

Venture Capital : accélérateur de croissance

Prof. Dr. Sophie Manigart
Professeur de l'Université de Ghent
Partenaire à Vlerick Leuven Gent Management School
Reep 1, B-9000, Gent. sophie.manigart@vlerick.be
Traduction: Y. Alperovych et T. Lejeune, doctorants à l'Université de Liège.

Biographie

Sophie Manigart est professeur au département de comptabilité et Finance d'entreprise (corporate finance) de l'Université de Gand et partenaire de la Vlerick Leuven Gent Management School (Centre de compétence en comptabilité et finance). Elle préside également la « GIMV Private Equity Chair ». Ses domaines de recherches sont la finance entrepreneuriale (entrepreneurial finance) tant du côté de l'offre (venture capital, business angels, marchés financiers) que du côté de la demande (entrepreneurs). Elle est fondatrice et directrice du premier réseau belge des business angels, Vlerick BAN. Elle est également membre du conseil d'administration de BAN Vlaanderen. Par ailleurs, elle est membre de plusieurs comités d'investissement : du Baekeland-fund, le fonds d'investissement en capital risque spécialisé en financement des spin-offs de l'Université de Gand et de l'Ark-Angels Fund. De plus, elle est membre du comité de BEL-20 et du PEREP Academic Council of the European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA).

Les sociétés entrepreneuriales, axées sur l'innovation et la croissance, font souvent face aux problèmes de financement de leur activité. Elles ont non seulement besoin d'investir dans les actifs, mais également dans le développement des produits et des marchés. En outre, le cash flow disponible généré au sein de ces sociétés est souvent insuffisant, voire même négatif. Couplé au manque d'immobilisations corporelles, pouvant servir de garantie, la possibilité d'avoir un recours à la dette bancaire s'avère souvent impossible pour les jeunes entreprises innovantes. Les entrepreneurs s'abstiennent donc d'utiliser des techniques plus créatives de financement et limite ainsi leur potentiel de croissance. Cette stratégie n'est bien évidemment pas optimale tant du point de vue des entrepreneurs, puisque la création de leur richesse devient bornée, que du point de vue des sociétés, puisque la croissance économique et l'innovation sont limitées.

Le venture capital (VC) est un type de financement alternatif, particulièrement approprié aux investissements dans les opportunités à haut potentiel de croissance avec des garanties limitées et un cash flow insuffisant.¹ Les entreprises qui possèdent ces caractéristiques sont souvent confrontées aux difficultés de contracter de la dette bancaire, car le rendement bancaire est limité par la marge d'intérêts, insuffisante pour compenser la banque du risque pris par l'octroi de crédit à ces sociétés. L'investisseur en VC (VCI) est un intermédiaire professionnel, qui investit les fonds de tiers dans les entreprises non-cotées, telles que celles décrites ci-dessus. Les VCI demandent généralement une part de société dans laquelle ils investissent, ce qui leur permet de partager les gains en cas de succès de l'investissement. En conséquence, le taux de rendement exigé par les VCI est également plus élevé dans le but de refléter de manière appropriée le niveau de risque encouru.

Cependant, la plupart des entrepreneurs ne comprennent pas correctement le *modus operandi* des VCI. Il existe donc de nombreuses idées fausses sur ce qui peut-être espéré des VCI. L'objectif de ce papier est de présenter premièrement le mode opératoire des VCI. Ensuite, l'impact des VCI sur les entreprises de portefeuilles sera présenté. Les VCI aident-ils vraiment les entreprises prometteuses à croître et sont-ils des catalyseurs de la croissance économique ? Malheureusement, ces derniers sont souvent décrits dans la presse populaire comme étant des ingénieurs financiers, seulement intéressés par des gains rapides. C'est pourquoi la présentation de ce qui se passe véritablement avec les entreprises financées par VCI devient très pertinente.

1. Le cycle de venture capital (Venture capital cycle)

L'industrie du VC n'est pas uniforme. Il existe différents types de VCI, chacun avec ses propres objectifs et sa propre gestion du business. Par exemple, les VCI indépendants lèvent les fonds auprès de sources externes, alors que les fonds captifs se contentent de l'argent disponible dans leurs sociétés-mères (par exemple : des banques, des universités, des grandes entreprises ou des familles). Cependant, de

¹ Cet article se concentre sur l'aspect propre du venture capital, un type de financement visant de jeunes entreprises à haut potentiel de croissance. La partie « Private Equity », des investissements réalisés dans les sociétés matures ou dans les situations de buyout (rachat de société par l'équipe dirigeante), ne font pas partie de cet exposé.

manière plus générale, tous les VCI suivent une même approche, présentée ci-dessous.

Graph 1

La figure 1 montre les étapes distinctes suivies par le cycle de VC. Premièrement, l'équipe de venture capitalistes définit leur stratégie d'investissement : les requis par rapport au stade de développement des cibles potentielles, l'aspect géographique, le secteur d'activité et de spécialisation et les montants minimaux/maximaux par projet. Etant donné que le temps d'un manager de fonds en VC est une de ses ressources limitées, et que les petits projets nécessitent autant d'intervention et de supervision que des grands projets, il est parfaitement raisonnable qu'un montant minimum par projet soit défini. Le montant maximum est typiquement fixé aux alentours de 10% du montant total investi, ce qui implique que la taille du portefeuille des participations de ce fonds sera entre 10 et 20 projets. Suivant la stratégie d'investissement, les fonds sont levés soit auprès des sociétés-mères dans le cas des fonds captifs, soit auprès des institutions financières indépendantes dans le cas d'un fonds indépendant. Le fonds a typiquement une période fixe de fonctionnement d'approximativement 10 ans. Cette limitation incite les gestionnaires du fonds à investir pendant les 3-4 premières années d'existence du fonds afin de permettre le développement des entreprises de portefeuille, et également de réaliser les participations avant la fin de la vie du fond.

Exemple : Vesalius Biocapital

Vesalius Biocapital est un fonds d'investissement en VC dont l'objectif principal est la création et la croissance des entreprises européennes spécialisées en sciences de vie (life science). En 2007/2008, le fonds a levé EUR 76 millions, notamment auprès d'ING Belgique, et est géré par une équipe de managers ayant de l'expérience au niveau de l'entrepreneuriat, de l'investissement et de l'industrie en sciences de vie.

La stratégie d'investissement : Vesalius Biocapital vise les nouvelles thérapeutiques et les technologies médicales innovantes, ce qui comprend les appareils, les technologies de distribution de traitement et les domaines dans lesquelles l'interaction de la médecine et de l'engineering permettent des découvertes médicales dont les opportunités de création de valeur à court et moyen termes ont été clairement définies. Le fonds vise un portefeuille d'investissement équilibré de 10 à 15 sociétés.

La couverture géographique du fonds comprend les pays du Benelux, la France, l'Allemagne, la Suisse et l'Autriche. En outre, le fonds est autorisé à investir avec l'aide d'un syndicat d'investissement composé d'autres VCI issus de différentes régions européennes, comme la Scandinavie et le Royaume-Uni.

Typiquement, l'investissement initial est compris entre 1 à 3 millions EUR, avec la possibilité de dépasser cette fourchette pour des entreprises particulières. Une proportion plus importante de cette première tranche de financement est réservée aux tours d'investissement successifs. L'équipe dirigeante du fonds joue un rôle actif dans la conversion de start-ups scientifiques en de véritables entreprises à succès, développant les produits (plus) efficacement en faisant bénéficier la start-up scientifique de son expertise et en construisant avec elle une véritable relation de partenariat.

Une partie de ses projets est générée par des conventions avec des institutions scientifiques réputées du Benelux (à titre d'exemple, Flanders Institute for Biotechnology, VIB à l'Université de Ghent et à l'Université de Liège), de France (p.e. Eurasanté à Lille), et d'Allemagne (p.e. RWTH à Aachen).

Actuellement, Vesalius Biocapital a pris des participations dans 8 sociétés et a déjà réalisé un de ses investissements.

Source : site web de Vesalius Biocapital, presse.

Une fois qu'un fonds est créé, il est nécessaire de prospecter un ensemble des projets d'investissement potentiels. L'équipe dirigeante du fonds doit s'assurer que celui-ci est invité à investir dans des projets intéressants. Ces projets peuvent être issues du réseau bancaire, des institutions de recherche, des consultants, des avocats et comptables, etc. Les entrepreneurs peuvent, eux aussi, soumettre directement des projets. Parfois, les investisseurs sont invités à rejoindre un syndicat d'investissement avec d'autres VCI. Le réseau de relations dans la communauté des VCI est également considéré comme une source importante des projets. Inutile de préciser que le projet conseillé à un investisseur par un autre reçoit davantage d'attention.

Un fonds d'investissement bien géré et réputé reçoit des centaines de propositions par année alors que sa capacité d'investissement est limitée à à peu près deux projets par an. Le processus de sélection est donc très rigoureux : les chances d'avoir le financement pour un projet particulier sont très réduites. Le « screening » initial prend généralement quelques minutes (1 à 5 minutes). Un « junior manager » du fonds vérifie si la proposition soumise est en accord avec la stratégie d'investissement (le montant requis, le secteur géographique et le stade de développement de la société). L'objectif d'un tel examen préliminaire du dossier est de convaincre le VCI que le potentiel et la qualité du projet méritent une investigation plus profonde.

Une fois le « screening » initial passé, le projet rentre dans une phase d'audit préalable (« due diligence »). C'est à ce moment que les parties signent un engagement de confidentialité car cet audit implique une évaluation de la technologie, du marché potentiel, de la compétition, de l'équipe entrepreneuriale, des ressources disponibles et des prévisions financières. Le business plan est considéré comme un point de départ, et constitue un élément important de discussion. Les gestionnaires du fonds sont amenés à vérifier chaque hypothèse majeure en apportant des modifications si nécessaire. Un audit plus formel a également lieu, surtout dans le cas des propositions des projets plus avancés dans le cycle de vie. En outre, c'est pendant cette phase que les parties prenantes conçoivent les contrats de leasing, de propriété intellectuelle, d'emplois et de ventes.

Un résultat positif de « due diligence » donne suite à la signature d'une lettre d'intentions et d'une liste des conditions. Si le comité de VCI décide de financer le projet, l'entrepreneur et le VCI signent l'accord entre actionnaires et le nouveau statut de société, et l'argent est transféré au bénéficiaire. Le screening, le due diligence et la phase contractuelle durent de 3 à 9 mois. Il est dès lors clair que les VCI doivent être contactés suffisamment tôt, et bien avant le début effectif du projet.

Le travail de VCI ne s'achève pas avec la signature des contrats. Généralement, les VCI exigent une place au conseil d'administration et sont très souvent impliqués dans la prise des décisions majeures. Cette présence a un double objectif. Premièrement, elle réduit le risque lié à une forte asymétrie d'information autour du projet. Ensuite, l'expertise des VCI sert à améliorer le processus de la prise de décision et à créer davantage de valeur dans la société investie. Des VCI ayant une forte réputation s'engagent souvent dans la conception de la stratégie de la société et offrent une connaissance considérable de l'industrie. Par ailleurs, certains fonds mettent davantage d'effort sur la surveillance et sur la création de valeur que d'autres VCI. Il est important de noter que les VCI américains dépensent davantage de temps dans les participations que leurs collègues européens (ici, de l'Europe continentale). Habituellement, les entreprises au début de leur cycle de vie, et/ou les nouvelles participations, et/ou les entreprises qui ne remplissent pas les objectifs, requièrent une attention supplémentaire.

L'investissement du VCI est souvent établi en plusieurs étapes. A chacune d'elles, l'investisseur réévalue les opportunités liées à la société cible. Dans le cas d'une évaluation positive, l'investisseur principal (dans le syndicat) participe activement à l'identification d'une stratégie de financement, identifie des investisseurs pertinents et prend part à la négociation des contrats avec ceux-ci.

Après quelques étapes, les VCI essayent de vendre leur participation afin de réaliser les plus-values créées durant 4-6 ans. Les opportunités de sortir de l'actionariat incluent : une introduction de la société en bourse à travers un « initial public offering (IPO) », une revente à un conglomérat industriel (« trade sale », TS), une revente à une autre institution financière, ou une revente à l'entrepreneur lui-même. Cette dernière n'est cependant pas la voie de sortie préférée pour les VCI, puisque les plus-values sont généralement modestes. Cependant, elle reste souvent la seule option viable dans les cas où la société ne représente pas d'intérêt pour d'autres acheteurs potentiels. Enfin, la société peut être liquidée en cas de faillite. Les produits de la vente ou de la liquidation peuvent alors être réinvestis (fréquent dans les fonds captifs) ou retournés aux investisseurs du fonds (fréquent dans les fonds indépendants).

Le rendement du fond est réalisé entièrement lors de la sortie des participations. Cependant, malgré le processus de sélection rigoureux et la surveillance et l'assistance du VCI au développement de ces participations, le taux de succès des entrepreneurs reste modeste. Les estimations empiriques montrent que 30% de sociétés cibles tombent en faillite, 40-50% (souvent appelés « living-deaths ») fournissent un rendement marginal alors que seuls 10% à 20% des investissements délivrent une performance supérieure. De manière générale, les VCI espèrent détenir une ou deux sociétés à haute performance parmi 10 investissements. Ces deux sociétés en question sont censées compenser les pertes et le rendement marginal des autres investissements.

2. Organisation d'un fonds d'investissement en venture capital indépendant

Un fonds d'investissement en venture capital indépendant est souvent caractérisé par une structure duale, comme le présente la figure 2. Les investisseurs placent leur argent dans un fonds géré par une société légalement indépendante. Cette société est détenue par une équipe dirigeante, composée de managers en venture capital. Le fonds a une durée de vie limitée, habituellement de l'ordre de 10 ans. En conséquence, le fonds est automatiquement et volontairement liquidé à la fin de sa vie. Tous les produits financiers, à l'exception des coûts, sont retournés aux investisseurs et éventuellement à l'équipe dirigeante. Etant donné l'horizon temporel limité, l'équipe dirigeante se concentre sur le processus d'investissement proprement dit pendant les premières années d'existence du fonds. Les activités de développement des sociétés de portefeuille prennent davantage d'importance les années suivantes. Il est très rare que les gestionnaires décident de se lancer dans le financement d'un projet alors que le fonds est rentré dans la deuxième partie de son horizon de vie. Les tours d'investissements successifs dans les sociétés de portefeuille sont bien évidemment possibles. Les entrepreneurs, lorsqu'ils cherchent du financement, devront donc viser des fonds récemment formés plutôt que ceux proches de la phase de liquidation. Si le fonds et la stratégie d'investissement sont tout deux réussis, l'équipe dirigeante lève un nouveau fonds tout en liquidant le précédent, leur permettant ainsi de réaliser plus d'investissements. Cette réussite est la base du cercle vertueux de l'investissement.

Graph 2

L'équipe dirigeante reçoit une charge annuelle pour la gestion du fonds. Cette charge couvre les coûts de gestion quotidiens, plus précisément les salaires des employés, les coûts associés avec l'audit externe, etc. Cette charge est définie comme une proportion du capital investi dans le fonds et varie entre 2% et 4% par an. Elle peut également diminuer avec la maturité du fonds, puisque l'effort des managers se voit réduit vers la fin de la vie du fonds.

L'alignement des intérêts entre les gestionnaires et les investisseurs du fonds est effectué via un schéma de partage des bénéfices provenant des plus-values de la réalisation des participations (« carried interest », CI). A titre d'exemple, le CI peut s'élever à 20% des plus-values de réalisation au dessus d'un montant global de plus-values pré-spécifié, par exemple 8% du taux de rendement annualisé. Dans le cas où l'objectif du rendement minimal n'est pas atteint (le rendement annualisé des plus-values ne dépasse pas 8% dans notre exemple), le CI est mis à 0 et la compensation des managers se limite à la charge annuelle. Cependant, si le fonds réussit ses investissements, le CI permet aux managers de se partager entièrement les bénéfices. Ce schéma permet donc l'alignement des objectifs des investisseurs et des managers du fonds et réduit également la probabilité des conflits d'agence entre les parties.

3. Différenciation des types de VCI

Bien que de nombreux VCI européens soient structurés comme décrit ci-avant, et gèrent plusieurs fonds en même temps, une différenciation entre les VCI existe. Certains VCI, comme Gimv, sont cotés en bourse. Un VCI coté investit ses propres fonds (levés auprès des marchés financiers) ou gère des fonds de tiers comme

présenté précédemment (une combinaison des deux est bien évidemment possible). Si le VCI gère son propre fonds, l'horizon de vie de ce fonds n'est pas nécessairement limité. En conséquence, le temps jusqu'à la réalisation de participation dans les fonds cotés est légèrement plus longue. En outre, les fonds à l'horizon de vie limité sont tenus de retourner les produits des réalisations des participations à leurs investisseurs., Lorsque le premier fonds est totalement investi, l'équipe dirigeante essaye donc de lever le fonds suivant et tente de convaincre des investisseurs potentiels, une fois de plus, de leur confier leur argent. Le fonds coté, au contraire, réinvestit ses propres produits financiers. Ce réinvestissement interne implique que les fonds cotés disposent de plus de cash lorsque les opportunités d'investissements se présentent. Dès lors, les fonds cotés sont, en moyenne, moins rentables par rapport aux fonds avec un horizon de vie limité.

Un autre type de VCI se présente sous la forme d'une structure captive, établie soit par un holding familial agissant au nom des individus et des familles aisées, soit par une large institution financière. A titre d'exemple, la famille Colruyt a établi Stone Fund en 2000, alors que Johnson & Johnson investit dans les petites sociétés entrepreneuriales à travers J&J Development Corporation. La différence majeure entre un fonds indépendant et un fonds captif est que ce dernier investit son propre argent et les managers de ces structures ne sont pas tenus de faire leurs preuves sur les marchés. En outre, les fonds captifs attendent davantage de leurs participations que des bénéfices financiers uniquement. A titre d'exemple, les fonds associés aux conglomérats industriels cherchent souvent une « ouverture vers la technologie ». Dans le concept de « open innovation », les grandes entreprises développent toutes leurs innovations non pas en interne, mais plutôt en tentant d'acquérir de nouvelles technologies auprès de sociétés entrepreneuriales. C'est ainsi qu'à travers leurs fonds captifs, les industriels ont accès aux développements technologiques les plus récents. Les captifs liés aux institutions financières cherchent entre autre à établir une relation de long terme avec leurs participations en leur donnant accès aux prêts bancaires, ou en les consultant sur des questions de fusions et d'acquisitions et d'introduction en bourse.

Finalement, les fonds liés aux universités investissent principalement dans les spin-offs universitaires. Certains de ces fonds sont tenus d'investir de l'argent universitaire uniquement, alors que d'autres suivent la procédure habituelle et lèvent des fonds supplémentaires auprès d'investisseurs externes.

La compréhension de ces différences est d'une importance cruciale pour les entrepreneurs, puisque la typologie de fonds influence non seulement le processus de prise de décision mais également le comportement après investissement. A titre d'exemple, la figure 3 montre comment différents types de fonds structurent leur approche de valorisation de la participation. Cette structure comprend une valorisation moyenne « pre-money » (c'est-à-dire sans tenir compte de l'argent investi au tour d'investissement particulier) de 362 tours d'investissement dans 180 jeunes sociétés belges pendant la période de 1988 à 2007.²

² Source: Andy Heughebaert, Veroniek Collewaert, Pieterjan Behaeghe and Sophie Manigart, 2009. De evolutie van de ondernemingswaarde van ondernemingen gefinancierd met risicokapitaal. Chapter 7 in B. Clarysse (ed.), Groeizaam Vlaanderen: Een beleidsondersteunend wetenschappelijk perspectief: 174-204.

Au premier tour d'investissement, la valorisation des participations des fonds indépendants est plus élevée, ce qui se traduit également par un poids plus important de la part de l'entrepreneur dans la société. Cependant, aux tours d'investissement plus avancés, ce sont les fonds associés aux banques qui valorisent les participations de manière significativement plus élevée. Ces résultats tiennent même après avoir tenu compte des caractéristiques de l'entreprise (il est tout à fait possible de faire l'hypothèse que les fonds indépendants investissent dans des entreprises dont le profil n'est pas le même).

Par conséquent, les VCI indépendants européens, qui se focalisent sur le venture capital seulement, sont plus impliqués dans la gestion de leurs participations et offrent davantage d'assistance aux entrepreneurs. Les VCI indépendants sont plus actifs que les fonds captifs ou publics.³ Le capital humain des VCI est un autre facteur clé de l'intermédiation financière. Les fonds dont les partenaires (membres de l'équipe dirigeante) possèdent l'expérience des affaires, fournissent un niveau d'assistance plus important et une gouvernance plus appropriée. Les fonds dont les partenaires ont un profil plutôt scientifique se concentrent davantage sur le screening et la sélection des entreprises les plus prometteuses.⁴

4. L'impact du venture capital sur le développement de la société

Le venture capital est une source relativement coûteuse de financement car les investisseurs exigent des compensations pour les risques élevés encourus. En outre, ils attendent des primes de risque supplémentaires pour tenir compte du fait que leurs investissements se caractérisent par un niveau de liquidité très limitée. Finalement, ils cherchent des compensations pour les efforts engrangés dans le développement des sociétés de portefeuille. Une question pertinente est donc légitime : est-ce que les entrepreneurs peuvent espérer obtenir de la valeur pour l'argent investi ? Est-ce que le fait de céder une partie de leur société en faveur de l'investisseur en venture capital vaut les avantages associés à ce type de financement (l'investissement et les services des VCI) ?

Les chercheurs ont abordé cette question de différentes façons. Une première vague de recherches étudie la manière dont les sociétés de participations se développent, en se basant sur les états financiers de ces sociétés. Ces études comparent la performance des sociétés dans lesquelles le VCI avait investi avec la performance de sociétés « comparables » - celles qui auraient pu être financées par le VCI mais qui n'ont pas reçu de venture capital. La conclusion est unanime : les entreprises avec VCI comme investisseur croissent et se développent plus rapidement, indépendamment de la

³ Bottazzi, Laura & Da Rin, Marco & Hellmann, Thomas, 2008. "Who are the active investors?: Evidence from venture capital," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 89(3), pages 488-512, September.

⁴ Bottazzi, Laura & Da Rin, Marco & Hellmann, Thomas, 2008. "Who are the active investors?: Evidence from venture capital," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 89(3), pages 488-512, September.

mesure de croissance utilisée (total de l'actif, cash-flow, chiffre d'affaire, ou valeur ajoutée). Cependant, cette croissance a un prix : la probabilité que la société fait faillite est plus importante si le VCI est présent dans l'actionnariat.⁵ Deuxièmement, cette croissance élevée ne se distingue qu'à partir de la quatrième ou cinquième année après le premier tour d'investissement. Les investisseurs et les entrepreneurs doivent donc être patients et laisser à la société le temps nécessaire pour se développer.

D'autres études ont étudié les effets économiques réels, comme par exemple, le temps nécessaire jusqu'au lancement d'un nouveau produit, la productivité, l'activité et la qualité de brevetage, la croissance de l'emploi et le temps jusqu'à l'introduction en bourse. Une fois de plus, ces études démontrent que les sociétés financées par les VCI créent davantage de valeur économique. A titre d'exemple, la figure 4 illustre le taux de citation des brevets des sociétés soutenues par les VCI avant et après l'investissement.⁶ Le taux de citation d'un brevet constitue un indicateur de la qualité du brevet. La figure 4 montre clairement que ce taux augmente avec le temps. D'une manière similaire, le nombre d'employés et leur productivité croissent significativement après l'injection du capital. Il existe donc une évidence suffisante que le venture capital est bénéfique à la société et au développement économique. Des études qualitatives soulignent également que les sociétés financées par les VCI sont plus susceptibles de développer du savoir-faire managérial innovant. De plus, la présence du VCI dans le capital d'une société est un signal positif à l'extérieur de l'entreprise. Cela permet à la société d'attirer davantage d'employés de haute qualité, et limite une sous-évaluation dans le cas d'une introduction en bourse.

Graph 4

Les VCI ont un impact significatif sur la mise en place des principes de bonne gouvernance dans les sociétés financées. A titre d'exemple, les conseils d'administration des sociétés financées par venture capital sont davantage professionnels et se réunissent plus fréquemment. Les rémunérations managériales de ces sociétés sont basées sur la performance à long terme, sans oublier que ces mêmes managers détiennent des parts de société plus élevées. En termes de recrutement, ces entreprises sont plus susceptibles de recruter des managers professionnels, de remplacer les managers moins performants, et d'introduire un système de rémunération lié à la performance de long terme de la société.

Cependant, toutes les sociétés financées par des VCI n'évoluent pas nécessairement de la même manière. Le succès des entreprises, aussi bien que des fonds, est positivement lié au degré d'implication du VCI dans la société en question.⁷ Les VCI, dont la réputation est particulièrement importante et dont l'historique de performance est considérable, sont plus aptes à créer de la valeur pour leurs investissements. Une

⁵ Sophie Manigart, Katleen Baeyens and Wim Van Hyfte, 2002. The survival of venture capital backed companies. *Venture Capital*, 4(2):103-124.

⁶ Josh Lerner & Morten Sørensen & Per Strömberg, 2008. "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation," NBER Working Papers 14623.

⁷ Bottazzi, Laura & Da Rin, Marco & Hellmann, Thomas, 2008. "Who are the active investors?: Evidence from venture capital," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 89(3), pages 488-512, September.

fois de plus, cela démontre que, pour un entrepreneur, il est d'une importance capitale de bien choisir le fonds – et non pas accepter de l'argent de n'importe qui.

5. Conclusions

« De grands fonds d'investissements sont une menace pour les sociétés saines, pour les droits des employés, pour le traité de Lisbonne de l'UE... Une société performante et rentable est « écrémée » pour des bénéficiaires à court terme, ce qui n'est productif ni pour les employés ni pour l'économie réelle. »

Paul Nyrup Rasmussen, « Taming the Private Equity Locusts », Project Syndicate/Europe's World 2008.

La régulation concernant l'activité et la surveillance de l'industrie de « venture capital et du private equity » (VC/PE) est actuellement en développement dans l'EU. En même temps que l'industrie des « hedge funds », le secteur de VC/PE est accusé d'avoir considérablement contribué à la récente crise financière et économique. Les ventes à découvert des « hedge funds » ont sans doute aggravé les mouvements négatifs sur les marchés financiers. Il n'est donc pas surprenant qu'il existe une forte volonté d'instaurer des niveaux de transparence et de régulation plus importants dans les stratégies d'investissement et dans les rendements de ces fonds. Cependant, le fait que les politiciens européens et l'opinion publique semblent considérer que les activités et les caractéristiques des VCI se rapprochent de celles des « hedge funds » est alarmant. Il existe en effet une différence fondamentale entre ces deux industries. Les « hedge funds » se focalisent sur la génération du profit à court terme, en exploitant les opportunités d'arbitrage. Les VCI prennent une perspective de moyen terme et génèrent des rendements à travers la création de valeur dans la société de participation. Toutes les études scientifiques démontrent que, en moyenne, les VCIs se concentrent sur le renforcement des sociétés plutôt que le démantèlement de celles-ci en contrepartie de gains immédiats.

Néanmoins, l'UE considère sérieusement des nouvelles régulations qui, en instaurant plus de transparence, limiteront probablement l'accès au capital des VCI. Actuellement cette industrie n'est pas du tout régulée et manque de cette transparence. Quiconque capable de convaincre les investisseurs potentiels d'investir dans son fonds peut s'appeler un manager du fonds en venture capital. Aucune information ne doit être fournie sur les investissements dans les participations, sur le développement de celles-ci, ou sur les rendements générés. Cela rend l'image de l'activité de VCI floue et, en conséquence, soulève des questions sur le processus de création de valeur dans les participations. Un niveau de transparence plus important pourrait donc être bénéfique si l'objectif reste d'informer les politiques, les entrepreneurs et le public au sens large.

Les élus Européens devraient cependant rester vigilants face aux effets négatifs de la régulation et de la transparence. Si celles-ci se font au prix d'une réduction de l'ampleur de l'industrie, il y aura sans aucun doute des répercussions sur le développement des entreprises orientées vers la croissance et l'innovation en Europe. Même les entrepreneurs les plus ambitieux seront obligés de se concentrer sur d'autres parties du monde où l'accès au capital est plus aisé, comme par exemple aux

Etats-Unis. Il est difficile de croire que cela servirait aux intérêts de l'UE, surtout dans le contexte du traité de Lisbonne.

S'il existe une forte évidence que le venture capital stimule le développement de nouvelles industries en général, et de sociétés innovantes en particulier, il est important de tenir compte du fait que les capacités des VCI en termes de création de valeur ne sont pas équivalentes. Les entrepreneurs en quête de financement devraient en conséquence effectuer leur propre « due diligence » sur les investisseurs potentiels et leurs équipes dirigeantes. Quels sont leur business et leur expérience entrepreneuriale ? Comprennent-ils l'industrie et la technologie ? Quel est leur historique de performance ? Comment travaillent-ils avec leurs participations ? Quelle est leur réputation sur le marché ? Est-ce qu'ils co-investissent en syndicat avec d'autres investisseurs de haut niveau ? Voilà quelques exemples des questions que tout entrepreneur devrait considérer avant de frapper à la porte de VCI.