de nouvelles compagnies. Il n’est pas non plus évident d’éviter tous les risques avec une société ayant déjà quelques années. J’en fais moi-même l’expérience en ce moment où je dois régler des problèmes de conflits entre les gérants d’une entreprise qui a pourtant déjà sept ans.

L’idéal est de trouver un équilibre harmonieux entre hands-on et hands-off, ce que je pense tenter avec mon nouveau fonds. Le choix dépend des deux principaux critères suivants : niveau de risque et durée du retour sur investissement.

Un investissement tardif est peu risqué, avec un retour faible (on multiplie en moyenne sa mise initiale par trois) et rapide (environ trois ans). Un démarrage de start-up peut rapporter dix fois la mise mais il faut attendre au moins sept ans avec un risque plus élevé.

## **DÉBAT**

### **Les qualités de l’impresario**

**Un intervenant :** *Quelles qualités doit avoir le manager d’un fonds ? Doit-il être un bon technicien ?*

**Alex Korda :** En premier lieu, il lui faut de la patience, une vocation à s’investir sans se laisser influencer par les difficultés rencontrées. Il est en effet très difficile de créer une compagnie qui marche, cela prend beaucoup de temps et demande une grande force psychologique. J’ai une société à Munich par exemple qui est aujourd’hui leader sur le marché des anticorps et des protéines mais il y a cinq ans, je croyais qu’il serait impossible de réussir.

D’autre part, il peut être bénéfique, au moins au départ, de connaître la technologie dans la mesure où, sur le marché des biotechnologies, le vendeur s’adresse aux laboratoires pharmaceutiques qui ont un langage très technique. En revanche, cette qualité doit rapidement être complétée par de bonnes connaissances commerciales.

Les succès vont généralement à ceux qui savent lever des fonds. Il est en effet plus facile de trouver les investissements à faire et de gérer ces potentiels que de trouver l’argent.

Nous ne sommes pas pour autant des banquiers pour qui le seul objectif est de faire travailler l'argent pour le rendre.

**Int. :** *Quelle est la position financière de l'investisseur ? Doit-elle être majoritaire ?*

**A. K. :** Pas nécessairement. Dans la société à Munich par exemple, au départ mon fonds possède 40 % des parts et les trois entrepreneurs se partagent les soixante autres, de sorte qu'ils estiment que l'entreprise est la leur. L'influence que je peux avoir passe par les contrôles juridiques, c'est suffisant.

En général, cela dépend des montants investis et de la maturité de la société. Sur le marché des logiciels, ou lorsqu'un laboratoire académique lance ce qu'on appelle une compagnie virtuelle, il peut arriver qu'une majorité du capital reste entre les mains des entrepreneurs. Ils lèvent seulement un million de dollars au départ, vont en bourse et récupèrent ainsi dix millions supplémentaires.

Cette pratique, peu avantageuse pour les capital-risqueurs, est de plus en plus possible en Europe avec l'ouverture des marchés : la bourse permet d'obtenir du capital moins cher et de sortir rapidement le venture-capitalist de la gestion. Mais pour opérer une sortie réussie, il faut une demande forte de la part des investisseurs institutionnels, ce qui n'est pas encore tout à fait le cas en Europe.

### **Différence entre les biotechnologies et le marché du multimédia**

**Int. :** *Pourquoi avoir choisi les biotechnologies ? Y a-t-il une grande différence avec le marché des sociétés de multimédia ?*

**A. K. :** Les biotechnologies sont très intéressantes en Europe, elles permettent d'aller chercher des fonds dans le monde entier. J'ai par exemple une société avec du capital français et japonais.

Les marchés des technologies de l'information et du multimédia demandent une approche différente. Une société de logiciel doit se vendre dans les trois ans car le marché bouge très vite. L'entrepreneur doit donc avoir une mentalité très commerciale dès le début.

Il y a plus de contraintes réglementaires dans la biotechnologie (autorisations à obtenir à chaque phase) et besoin de plus de structure. Une vente ne peut pas avoir lieu avant cinq années, le temps de construire ce que j'appelle la plate-forme.

**Int. :** *On ne peut donc pas créer de société familiale sur le marché des logiciels, ça bouge trop vite ?*

**A. K. :** Ce n'est pas la question. En Asie par exemple, les dynasties existent et fonctionnent bien. On peut aussi prendre l'exemple du patron de la société Oracle : il a conservé 5 % de sa société, qui vaut aujourd'hui sept milliards de dollars ; il est en train de réfléchir au rachat de Apple pour son compte personnel.

Le marché peut complètement évoluer dans les vingt prochaines années et faire disparaître le capital-risqueur au profit du modèle asiatique où les ressources familiales combinées aux emprunts bancaires sont amplement suffisantes. En Allemagne, ce modèle existe déjà beaucoup.

**Int. :** *Qu'en est-il du marché des technologies de l'environnement ?*

**A. K. :** Les technologies chères et sophistiquées n'ont pas d'acheteur dans ce domaine. Celle des sociétés que j'ai créées qui a fait faillite était dans le domaine de l'environnement. C'est un marché très sensible au prix. Le client achète juste ce qu'il faut pour être en règle. Les sociétés qui marchent ne mobilisent pas de hautes technologies.

## Le capital-risque en Europe, aux États-Unis et au Japon

**Int. :** *Y a-t-il du capital-risque au Japon ?*

**A. K. :** Il est très faible au Japon à cause du manque d'entrepreneurs, mais cela pourrait changer rapidement. Pour schématiser, on peut dire qu'en France, le problème est de ne pas savoir chercher l'argent et au Japon, la difficulté est de trouver de bons technologues.

Les entrepreneurs japonais qui ont réussi ont quitté le Japon pour la Californie mais ils vont peut-être revenir. Les investisseurs japonais ont une démarche différente des venture-capitalists européens ou américains. Par exemple, ils participent à des sociétés européennes de technologie pour un montant initial de un demi million de dollars en échange de l'exclusivité du marché asiatique. Sur les ventes effectuées en Asie, ils prennent des royalties.

**Int. :** *Est-il vrai qu'il n'y a pas d'innovation en France car il n'y a pas de venture-capitalist ?*

**A. K. :** En France, il y a un problème de culture : on y forme des cadres d'entreprises et non pas des entrepreneurs. Il y a également un carcan fiscal et juridique que l'on retrouve dans toute l'Europe continentale. La gérance de fait par exemple n'existe pas en Angleterre, on peut abandonner une entreprise.

Ce qui est véritablement innovant est de savoir aller chercher l'argent complémentaire aux investissements initiaux auprès des caisses de retraites et d'assurances et de conserver 20 % du capital pour assurer la gérance. Mais en France il y a très peu d'actionnaires-gérants alors que c'est la position idéale pour être payé en fonction de la plus-value apportée à la société. Trop de fonds restent liés à des grandes compagnies financières.

En réalité, il y a eu des candidats capital-risqueurs dans les années 1980, mais si l'on fait l'inventaire, deux problèmes se posent clairement :

- il y a eu de nombreux désastres financiers, ce qui fait peur aux investisseurs ;
- il n'y a pas eu assez de succès pour enclencher une démarche de capital-risque.

Les premiers succès créent les entrepreneurs de second tour car ils apportent leur expérience. Il existe des arbres généalogiques d'entreprises en Angleterre : on retrouve les mêmes personnes dans différentes sociétés, ce qui rend le succès visible.

En biotechnologie, vingt entreprises ont été créées en France pour un capital total de dix milliards de dollars, ce qui est énorme mais reste très limité par rapport aux États-Unis. Par exemple, sur les deux mille nouvelles compagnies de biotechnologie créées dans les années 1980, mille cinq cents sont américaines dont un tiers est sur le marché boursier alors que parmi les cinq cents entreprises européennes, vingt seulement sont sur le marché.

**Int. :** *Comment promouvoir le capital-risque en Europe ?*

**A. K. :** Il faut montrer des cas exemplaires pour développer une autre manière de structurer le marché. La vision stalinienne où on peut faire des plans à quinze ans ne fonctionne plus aujourd'hui. L'exemple de Microsoft montre les avantages d'avoir une démarche de créateur. Il faut multiplier les modèles.

En Allemagne, il existe beaucoup de prêts à long terme à des taux très bas, les règles sont claires et simples. En France, la situation n'est pas claire : on crée une compagnie mais il n'y a pas de garantie sur les aides dont on peut bénéficier, les règles du jeu varient souvent. De plus, il est encore impossible pour un chercheur fonctionnaire de participer à la création d'une entreprise privée, il n'est pas stimulé pour innover sur le plan industriel. Les lois sont heureusement en train de changer et un chercheur pourra posséder des actions, participer à l'entreprise en tant que consultant pendant quelques années avant de se décider à quitter son organisme public. En revanche, la nouvelle loi sur les stock options, qui sont essentielles pour la motivation de l'entrepreneur, ne va

pas dans le bon sens.

La difficulté en Europe continentale est de réussir à aligner les intérêts des investisseurs et des entrepreneurs.

**Int. :** *La solution pourrait être de créer une société à Londres ?*

**A. K. :** Ce n'est pas forcément viable. En général, les entrepreneurs qui ne veulent pas subir la législation française quittent la France et toute l'activité est montée en Angleterre. Outre-Manche, les charges sociales ne sont que de 10 %, le saut est donc tentant d'autant plus qu'il existe des pépinières d'entreprises en Écosse qui proposent des conditions très intéressantes.

**Int. :** *Aux États-Unis, il y a une concurrence au niveau des technologies et en Europe, il n'y a pas assez d'investissement. Pourquoi les Américains ne viennent-ils pas en Europe ?*

**A. K. :** Ils sont déjà présents et c'est ce qui va créer la concurrence.

En Europe, il n'y a pas encore assez de nouvelles sociétés. Le venture-capitalist doit être généraliste et savoir jouer avec les différentes technologies et donc les différentes échelles de temps. Aux États-Unis, on observe plutôt des marchés de spécialistes.

### **Une approche globale du marché**

**Int. :** *Quels sont les avantages et les inconvénients du corporate-venture ?*

**A. K. :** Ce mode de financement des petites sociétés par de grosses entreprises pose le problème de l'indépendance : soit l'approche est purement financière et les grosses compagnies n'ont aucun droit sur la société créée, soit au contraire elles placent des gérants-employés et toutes les décisions viennent du conseil d'administration. La difficulté est alors de réussir à s'adapter aux changements technologiques en tenant compte des contraintes institutionnelles des investisseurs.

Il existe un autre modèle intéressant, celui où la grosse compagnie gère les fonds et où les entrepreneurs restent indépendants. L'établissement de cette frontière claire entre les décisions stratégiques et les finances permet un fonctionnement d'une grande souplesse.

**Int. :** *Le cas d'Épicéa, une société détenue à 20 % par le CEA, présente un autre modèle, celui du "corporate-venture distancié" : initialement, le CEA utilisait Épicéa comme un moyen de diffusion de sa technologie mais étant donné la faiblesse du marché, le jeu était trop subtil. Épicéa a gagné son indépendance en 1985 et s'appuie sur le CEA comme centre d'expertise technique.*

**Int. :** *Faut-il connaître le futur acheteur de la start-up à l'avance ou la société peut-elle rester familiale avec une volonté de créer des dynasties ?*

**A. K. :** Je travaille avec des entrepreneurs qui ont une vision technico-commerciale du marché, ils veulent changer la structure économique de l'industrie et ne cherchent pas à créer une dynastie. Leur objectif est de créer de la valeur pour diffuser une pratique et donc vendre, avec une approche globale du marché. Ce sont les meilleurs interlocuteurs pour un venture-capitalist qui apporte l'argent devant travailler pour une durée déterminée. Si nos fonds viennent des caisses de retraites, il faut les rendre, c'est un prêt. Cette association est un bon pacte avec le diable où chacun s'y retrouve.

Cela demande en effet d'avoir un modèle du processus de sortie de l'argent, ce qui ne veut pas dire que l'on connaisse exactement le futur acheteur. C'est le point central du débat stratégique continu : comment articuler le court terme (les finances) avec le long terme (le rêve).

**Int. :** *Concrètement, comment choisir entre le hands-on et le hands-off ?*

**A. K. :** Sur un fond de capital-risque en hautes technologies, vous êtes hands-on si vous êtes l'investisseur leader. Il y a également une évolution dans le temps : au début, la gestion de la recherche est intense avec de gros efforts sur les ressources humaines en plus d'un regard vigilant sur les ressources financières.

L'approche hands-off s'adopte donc plutôt lorsqu'on est minoritaire en capital et avant une entrée en bourse.

L'idéal est encore de réaliser un équilibre, pour deux raisons : être un bon gérant de fond de start-up et avoir l'argent suffisant pour intervenir après l'entrée en bourse permet, d'une part, d'avoir une bonne visibilité sur le marché et, d'autre part, de rassurer les investisseurs.

**Int. :** *Un investissement après une entrée en bourse peut-il toujours être qualifié de capital-risque ?*

**A. K. :** La bourse ne valide pas forcément la réussite technique, c'est encore très risqué. Il s'agit seulement d'un changement de cycle au niveau financier mais il faut toujours créer de la valeur.

Diffusion août 1997