

Première partie

Une société de capital-risque, comment ça marche ?

L'objet de cette première partie est de présenter le fonctionnement global d'une société de capital-risque. L'objectif est de permettre aux entrepreneurs d'anticiper et de mieux comprendre les réactions et comportements des financiers, en souhaitant que cela facilite leurs échanges futurs.

Pour cela, nous essaierons de répondre successivement à différentes questions :

- Quelles sont les principales activités d'une société de capital-risque?
- Quel est son modèle de revenu?
- Quelle est l'organisation type d'une société de capital-risque et quelles sont ses règles de gouvernance?
- À quels enjeux une société de capital-risque est-elle confrontée?
- Quel est le profil type d'un investisseur?

Quelles sont les principales activités d'une société de capital-risque ?

Le processus que déroule une société de capital-risque se décompose en six activités principales :

1. La définition d'une stratégie d'investissement.
2. La levée du fonds : la société de capital-risque doit rassembler de l'argent avant de l'investir (elle fait appel à des souscripteurs).
3. L'investissement : la société de capital-risque investit l'argent levé en entrant dans le capital d'entreprises à fort potentiel de création de valeur.
4. Le suivi des investissements/réinvestissements/reporting : la société de capital-risque participe à la stratégie des entreprises dans lesquelles elle a investi. Elle est parfois amenée à refinancer des entreprises dans lesquelles elle est actionnaire. Elle doit par ailleurs rendre régulièrement des comptes de ses investissements à ses souscripteurs.
5. Le désinvestissement ou « sortie » : la société de capital-risque vend les participations qu'elle a prises lors de la phase 2, à l'occasion de cessions industrielles ou d'inscriptions sur un marché financier (Alternext, Euronext, Nasdaq, etc.) des entreprises dans lesquelles elle a investi.
6. La liquidation du fonds : la société de capital-risque rend à ses souscripteurs l'argent encaissé dans la phase 5. Selon qu'elle aura ou non fait de bons investissements, elle rendra plus ou moins d'argent.

Pour fixer les idées, et avant de détailler les différentes activités ci-dessus exposées, disons que la durée totale de déroulement du processus est de l'ordre de huit à dix ans : quelques mois pour définir la stratégie, de douze à dix-huit mois pour la levée de fonds, entre deux et trois ans pour trouver les entreprises que la société de capital-risque souhaite financer, entre trois et cinq ans pour que les investissements soient réellement créateurs de valeur, puis un à trois ans pour trouver la meilleure sortie (cession de l'entreprise, inscription en Bourse, etc.).

Ce processus est déroulé autant de fois que l'équipe d'investisseurs lève et gère de fonds. On verra plus loin que, du point de vue de l'entrepreneur, il est important de savoir avec quel fonds un investisseur est susceptible de rentrer dans son capital, lorsque celui-ci en gère plusieurs, et surtout dans quelle phase du processus le fonds en question se trouve. Annonçons déjà que plus la société de capital-risque est avancée dans le processus, plus un investissement nouveau devra créer de la valeur rapidement.

1. Définition d'une stratégie d'investissement

Comme toute entreprise, une société de capital-risque doit avant tout définir une stratégie. Il s'agit pour elle principalement de déterminer une politique d'investissement, c'est-à-dire :

- les secteurs d'activité dans lesquels elle va investir (biotechnologie, nanotechnologie, électronique, téléphonie, télécoms, e-commerce, logistique, industrie « traditionnelle », etc.);
- les secteurs géographiques dans lesquels elle réalisera ces investissements;
- le niveau de maturité des entreprises recherchées (en est-on au stade de l'idée, d'un premier produit, des premières ventes, du lancement de l'activité à l'international, etc.);
- le type de risque que la société de capital-risque souhaite prendre (risque produit, risque client, risque d'industrialisation, etc.);

- le niveau de risque souhaité : « fort enjeu/fort risque » ou « faible enjeu/faible risque » ;
- la « taille des tickets » (c'est-à-dire le montant moyen investi dans une entreprise à l'entrée dans son capital) et l'exposition moyenne (c'est-à-dire le montant moyen investi dans une entreprise lors de son accompagnement) ;
- etc.

C'est sur la base de cette politique d'investissement que la société de capital-risque lèvera des fonds (voir l'étape suivante du processus).

L'entrepreneur qui souhaite faire appel à une société de capital-risque doit clairement identifier la stratégie d'investissement de cette dernière pour déterminer si le projet qu'il propose est susceptible de correspondre à ce qu'elle recherche ou non. Notons ici qu'il ne s'agit donc pas uniquement d'avoir un « bon projet » pour trouver un partenaire financier, faut-il encore que le projet réponde à une demande.

2. Levée du fonds

Dans cette deuxième phase du processus, la société de capital-risque va à la rencontre de souscripteurs éventuels, leur présente son projet d'investissement et les rendements espérés, et essaie de les convaincre de lui confier de l'argent à investir.

La levée de fonds se déroule différemment, selon que la société de capital-risque s'adresse à des souscripteurs présentant la qualité d'investisseur averti ou non. En effet : « *La qualité d'investisseur averti doit être appréciée au regard des trois critères cumulatifs, à savoir : la compétence professionnelle, la nature des opérations réalisées et la connaissance des instruments financiers, et le volume des opérations.* »¹

1. Cour de Cassation – Chambre commerciale – Audience publique du 18 février 2004 – Président M. Tricot.

Plus concrètement, certaines sociétés de capital-risque vont s'adresser en direct à un petit nombre de très grands institutionnels (ou à quelques personnes très fortunées) qui confieront chacun de grosses sommes d'argent (plusieurs millions, voire dizaines de millions, d'euros), quand d'autres vont faire appel à de l'épargne publique, s'adressant, par le biais de réseaux commerciaux (banques, gestionnaires de patrimoine, assurances) à un grand nombre de personnes physiques. C'est, dans ce cas, plusieurs milliers de personnes qui confieront chacune quelques milliers d'euros à la société de capital-risque.

Dans tous les cas, l'exercice de la levée de fonds n'est pas simple. En effet, le type de placement proposé aux souscripteurs présente deux inconvénients majeurs :

- La non-liquidité. Une fois l'argent levé par la société de capital-risque, celui-ci est investi dans des sociétés qui vont elles-mêmes l'investir dans leurs projets de développement, lesquels ne produiront leurs effets qu'au bout d'un laps de temps généralement de l'ordre de quelques années. Pas question donc, une fois une participation prise dans le capital d'une entreprise, de « récupérer sa mise » à court terme. Du point de vue du souscripteur, les placements dans le capital-risque n'offrent donc pas de perspectives de sortie avant la date de liquidation du fonds, contrairement par exemple à certains investissements directs en Bourse, dont on peut sortir relativement facilement.
- Un horizon d'investissement relativement long, de l'ordre de huit ans. On l'a vu plus haut, la durée de déroulement de l'ensemble du processus d'investissement/suivi/désinvestissement est de cet ordre de grandeur.

Les sociétés de capital-risque doivent donc, pour rester motivantes, présenter des rendements meilleurs que ceux proposés par des placements plus liquides, ou à horizon plus court. En clair, une équipe de capital-risque ne peut prétendre lever un fonds que si elle peut faire valoir des performances de l'ordre de 20 à 30 % par an ! Malheur aux équipes qui ne performant pas, elles ne lèveront plus de fonds et seront de ce fait amenées à disparaître.

Le tableau ci-après présente les performances moyennes des fonds de capital-risque européens et américains sur la période 1990-2000.

Taux de retour moyen annuel des fonds de capital-risque sur une période de 10 ans, de 1990 à 2000

États-Unis		Europe	
Total des fonds	1 ^{er} quartile	Total des fonds	1 ^{er} quartile
28,6 %	43,8 %	17,2 %	37,0 %

Source : NVCA, EVCA, Venture Economics

Écart-type de rentabilité annuelle en France de 1990 à 2000

Immobilier	0,5 %
Obligataire	0,8 %
Actions	2,6 %
Indice « Nouvelles Techno. » de l'Eurostox	5,5 %
Capital investissement (benchmark)	5,2 %

Source : CDC Ixis Capital Markets, service de la Recherche

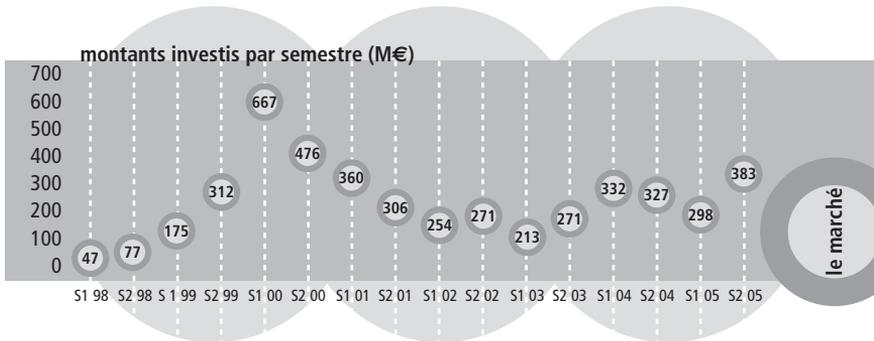
3. Investissement

Dans cette troisième phase du processus, la société de capital-risque identifie des sociétés à la recherche de financements, entrant dans sa stratégie d'investissement et qui sont prêtes à céder une partie de leur capital pour obtenir ces financements. Il est intéressant de constater que la société de capital-risque fait ici ce qui s'apparente à du « picking » pour constituer un portefeuille correspondant à sa politique d'investissement. Une fois encore, l'entrepreneur qui cherche à lever des fonds doit donc bien comprendre la politique d'investissement de son interlocuteur, mais aussi connaître le niveau d'avancement de la constitution de son portefeuille, pour éviter de perdre du temps si son projet n'entre pas dans les critères du financier ou « arrive trop tard », lorsque des investissements semblables au projet présenté ont déjà été réalisés. Notons ici que l'initiative d'une entrée en relation est souvent prise par l'entrepreneur, mais qu'il arrive également que les investisseurs fassent eux-mêmes le premier pas.

Lorsqu'une entreprise présente un intérêt fort (équipe dirigeante de grande qualité, rupture technologique, différenciateur technologique fort, marché important), elle peut se trouver courtisée par de nombreux investisseurs. Une véritable compétition peut alors s'engager entre financiers pour participer à l'aventure entrepreneuriale proposée. Dans certains cas, des «syndications» d'investisseurs pourront se former pour tenter de réaliser ensemble l'opération.

Nous verrons dans la deuxième partie de cet ouvrage quels sont les critères d'investissement généralement utilisés par les financiers pour sélectionner un dossier. Retenons simplement ici que la «grille du tamis» est particulièrement fine. Le nombre d'entreprises qui finalisent un investissement par rapport au nombre de candidates est de l'ordre de 2 à 4 %!

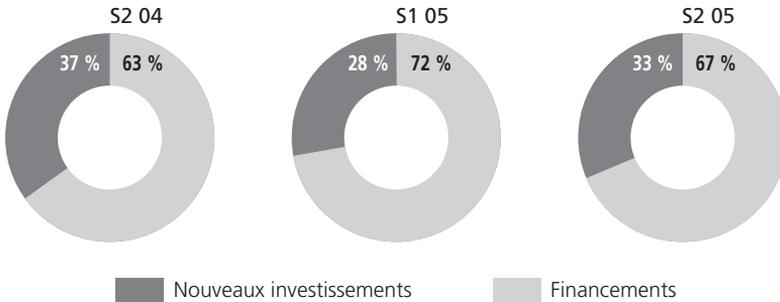
L'indicateur Chausson Finance fournit de manière précise les montants investis en France et le nombre d'opérations menées à terme.



Chausson Finance nous indique par exemple que 302 entreprises ont été financées par le capital-risque français au cours du second semestre 2005, dont 100 qui ont reçu des capitaux pour la première fois. C'est bien peu!

Au premier semestre 2005, c'est 244 entreprises qui avaient été financées, dont 69 pour la première fois.

Ratio refinancements/nouveaux investissements (en nombre d'opérations)



Il apparaît clairement ici que le nombre d'entreprises qui entrent dans les critères du capital-risque est relativement faible (546 en 2005! et 169 qui trouvent du financement pour la première fois!). Alors que, selon le rapport Bannock, entre 15 000 et 17 000 PME françaises à fort potentiel de croissance cherchent chaque année à financer leur croissance par un renforcement de leurs capitaux propres.

L'entrepreneur qui décide de se lancer dans une opération de levée de fonds se doit d'avoir cette donnée en tête et de s'interroger sur le profil de son projet pour s'assurer qu'il relève bien de ce type de financement.

4. Suivi des investissements/réinvestissements/reporting

La quatrième activité du processus est en réalité orientée sur deux cibles : les entreprises dans lesquelles la société de capital-risque a investi et les souscripteurs du fonds.

Le suivi des entreprises recouvre un grand nombre d'activités :

- préparation et participation aux conseils d'administration, dans lesquels les investisseurs apportent leur éclairage sur la stratégie de l'entreprise;
- veille technologique et concurrentielle;

- mises en relation diverses;
- préparation des refinancements éventuels de l'entreprise;
- participation aux refinancements de l'entreprise.

Ces différentes actions seront détaillées dans la deuxième partie de l'ouvrage.

Parallèlement au suivi des entreprises de son portefeuille, la société de capital-risque doit informer régulièrement (deux à six fois par an) les souscripteurs au fonds qu'elle gère, notamment :

- sur les nouveaux investissements;
- sur les sorties (ventes d'entreprises ou cotation sur un marché);
- sur les faits marquants concernant les entreprises financées.

La société de capital-risque doit également évaluer régulièrement la valeur des sociétés qui constituent son portefeuille, afin de publier, à destination de ses souscripteurs, une valeur liquidative du fonds. Cette évaluation se doit d'être la plus objective possible. Elle est soumise à un certain nombre de règles dictées par les autorités de marché (AMF) et doit être validée par un commissaire aux comptes.

5. Désinvestissement ou « sortie »

Dans cette cinquième phase du processus, la société de capital-risque tente de revendre les actions qu'elle détient dans les différentes entreprises de son portefeuille.

La phase de sortie n'est pas déclenchée à un moment précis mais s'exécute plutôt en fonction des opportunités qui se présentent tout au long de la vie du fonds. Reste qu'une date butoir existe, définie par la durée de vie du fonds, et qu'elle correspond à un engagement contractuel que la société de capital-risque prend vis-à-vis de ses souscripteurs.

Un entrepreneur qui souhaite s'engager avec un financier doit bien comprendre qu'une société de capital-risque est tenue de rendre à ses souscripteurs des liquidités. Elle ne peut rester investie en

actions, quand bien même ces actions pourraient être évaluées très chères.

Plusieurs modalités de sortie existent :

- L'inscription de l'entreprise sur un marché financier. Il s'agit de «coter» l'entreprise en Bourse, c'est-à-dire de profiter d'un espace dans lequel des actions de l'entreprise pourront se négocier librement. La société de capital-risque profite alors de ce marché pour céder à des tiers les actions qu'elle possède. Cette modalité de sortie n'est effective que s'il existe une liquidité suffisante sur le marché en question, c'est-à-dire suffisamment de contreparties auxquelles la société de capital-risque pourra céder ses actions.
- La vente à une entreprise tierce (sortie industrielle). Notons que la société de capital-risque est satisfaite dès lors que les actions qu'elle possède sont vendues. La transaction peut donc porter uniquement sur la part de capital qu'elle détient, lorsque l'acquéreur l'accepte et que certains actionnaires, en particulier le management, ne souhaitent pas vendre leurs propres actions.
- La vente au management. Il arrive (assez rarement) que les investisseurs cèdent leurs actions aux dirigeants de l'entreprise. Ceci est notamment le cas lorsque la société en question est suffisamment rentable pour mettre en place un LBO (Leverage Buy Out – voir glossaire). Mais cette modalité de sortie ne permet en général pas à la société de capital-risque de valoriser au mieux son investissement, c'est pourquoi elle reste assez exceptionnelle.
- La vente à un fonds secondaire. Dans ce cas, bien souvent assez peu favorable financièrement, la société de capital-risque vend sa participation à un autre financier, dont l'horizon de sortie est plus éloigné.

● ● ● *Amélie Faure*

S'assurer que son projet relève bien de ce type de financement

Telle est vraiment la question clé. Pour cela, il faut commencer par répondre honnêtement à trois questions :

- ▶ Mon projet a-t-il besoin d'un financement important ?
- ▶ Suis-je prêt à accepter une dilution importante de ma part dans le capital ?
- ▶ Suis-je d'accord pour préparer et faciliter un exit (qui signifie souvent un changement total de contrôle de l'entreprise) dans les 3 à 5 ans ?

On le voit, l'«association» proposée par un partenaire financier est toujours une association à durée limitée, dont le terme peut facilement être déterminé. C'est un point que les entrepreneurs et les financiers doivent aborder pour vérifier que leurs horizons de temps sont compatibles.

Il apparaît par ailleurs que la liquidité recherchée par les financiers passe parfois par la cession de la totalité de l'entreprise. Pour assurer leur sortie, les investisseurs demandent même fréquemment que des clauses de type «buy or sell» soient intégrées dans les pactes d'actionnaires (voir la fiche «*De quel degré de liberté peut-on disposer dans les cessions d'actions?*», p. 116). Ces clauses, pour être bref, donnent mandat aux financiers pour vendre, à un horizon fixé, la totalité des actions de l'entreprise (y compris donc celles des entrepreneurs). Le fondateur d'une entreprise qui choisit de collaborer avec une société de capital-risque doit donc se préparer à cette éventualité.

À retenir

Les entrepreneurs devraient garder en mémoire que les financiers doivent, comme eux, satisfaire des clients (les souscripteurs). Ils comprendraient mieux alors pourquoi, si ces investisseurs s'intéressent à tel projet plutôt qu'à tel autre, c'est tout simplement qu'ils essaient de satisfaire un cahier des charges qu'ils ont validé auprès de ces mêmes clients. Ils pourraient alors présenter leur propre projet en écho à ce cahier des charges, et ainsi en augmenter l'impact.

6. Liquidation du fonds

Dans cette dernière phase, l'ensemble des participations dans les différentes entreprises du portefeuille ayant été rendues «liquides», l'argent est redistribué aux souscripteurs, au prorata de leur investissement initial, et après distribution du «carried» aux gestionnaires du fonds (voir la suite sur le plan du modèle de revenu).