

**Séminaire
Ressources Technologiques
et Innovation**

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

Algoé²
Alstom
ANRT
AREVA²
CEA
Chaire "management multiculturel
et performances de l'entreprise"
(Renault-X-HEC)
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNES
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Crédit Agricole SA
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
EDF DR&P
ESCP Europe
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
Fondation Crédit Coopératif
Fondation Roger Godino
France Télécom
FVA Management
Groupe ESSEC
HRA Pharma
IBM
IDRH
IdVectoR¹
La Poste
Lafarge
Ministère de l'Industrie,
direction générale de la compétitivité,
de l'industrie et des services
OCP SA
Paris-Ile de France Capitale Economique
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
Thales
Total
Wight Consulting²
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources Technologiques et Innovation
² pour le séminaire Vie des Affaires

(Liste au 1^{er} janvier 2011)

**LE CAPITAL-RISQUE
À LA CROISÉE DES CHEMINS**

par

Antoine GARRIGUES
Associé gérant d'Iris Capital

Séance du 13 octobre 2010
Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

En bref

Créée en 1986 au sein du groupe Caisse des Dépôts, puis devenue indépendante, l'équipe d'Iris Capital est un acteur de longue date du capital-risque, en France et en Europe. Cette société a réalisé à ce jour plus de deux cents investissements et plus de cent soixante-dix sorties, en suivant une stratégie sectorielle qui l'a amenée à privilégier le secteur de la communication. Fort de ses expériences aussi bien de réussites que d'échecs, et aussi des remarquables performances financières d'Iris (18 % net en moyenne sur les dix-huit dernières années), Antoine Garrigues exprime ses inquiétudes sur le devenir du capital-risque, qui traverse actuellement un cycle négatif. En France, l'apport de capitaux via des mesures fiscales a suscité trop d'acteurs nouveaux, dont la faible efficacité a fait du tort à l'industrie du capital-risque. Plus généralement, celle-ci souffre du retrait des institutionnels suite à l'éclatement de la bulle Internet puis à la crise. Le temps est-il venu pour le capital-risque de se doter d'un nouveau *business-model* ?

*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.*

Ont participé : A. Bastin (EFQM / AFNOR), D. Beudin (ENSA BA), É. Bourguinat (rédactrice indépendante), B. Charpentier (Total Energy Ventures), D. Cruse (PSA Peugeot-Citroën), A. Dupuis (USE), F. Fabre (CEA), M. Faucheux (DGCIS), T. Hernandez (3R), F. Iselin (HEC), F. Jamet (IdVectoR), H. Lagarde (FEDAL), F. Lescure (Auriga Partners), D. Lucquin (Sofinnova Partners), C. Midler (CRG de l'École polytechnique), B. Monnier (Thales R&T), N. Mottis (ESSEC), P. Mustar (Mines ParisTech), H. Perrin-Boulonne (CCIP), M. Poix (Université Paris Dauphine), D. Rivaud-Danset (Université Paris XII), C. Riveline (École des mines de Paris), F. Romon (UTC), P. Souplet (Université Paris X - Nanterre), Y. Varin (Saint-Gobain - Cellule NOVA), T. Weil (Mines ParisTech), F. Weill (École de Paris du management).

EXPOSÉ d'Antoine GARRIGUES

L'équipe d'Iris Capital s'est constituée au sein du groupe Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), en 1986, alors que le capital-risque en était encore à ses balbutiements, non seulement en France mais en Europe. Dès le départ, nous avons adopté une stratégie sectorielle et privilégié les investissements dans la communication. Comme il n'existait qu'une valeur cotée en Bourse relevant de ce domaine (Havas), nous devions nécessairement nous tourner vers le non coté si nous voulions profiter de la croissance du secteur. Nous avons d'abord réalisé des investissements dans les médias, en profitant des vagues successives de libéralisation, puis dans les TIC (technologies de l'information et de la communication) à partir de 1990, en nous intéressant aux services plutôt qu'à la technologie.

De 1986 à 1999, notre équipe, baptisée Part'Com, a travaillé dans une grande liberté : nous ne subissions pas la moindre pression pour investir ni pour désinvestir. En réalité, personne ne s'intéressait à nos activités. Mais en 1999, nous avons assuré le quart des résultats du groupe Caisse des Dépôts, et nous avons dès lors focalisé l'attention. Le Groupe nous a progressivement imposé plusieurs niveaux additionnels de contrôle qui ont rendu notre métier beaucoup plus difficile. Nous avons alors commencé à envisager de sortir du Groupe. Nos efforts ont abouti à une *spin-off* amicale, fin 2003 : l'équipe a racheté la société de gestion et a quitté le Groupe tout en conservant la gestion du portefeuille déjà investi. Par ailleurs, la CDC a sponsorisé notre nouveau véhicule. Depuis cette date, nous agissons comme un capital-risqueur standard, avec une équipe indépendante gérant des fonds successifs.

Nous intervenons aussi bien en *early stage* qu'en *late stage* ou encore en capital-développement. Au total, nous avons investi un peu plus de 850 millions d'euros dans plus de 200 sociétés, et nous avons réalisé 172 sorties. Le métier a peu à peu évolué avec notamment un montant du "ticket" qui a fortement augmenté. À titre anecdotique, mon premier investissement personnel était de 80 000 euros, ce qui n'était pas négligeable à l'époque. J'ai entièrement perdu cette somme, mais j'ai progressé depuis !

Dès 1991, nous avons adopté un positionnement paneuropéen, en nous centrant sur l'Europe continentale (France, Allemagne, Suisse, Benelux). Au cours du temps et des opportunités, nous avons investi dans 18 pays européens différents, et actuellement, nous réalisons plus de la moitié de nos investissements en dehors de France. Nous sommes également intervenus ponctuellement en Amérique du Nord, sur des sociétés dont l'enjeu stratégique se trouvait en Europe.

Les réussites

Parmi nos investissements, certains ont été des succès, d'autres des échecs. Je vais en donner quelques exemples, tous pris parmi les investissements dont nous sommes sortis. Pour un entrepreneur, il peut exister différents critères de succès, comme la notoriété, mais pour nous, seul compte le gain en capital réalisé à la fin de l'opération.

Des stars

Les *business plans* échafaudés par les start-ups ont souvent bien du mal à se réaliser : quand elles atteignent la moitié de leur objectif, c'est déjà formidable. Mais il existe quelques exemples, comme SFR, E-Plus et Wavecom, pour lesquels tous les objectifs initiaux, même les plus optimistes, ont été atteints et largement dépassés.

Des paris réussis

Phone.com était une société nord-américaine fondée par un Français, Alain Rossmann, pour développer un produit d'accès à Internet sur téléphonie mobile. Sa vision (en 1997) était assez futuriste et son marché principal se trouvait en Europe, d'où notre investissement. Nous avons

fait un pari risqué et avons en outre profité de l'envolée de la bulle, ce qui nous a permis de réaliser un bénéfice assez extraordinaire. Même chose pour Cirpack et Erenis. Cirpack, qui proposait des commutateurs télécom de nouvelle génération, a été rachetée par Thomson/Technicolor. Erenis, de son côté, déployait un réseau de raccordement d'abonnés en fibre optique ce qui, au moment de notre investissement en 2005, n'intéressait quasiment personne. En 2006, Free a annoncé dans les journaux qu'il allait investir 1 milliard d'euros dans la fibre optique. Toute l'attention s'est alors tournée vers ce domaine. France Télécom avait déjà une activité fibre optique, mais Neuf Telecom (aujourd'hui SFR) n'en avait pas : Erenis est alors devenue un enjeu stratégique.

Des opérations classiques

Let It Wave est une start-up issue de l'École polytechnique, fait assez rare pour être signalé. Elle a été créée par un professeur d'analyse numérique, Stéphane Mallat, qui a développé des algorithmes basés sur la théorie des "ondelettes". L'une des applications de ces algorithmes est de conférer des caractéristiques de très haute résolution à des images fixes ou vidéo. En 2005, les ménages commençaient à s'équiper d'écrans plats pour la télévision haute définition, mais chacun savait que le nombre de productions réalisées en haute définition ne progresserait que lentement. Encore aujourd'hui, elles ne représentent que 6 ou 7 % des flux d'images. Les fabricants de téléviseurs sont donc constamment à la recherche d'innovations permettant d'améliorer la qualité de l'image standard. La propriété industrielle de Let It Wave a été bien protégée et la société a été acquise par l'américano-israélien Zoran, dont les composants sont utilisés pour la fabrication de téléviseurs, notamment par Toshiba.

Des rattrapages

Il nous est aussi arrivé de gagner de l'argent en sortant positivement de situations parfois désespérées. En 2000, nous avons investi sur FastBooking, un service de réservation d'hôtel sur Internet. Entre 2000 et 2004, le chiffre d'affaires était si faible que nous avons entièrement provisionné cette participation. Heureusement, à partir de 2005, l'infrastructure du e-commerce s'est mise en place, les connexions ADSL (*Asymmetric Digital Subscriber Line*) se sont développées et le chiffre d'affaires s'est mis à croître exponentiellement.

Des erreurs qui tournent bien

On peut aussi faire un gain en capital en se trompant complètement à l'origine. Pour Altitude Telecom, nous avons misé sur le développement de la boucle locale radio. C'était beaucoup trop tôt : en 2000, les équipements d'infrastructure n'étaient pas prêts et la société végétait. L'entrepreneur a eu l'intuition géniale de racheter des licences de radio de boucle locale en déshérence. Il a ainsi réussi à constituer, grâce à des acquisitions, la seule licence nationale de transmission de données en 3,5 GHz, qui est devenue plus tard la bande du fameux Wimax (*Worldwide Interoperability for Microwave Access*), objet d'intenses spéculations. La société détentrice de la licence est alors devenue stratégique et a été rachetée par Free.

Les échecs

Il existe aussi de nombreuses façons de perdre de l'argent. Dans 20 % des investissements dont nous sommes sortis, nous avons perdu la totalité du capital. Dans 50 % des cas, nous avons récupéré moins que le capital investi.

Trois exemples

Il arrive que l'on soit confronté à la concurrence là où on ne l'attendait pas. La société Xcalia réalisait, sous Java, des systèmes d'accès à des bases de données hétérogènes. C'était un bon produit, qui avait su trouver sa clientèle. Mais nous avons complètement sous-estimé la menace des logiciels libres. Xcalia a été balayée en moins de deux ans par des produits concurrents en *open source*.

On peut aussi se tromper dans son appréciation du marché. La société Bottin a été créée au moment de la libéralisation du secteur des renseignements téléphoniques, et d'après les expériences précédentes de l'Angleterre et de l'Allemagne, tout aurait pu bien se passer pour elle. En réalité, elle a été confrontée non seulement à des concurrents beaucoup plus nombreux que prévu, mais à un déluge publicitaire, alors même que le marché se contractait. Pour le dire schématiquement, le marché du renseignement téléphonique ne concernait pas la ménagère de plus de 50 ans, contrairement à ce qu'annonçaient l'ensemble des analyses, mais plutôt l'entreprise. L'enjeu marketing était totalement disproportionné pour Bottin, qui a été contrainte à la faillite.

On peut aussi arriver trop tôt, avec trop de monde autour de la table. La société Opt[e]way proposait des plateformes pour des services de localisation sur téléphone mobile. Comme pour beaucoup d'autres opérations du début des années 2000, non seulement les infrastructures nécessaires n'étaient pas encore disponibles, mais cette société a souffert d'un trop grand afflux d'argent. Les investisseurs n'étaient pas d'accord entre eux, et certains, qui n'étaient que des "touristes" du capital-risque, comme, à l'époque, plusieurs grandes banques d'investissement américaines, estimaient que leur droit à la parole devait être proportionnel à leur participation financière. Cette cacophonie, jointe à l'absence de perspectives commerciales, a abouti à un dépôt de bilan.

Les raisons des échecs

Les raisons des échecs sont évidemment très nombreuses, mais on peut en citer trois principales. Il arrive souvent que l'entreprise ait raison trop tôt : elle est visionnaire mais sous-estime le délai de mise en place des conditions externes nécessaires à sa réussite, comme les infrastructures. Pour les services Internet et les services mobiles, cela a été un écueil courant entre 2000 et 2005. On se heurte parfois aussi à l'étonnante capacité d'évolution et de survie de technologies que l'on croit vieillissantes. De nouveaux développements peuvent leur conférer une deuxième vie. Enfin, et c'est à mon sens la première cause d'échec, le management de la start-up n'est pas toujours à la hauteur des défis. Il est finalement rare de rencontrer des personnes ou des équipes réunissant l'ensemble des qualités nécessaires pour conduire une société sur la bonne trajectoire.

Le capital-risque en France et dans le monde

Avant 2000, le volume des investissements dans le capital-risque était très modeste en France, de l'ordre de 150 à 200 millions d'euros. Il a soudain explosé en 1999 pour atteindre 1,2 milliard d'euros en 2000, puis s'est contracté entre 2001 et 2003 suite à l'éclatement de la bulle. Les investissements ont ensuite recommencé à augmenter, notamment grâce à des mesures fiscales. À partir de 2009, la crise a provoqué un nouveau tassement.

L'industrie française du capital-risque compte grosso modo une vingtaine d'équipes "historiques", fondées avant les années 2000, et une vingtaine de sociétés nées des mesures fiscales adoptées ces dix dernières années. Il n'existe pratiquement plus de fonds *corporate*.

En Europe, l'investissement en capital-risque représentait près de 4,5 milliards d'euros en 2008, et 3 milliards en 2009. La Grande-Bretagne reste leader mais la France résiste assez bien, grâce à sa politique fiscale. Elle a détrôné l'Allemagne, qui a vu ses investissements en capital-risque divisés par deux entre 2008 et 2009.

Depuis une quinzaine d'années, le rapport de 1 à 5 entre les montants investis en capital-risque en Europe et aux États-Unis reste stable. On assiste en revanche à la montée en puissance des pays émergents. En 2002, le capital-risque n'existait pratiquement pas en Chine. Aujourd'hui, les investissements de la Chine représentent la moitié de ceux de l'Europe, et s'accroissent à un rythme accéléré. L'Inde progresse également rapidement. On savait que les grands groupes indiens faisaient des acquisitions en Europe dans des industries traditionnelles : Mittal a racheté Arcelor, Tata a racheté Land Rover et Jaguar. Mais nous

avons également vu une société indienne racheter une start-up, Voxmobili, qui développait des logiciels de synchronisation sur téléphone mobile. C'est une leçon à méditer pour nos groupes industriels européens, et singulièrement français, qui ne brillent pas par leur politique d'acquisition de technologies...

L'origine des investissements

Pour les investisseurs institutionnels, il existe à côté des grandes catégories d'actifs (actions, obligations et bons du Trésor), une catégorie dite alternative dans laquelle on trouve, pêle-mêle, des *hedge funds*, des fonds immobiliers, des fonds d'infrastructures et du capital-investissement (*private equity*) qui comprend le capital-transmission ou LBO (*leveraged buy-out*), le capital-risque et le capital-développement. Le capital-investissement ne représente donc qu'une petite fraction de l'allocation d'actifs : en France, environ 1 à 1,2 %, contre 5 à 6 % aux États-Unis.

Jusqu'en 1997, les fonds levés en France pour l'ensemble du capital-investissement étaient de l'ordre du demi-milliard d'euros par an. En 2000, ils atteignaient 6 milliards d'euros, avant l'éclatement de la bulle, pour retomber ensuite à 2 milliards d'euros. En 2005, avec l'afflux de liquidités, les montants se sont élevés à 12 milliards d'euros, mais essentiellement au profit du *buy-out* et des méga-fonds. La courbe s'est à nouveau effondrée en 2009, et le montant des fonds levés est retombé au-dessous de 4 milliards.

Dès avant 2000, le capital-risque ne représentait que 30 % environ du capital-investissement. Cette proportion s'est encore amenuisée, probablement en raison des performances financières du capital-risque, en moyenne relativement médiocres, il faut bien le dire.

Beaucoup d'institutionnels se sont intéressés au capital-risque dans les années 2000, mais la plupart s'y sont brûlé les ailes et s'en sont détournés. Ceux qui étaient encore présents en 2005 se sont montrés de plus en plus réticents, car l'offre présente sur le marché n'offrait qu'une très faible rentabilité, avec des résultats souvent négatifs. De plus, la crise financière de 2008-2009 a entraîné un durcissement des réglementations pour les banques et assurances, ce qui a encore aggravé le phénomène. Les règles Bâle III ou Solvabilité II fixent des ratios prudentiels de fonds propres très élevés : si une société d'assurance veut investir 100 euros dans un fonds de capital-risque, il faut qu'elle justifie de 60 euros de fonds propres, alors que pour investir dans une action cotée, elle n'a besoin de disposer que de 25 euros. Aucune mesure ne se dessinant à l'heure actuelle pour corriger ces effets pervers, on ne voit pas ce qui pourrait inciter les institutionnels à s'intéresser à nouveau au capital-risque.

Compte tenu de cette désaffection, les deux tiers des fonds sont désormais d'origine privée.

Les investissements privés

Les financements privés sont portés par divers véhicules : FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation), FCPI ISF (Impôt sur la fortune), FIP (fonds d'investissement de proximité), FIP ISF, Holdings ISF. Ces nouveaux outils ont provoqué un afflux d'argent important, mais au prix de contraintes à la fois inadaptées et inefficaces : morcellement des sommes investies, durée d'investissement réduites à 18 mois, durée de vie des véhicules de 8 ans alors qu'il est impossible de liquider un portefeuille de capital-risque dans un tel délai, frais de collecte et de gestion démesurés, etc.

Pour chacun de ces véhicules, la part investie en capital-risque *stricto sensu* est bien moindre que les chiffres globaux ne le laisseraient croire. Par exemple, les FCPI représentent 372 millions d'euros dont seulement 60 % sont investis en capital-risque : le reste correspond à du capital-développement. Pour les FIP, la part du capital-risque est de 26 %, et pour les Holdings ISF, de 30 %. La prolongation des FCPI pendant deux années supplémentaires va s'accompagner de mesures qui les rendront encore moins opérants pour le capital-risque. Par exemple, il est question d'ouvrir des FCPI permettant d'investir dans des sociétés comptant jusqu'à 2 000 salariés, ce qui réduira d'autant la part des start-ups.

En 2008, les montants alloués au capital-risque étaient de près de 900 millions d'euros, dont 375 venaient des FCPI et 501 des FCPR (fonds communs de placements à risques, accessibles principalement aux institutionnels). En 2009, le flux venant des FCPI progresse (472 millions d'euros), malgré les contraintes ou l'inefficacité que j'ai signalées, mais la part venant des FCPR se tarit (255 millions d'euros). Nous sommes donc dans une dynamique négative qui risque de perdurer plusieurs années, car elle présente une grande inertie : ce sont les fonds levés aujourd'hui qui vont financer les investissements des quatre années à venir.

Un paysage en clair-obscur

La situation actuelle comprend des éléments très positifs. La création d'entreprise est devenue beaucoup plus facile qu'avant. La procédure est très simple et ne nécessite pratiquement pas de capital. L'entrepreneur n'est plus obligé de faire appel à un commissaire aux comptes. Beaucoup d'aides sont accordées aux entreprises innovantes, notamment à travers Oséo, et le crédit d'impôt recherche est un outil vraiment efficace. L'écosystème de la création d'entreprise s'est bien développé et a acquis une certaine maturité, avec de nombreux consultants, des conférences, des supports médiatiques, ou encore des cursus d'entrepreneuriat dans les écoles, y compris à Polytechnique. Tous ces efforts ont permis d'améliorer globalement la qualité des managers.

Par ailleurs, alors qu'il n'existait guère de fonds d'amorçage dans les années 1990-2000, les mesures fiscales et en particulier celles liées à l'ISF ont attiré de nombreux investisseurs privés. Des réseaux de *business-angels* ont été redynamisés et certaines de ces personnalités sont devenues très médiatiques, comme Marc Simoncini, fondateur de Meetic, Pierre Kosciusko-Morizet, cofondateur de PriceMinister, ou Jacques-Antoine Granjon, fondateur de Vente-privee.com. Ces patrons créent à leur tour leurs propres véhicules et investissent beaucoup dans les start-ups. L'amorçage n'est plus vraiment le maillon faible qu'il a longtemps été. En outre, l'action des pouvoirs publics ne s'est jamais démentie, notamment au travers de l'action continue de la CDC.

Mais les sorties "qui font rêver" comme celles de SeLogger ou de PriceMinister, restent trop rares. On observe quelques sorties industrielles dans les sciences de la vie, mais pratiquement aucune dans les technologies de l'information. Par ailleurs, on ne trouve guère, en France, d'investisseurs institutionnels suffisamment solides et motivés pour financer le capital-risque (CDC mise à part). Trop peu d'acteurs s'avèrent capables de financer les sociétés au-delà de la phase *early stage*, comme le fait par exemple Sofinnova, et les start-ups manquent d'argent lorsqu'elles arrivent au stade où elles doivent s'internationaliser. Enfin, comme je l'ai montré, certains des nouveaux outils destinés à renforcer le capital-risque se sont avérés relativement peu adaptés et inefficaces. Au total, l'industrie du capital-risque, en moyenne, a une rentabilité négative, et l'on peut s'attendre à une réduction du nombre des équipes, comme on l'a vu au début des années 2000.

Ce phénomène n'est pas seulement français. Depuis 2008, quadrimestre par quadrimestre, on observe une baisse continue des levées de fonds de capital-risque dans le monde, et 2010 ne s'annonce pas comme un très bon millésime. En France, les mesures fiscales ont permis de freiner le phénomène, mais l'évolution globale n'augure pas très bien de la suite.

Les pistes

Sur le plan financier, l'action publique, qui a toujours été forte dans le capital-risque du fait des enjeux de compétitivité nationaux, peut trouver de nouveaux développements. En France, dans le cadre du grand emprunt, une enveloppe de 400 millions d'euros doit être affectée au Fonds national d'amorçage, qui va être géré par la Caisse des Dépôts. D'autres pays prennent des mesures de même type. Au Canada, les pouvoirs publics ont constaté une carence totale du financement du capital-risque et ont créé des fonds de fonds de capital-risque publics, l'un

au Québec et l'autre en Ontario. En Grande-Bretagne, sous la pression des pouvoirs publics également, les principales banques sont en train de mettre en place un fonds de fonds de capital-risque de l'ordre d'un milliard de livres.

Au-delà des aspects financiers, je vois deux pistes très importantes pour soutenir le capital-risque. La première consiste à développer une vraie culture d'acquisition au sein des grands groupes. On peut espérer que les pôles de compétitivité permettent un plus grand brassage entre dirigeants, entrepreneurs, chercheurs, et que tout cela contribue à diffuser cette culture d'acquisition.

La deuxième piste consisterait à promouvoir l'équivalent d'un *Small Business Act* à la française. Pour l'instant, nous n'avons que le Pacte PME adopté en 2005 : basé sur le volontariat, il n'a pas véritablement d'impact.

Sans doute faudra-t-il aussi réfléchir à un nouveau *business model* pour le capital-risque. On ne peut pas en rester à un modèle binaire avec, d'un côté, des ressources liées à des avantages fiscaux et gérées selon un dispositif globalement peu efficace, et de l'autre des équipes qui se donnent du mal pour lever des fonds auprès d'institutionnels réticents. Peut-être faudrait-il imaginer des systèmes de fonds de fonds, avec une contribution importante de l'argent public, ou encore des systèmes de garanties pour les investisseurs privés.

DÉBAT

Le rôle des pouvoirs publics

Un intervenant : *Merci pour le tableau lucide et honnête que vous avez brossé de votre profession. Plusieurs capitaux-risqueurs sont intervenus dans ce séminaire ; ils adoptaient en général un ton beaucoup plus triomphaliste et plaidaient en faveur de la dérégulation. Aujourd'hui, vous nous expliquez que le capital-risque se trouve dans un équilibre précaire et que vous avez besoin d'un appui important des pouvoirs publics. S'agit-il d'une attitude temporaire, liée à la crise actuelle, ou d'un véritable changement de perspective ?*

Antoine Garrigues : Il est normal que les pouvoirs publics soutiennent la création d'entreprise, mais chacun sait que l'afflux d'argent public produit aussi des effets pervers, avec l'apparition d'entités nouvelles qui cherchent à s'autojustifier. C'est pourquoi il faut toujours essayer d'attirer aussi des capitaux privés. Malheureusement, ceux-ci peuvent être plus ou moins abondants selon les époques. Nous avons déjà traversé trois cycles économiques adverses (l'éclatement de la bulle Internet, la crise économique du début des années 1990 et la crise des *subprimes*), et je pense qu'il y en aura d'autres. Comme la durée moyenne de nos investissements est de quatre ans et demi à cinq ans, nous ne pouvons pas nous permettre de miser sur des retours de conjoncture favorable et c'est pourquoi nous demandons le soutien de l'État.

Cela dit, ne nous leurrions pas : nous sommes dans une période où les déficits publics sont tels qu'il est vain d'espérer recevoir davantage d'argent public. Ce qu'il faut surtout, c'est utiliser les sommes qui sont accordées de façon plus efficace.

Les sorties industrielles

Franck Lescure (Auriga Partners) : *Dans le domaine des sciences de la vie, après le dépôt de brevet, il faut parfois 12 ans avant d'arriver à la phase de commercialisation d'un produit. Sachant que la durée de vie d'un FCPI est de 8 ans, la question se pose de savoir à quel moment investir dans une start-up. Si tout le monde attend que l'entreprise "mûrisse" un peu avant d'y investir, il risque de se poser un problème de financement pendant la phase d'amorçage. Mais la difficulté actuelle se pose en aval : s'il n'y a pas de rachat des parts des capitaux-risqueurs, il n'y a plus de sortie et plus de performance. Et pour une start-up*

française, chercher à se vendre aux États-Unis est plus compliqué qu'en France ou en Europe. La vraie question est donc celle des rachats de start-ups françaises par les grands groupes industriels ou les marchés financiers européens.

Denis Lucquin (Sofinnova) : *Sur ce plan, je vois des indices d'amélioration de la situation. Depuis que Chris Viehbacher, un Anglo-Saxon, a pris la tête de Sanofi, le groupe a réalisé 40 acquisitions en seulement un an, contre zéro pendant les dix ans qui ont précédé. Le groupe Safran me paraît également avoir adopté une stratégie de rachat de technologies.*

Un phénomène à trois dimensions

D. L. : *Le phénomène auquel nous assistons a une triple dimension. La première est mondiale. Cessons de faire du misérabilisme français : le capital-risque souffre également aux États-Unis, et il est même sans doute plus difficile actuellement de créer une entreprise dans ce pays qu'en France. Le phénomène est également européen. Antoine Garrigues a évoqué des règles telles que Bâle 3 ou Solvabilité II, mais nous nous battons actuellement contre une troisième menace, celle de la très controversée AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive). Si cette règle est adoptée en l'état, toutes les sociétés de nos portefeuilles auront l'obligation, à partir d'une certaine taille, de divulguer leurs plans de R&D. Cette obligation de transparence, conséquence des excès du buy-out, va créer une distorsion de concurrence entre les sociétés qui auront des investisseurs en capital-risque et celles qui seront indépendantes des financiers.*

A. G. : Je ne pense pas que l'on en arrivera à de telles extrémités. Il faut attendre de connaître les modalités d'application.

D. L. : *Au-delà de sa dimension mondiale et européenne, le phénomène est également français. Compte tenu de la pénurie d'argent institutionnel, on a fait appel à de l'argent privé, mais sans tenir compte des réalités du métier, et en cherchant à corriger ce qui était considéré comme un des inconvénients de cette activité, à savoir l'empilement des différents fonds. On a donc créé des FCPR qui lèvent de l'argent auprès des institutionnels et des FCPI qui lèvent de l'argent auprès des personnes privées. Or, le capital-risque est un investissement de long terme qui convient beaucoup mieux à des institutionnels qu'à des personnes privées. On a donc mis en place des "monstres", qui risquent d'être très dommageables à l'évolution du capital-risque en France.*

A. G. : C'est une pratique récurrente en France. Les avantages fiscaux ayant un énorme pouvoir d'attraction, les investisseurs se précipitent. Mais au bout de huit ans, ils ont complètement oublié de quoi il s'agissait. Nous avons eu la même expérience, il y a quelques années, avec les Sofica (Sociétés pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle), qui faisaient l'objet d'avantages fiscaux similaires. Au bout de huit ans, 3 à 5 % des souscripteurs manquaient à l'appel : ils ne savaient même plus qu'ils avaient souscrit ce produit. Enfin, on observe la disparition de ce qui faisait la spécificité des FCPI, à savoir le financement de la création de start-ups. En 2009, 60 % des FCPI ont été investis en capital-risque. Au premier semestre de 2010, il semble que la proportion ne dépasse pas 30 à 40 %... Il faut espérer qu'une refonte complète du système aura lieu en 2012.

L'expérience allemande

D. L. : *En 1995, l'Allemagne a mis en place un système de financement des start-ups par de l'argent public, appelé TBG (Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft). Dix ans plus tard, il n'y a plus du tout de capital-risque en Allemagne.*

A. G. : Il faut préciser qu'en Allemagne, il y avait très peu d'investisseurs institutionnels attirés par cette classe d'actifs. L'éclatement de la bulle Internet a fini de tuer l'activité de capital-risque qui s'était patiemment construite. En revanche, il existe des réseaux importants de *business-angels*, et aussi, à la différence de la France, un grand nombre de fonds *corporate*.

La rentabilité du capital-risque

Int. : *Sur l'ensemble de la décennie qui vient de s'écouler, la rentabilité globale du capital-risque en Europe est négative : - 0,8 %. Qu'en est-il aux États-Unis ?*

A. G. : Il est difficile de comparer les performances, car l'échantillon européen prend en compte des équipes gérant des fonds publics, ce qui biaise un peu les résultats. Il est cependant incontestable que les résultats américains sont globalement meilleurs. Mais si l'on ne prend en considération que les équipes qui se trouvent dans le quartile supérieur des résultats, la comparaison n'est pas déshonorante pour l'Europe. Je suis convaincu qu'il n'y a pas de "fatalité" sur le rendement négatif du capital-risque européen. Iris Capital a gagné beaucoup d'argent depuis sa création, d'autres équipes également, et il n'y a pas de raison que cela ne se poursuive pas.

Int. : *Quel est le rendement moyen du premier quartile ?*

A. G. : Je n'ai pas les chiffres exacts en tête, les rendements dépendant de la durée considérée. Pour Iris Capital, qui est dans le premier quartile, le rendement moyen des fonds sur 18 ans est de 18 % net. Mais le premier quartile démarre avec des fonds dont le taux de rendement moyen est de 8 ou 9 %.

Int. : *Une étude a montré que, pour une même entreprise de capital-risque, les résultats peuvent être très variables d'un fonds à l'autre, y compris chez les "stars" de la profession...*

A. G. : Il faut néanmoins essayer de préserver l'acquis des capitaux-risqueurs qui obtiennent de bons résultats : évitons de saupoudrer l'argent et de générer de nouvelles équipes qui auront besoin de se construire leurs propres courbes d'expérience. Il faut également cultiver la culture de la rentabilité du capital-risque. Or, pour les institutions qui gravitent autour des FCPI, la rentabilité ne semble pas vraiment une préoccupation : elles s'intéressent surtout aux frais de collecte de l'épargne et de gestion. Et au bout de huit ans, le souscripteur oublie de se demander quelle a été, finalement, la rentabilité de son investissement...

Int. : *Dans le cas d'un FCPI, à quelle rentabilité peut-on s'attendre ?*

D. L. : *En général, elle est négative. Mais c'est surtout l'incidence fiscale qui intéresse les particuliers.*

A. G. : Malheureusement, l'avantage fiscal est entièrement "mangé" par les frais de collecte, de gestion et les frais divers d'entrée et de sortie. Pour obtenir un rendement positif, il faudrait que l'équipe effectue ensuite un travail d'une très grande qualité.

La qualité du management

Int. : *Aux États-Unis, la question de la qualité du management me paraît moins déterminante qu'en France, car si le créateur ne correspond pas au bon profil, on le remplace, ce que l'on n'ose pas faire en France.*

Int. : *Il y a une autre façon de régler un problème de management : c'est de renforcer la formation et de faire en sorte que les mauvais managers deviennent bons. Les formations actuelles sont centrées sur la construction du business plan et sur les bonnes recettes pour gagner le concours Oséo. Or, dans la plupart des cas, les business plans doivent être entièrement reformulés après la création de l'entreprise.*

En cas de difficulté, quelle méthode employez-vous avec les managers : les remplacez-vous ou les aidez-vous à gérer ce qui vient après le business plan originel ?

A. G. : Nous consacrons énormément de temps à essayer de comprendre comment l'équipe de management fonctionne, quelles sont ses forces et ses faiblesses. Plusieurs personnes différentes, y compris des consultants extérieurs, mènent des entretiens avec chaque membre

de l'équipe, afin de comprendre quelles sont les motivations profondes des uns et des autres, comment l'équipe s'articule et quels sont les éventuels manques à combler pour obtenir une composition optimale. Cela dit, c'est vrai qu'en Europe, il faut réfléchir à deux fois avant d'écarter un manager, car on sait que l'on n'en trouvera pas forcément un autre très facilement.

D. L. : *Au cours des vingt ans qui viennent de s'écouler, tous les grands succès de Sofinnova ont été obtenus avec des sociétés dont nous n'avons pas changé le management. Cela nous incite à rester très humbles sur ce qui est probablement l'aspect le plus difficile de notre métier, à savoir la constitution des équipes au démarrage.*

Il faut souligner par ailleurs que la qualité du management s'est bien améliorée par rapport à ce qu'elle était il y a dix ans : on commence à voir des entrepreneurs qui ont déjà eu une ou deux premières expériences de réussite ou d'échec. Ils ont désormais la "recette" dans la tête et ils savent prendre les bonnes décisions au bon moment. C'est déterminant, car l'analyse a posteriori de notre portefeuille nous a montré que toutes les décisions de changement de management ou de stratégie étaient systématiquement prises trop tard.

Vers la disparition du capital-risque ?

Int. : *Dans la mesure où les difficultés rencontrées par le capital-risque sont un phénomène mondial, considérez-vous comme plausible un scénario de disparition totale de cette activité ?*

A. G. : *L'Allemagne a vu son industrie du capital-risque se déliter complètement. Une société peut-elle continuer à être viable économiquement et innovante sans capital-risque ? Probablement. On peut imaginer qu'à l'avenir les start-ups soient financées uniquement par de l'argent public. Mais il faudra en payer le prix : le capital-risque est un accélérateur de création et de développement d'entreprise, et aussi un outil qui permet de faire le tri entre les bons et les mauvais projets.*

Int. : *Il existe tout un courant de pensée, aux États-Unis, selon lequel il serait parfaitement possible de se passer du capital-risque. Au cours des dix dernières années, seulement 15 % des 1 000 entreprises américaines à plus forte croissance en ont bénéficié.*

A. G. : *Il est clair que de nombreuses entreprises peuvent se passer de l'apport du capital-risque, mais elles suivent souvent des trajectoires moins ambitieuses.*

La maturité des secteurs d'innovation

Int. : *Il existe trois grands types d'explications à la crise du capital-risque. Vous avez souligné qu'au début des années 2000, il y a eu trop d'argent investi dans les start-ups, ce qui a mécaniquement engendré des sorties avec des résultats décevants. Un deuxième type d'explication impute la crise du capital-risque à la chute des marchés boursiers. Le troisième est celui qui me paraît plus convaincant : le secteur des technologies de l'information et de la communication, qui a fait le succès du capital-risque, est maintenant parvenu à maturité, et les taux de retour sont aujourd'hui beaucoup plus modestes que par le passé. Or, entre-temps, aucun nouveau marché susceptible de générer des profits importants pour le capital-risque n'a émergé : les projets de biotechnologies sont longs et difficiles à mener ; le marché des éco-innovations s'est avéré décevant.*

A. G. : *Je ne partage pas votre analyse sur le secteur des TIC, qui me paraît loin d'être "épuisé". Il offre peut-être moins d'innovations que dans les années 2000, mais le flux d'opportunités reste extrêmement riche. D'autres secteurs se font jour, comme celui de l'automobile, et rien n'oblige le capital-risque à se cantonner aux TIC ou aux sciences de la vie : il est normal qu'il s'ouvre et se déplace au gré des enjeux.*

Les phases d'engouement et de "désengouement" pour le capital-risque me paraissent liées aux cycles de disponibilité ou de raréfaction des capitaux. La bulle a donné un coup

d'accélérateur formidable au capital-risque, mais le réveil a été brutal. Nous sommes actuellement dans une période de basses eaux et nous devons faire en sorte que notre outil puisse traverser les différents cycles.

D. L. : *La société américaine Tesla, qui s'est lancée dans la construction de véhicules sportifs propres, va sans doute battre le record de rendement du capital-risque américain, alors que l'automobile est, par définition, l'un des secteurs considérés comme les plus matures.*

Le business model du capital-risque

Int. : *Vous êtes souvent amenés à remettre en question les business models des entreprises qui vous sollicitent. Qu'en est-il de votre propre modèle ? Le secteur n'est-il pas appelé à se restructurer, avec éventuellement des regroupements de certaines équipes ou des rapprochements avec d'autres acteurs du monde financier ? Doit-on plutôt s'attendre à la disparition pure et simple de certaines sociétés de capital-risque ?*

A. G. : Cela me paraît malheureusement le scénario le plus probable. Chaque fonds est géré séparément, et fusionner des sociétés de capital-risque ne génèrera pas des économies d'échelle. Par ailleurs, ce n'est pas en additionnant des équipes qui perdent de l'argent que l'on créera de la rentabilité.

D. L. : *Par essence, notre activité consiste à prendre des risques et nous avons choisi un mode de gouvernance adapté à cette activité. Chez Sofinnova, toutes les décisions sont unanimes, ce qui serait impossible avec une équipe de plus de sept ou huit personnes.*

Le grand emprunt

Int. : *Les pouvoirs publics ont annoncé que sur les 3 milliards d'euros du grand emprunt, 400 millions seraient consacrés à un fonds national d'amorçage. Qu'en pensez-vous ?*

A. G. : Je fais des vœux pour que ces 400 millions d'euros soient effectivement consacrés au capital-risque, et pour que les politiques d'allocation évitent les gaspillages. Dans son ouvrage de 2009, *Boulevard of Broken Dreams : Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed, and What to Do About It*, Josh Lerner analyse tous les travers de l'action publique dans les politiques de soutien à l'innovation. J'espère que ceux qui auront en charge l'allocation des fonds du grand emprunt liront cet ouvrage.

Présentation de l'orateur :

Antoine Garrigues est associé-gérant d'Iris Capital, gestionnaire de fonds de capital-risque paneuropéens, spécialisé dans le secteur télécommunications, médias et technologies de l'information ; avant de rejoindre Iris Capital (ex-Part'Com – groupe Caisse des Dépôts et Consignations) en 1993, il a exercé diverses fonctions dans les groupes Dassault et Schneider ; il est diplômé de l'École Polytechnique et de l'École Nationale des Ponts et Chaussées.

www.iriscapital.com

Diffusion janvier 2011