

---

# L'Etat et la dynamique du capital risque européen

---

Patrice GEOFFRON\*\*    Centre de Recherche en  
Economie Industrielle (CREI)  
Université Paris-Nord

**S**orti de la confidentialité au début des années 80, le capital risque européen a aujourd'hui atteint un degré de maturité suffisant pour que les traits principaux de sa dynamique puissent être dégagés.

Le succès quantitatif de ce mode de financement sur le vieux continent — mesurable à la croissance exponentielle des fonds disponibles — n'est certes pas à démontrer. La comparaison avec l'inévitable modèle de référence américain extrait pourtant des pierres d'achoppement du capital risque en Europe :

- l'essor du venture capital américain a été « spontané »<sup>1</sup>, alors que les pouvoirs publics européens furent souvent les principaux acteurs de son introduction et de son adaptation. D'autres opérateurs ne sont pas toujours aptes à relayer ce rôle-moteur ;
- la réussite américaine en matière de financement à risque se mesure aussi bien au plan de la rémunération très concurrentielle des investisseurs jusqu'alors, que de l'efficacité de l'outil de développement du tissu industriel qu'est le venture capital. Sur ces deux plans, les marchés européens n'ont pas toujours donné de preuves péremptoires de leur supériorité sur une affectation alternative des fonds ;
- enfin, la sphère du capital risque présente un degré d'homogénéité supérieur outre-atlantique ; de même que les jeunes entreprises financées bénéficient d'emblée de la taille du marché intérieur américain pour les secteurs de haute-technologie. Les acteurs de l'offre et de la demande de capitaux à risque aux Etats-Unis disposent ainsi d'un vaste champ d'exercice de leur activité.

Ce constat réclame quelques compléments. Le capital risque européen, encore en phase d'adolescence, n'a pas totalement bouclé le cycle de production qui lui permettrait d'affirmer sa rentabilité. De plus, évoquer un « capital risque européen » relève parfois de la gageure : la Grande-Bretagne détient environ 40 % des fonds des pays de la Communauté (autant que le Bénélux, la RFA et la France réunis) ; et cette

---

\* La REF estime que le thème du capital risque mérite une place importante, et souhaite ouvrir ses colonnes aux auteurs désireux de publier sur ce sujet (NDLR).

\*\* L'auteur tient à remercier le Secrétariat de l'EVCA (European Venture Capital Association) pour sa diligence à lui fournir les données les plus récentes. De même, M. Claude Maudil sera remercié pour la pertinence et l'intérêt de ses remarques.

1 - C'est-à-dire que l'action des pouvoirs publics américains est plus orientée vers la création d'un contexte favorable au capital risque que vers la participation directe à l'offre de fonds.

## CAPITAL RISQUE

disparité quantitative se double d'une hétérogénéité des structures et des politiques.

Il faut pourtant voir des éléments positifs dans ce diagnostic. Les acteurs des différents marchés prennent conscience de la nécessité de relations intra-communautaires plus étroites et de pratiques plus homogènes.

Les efforts en la matière sont souvent impulsés par les instances européennes et relayées par l'EVCA (European Venture Capital Association). Ils devront permettre une adéquation du capital risque aux contraintes industrielles et financières du « grand marché » de 1992.

En outre, la RFA où la croissance de l'activité a été tardive, tend à combler son retard. Le capital risque allemand devrait, dans les années à venir, occuper un rang plus en rapport avec sa place dans l'économie communautaire et accroître le crédit du financement à risque européen.

Le capital risque en Europe sera tout d'abord étudié sous l'angle d'un parallèle avec le venture capital américain. On aura cependant conscience des limites et des risques de la comparaison avec le cas américain. Elle n'est enrichissante qu'en ce qu'elle permet la distanciation de deux univers hétérogènes, qui comportent néanmoins des points d'interpénétration nombreux.

Un état des marchés nationaux sera ensuite dressé, en insistant sur le Royaume-Uni, la RFA et la France, tant en raison de leur rôle dans la sphère du capital risque européen, que de leur rang dans la hiérarchie des économies européennes.

Enfin, nous tenterons d'extraire la dynamique d'ensemble d'un « marché européen du capital risque », sur la base des dynamiques nationales dégagées et des relations internationales qui se tissent aussi bien à un niveau intra, qu'extra-communautaire.

Les analyses conduites souffriront de l'état de l'information dans le domaine du capital risque. Les statistiques globales et cohérentes sur le capital risque sont rares. Elles sont d'autant plus difficiles à établir — *a fortiori* sur une base internationale — qu'il n'est pas de définition du capital risque qui fasse l'unanimité. Ces carences d'information prouvent encore la nouveauté de ce mode de financement.

73

---

### **LE CAPITAL RISQUE EUROPÉEN DIVERGE DU MODÈLE DE RÉFÉRENCE AMÉRICAIN DONT IL S'INSPIRE**

---

Les Etats-Unis et les pays de la CEE présentent des modes de développement et de fonctionnement du capital risque distincts, bien que la filiation des seconds au premier soit indéniable. Nous tenterons de rappeler sur quoi reposent cette filiation et ces différences d'évolution et de proposer quelques facteurs explicatifs. Il est nécessaire d'éclairer la nature et le sens de la relation « venture capital ↔ capital risque » pour comprendre l'état actuel de cette activité en Europe et pour en extrapoler des éléments d'évolution.

#### **IMPORTATION ET ADAPTATION D'UNE INNOVATION FINANCIÈRE**

Le capital risque est un mode de financement né aux Etats-Unis. Son développement à partir des années 50 est corrélé à celui de l'électronique et de la mini-informatique. Il fut souvent adapté en Europe sous l'action volontariste des pouvoirs publics nationaux et des instances communautaires. Le *leadership* anglo-saxon en matière de capital risque se confirme quand on sait le rôle de pionnier qu'occupe la Grande-Bretagne en Europe. Les Britanniques bénéficient en effet d'une expérience du financement risqué (qui n'était pas encore du capital risque *stricto sensu*) depuis 1945 avec *Industrial and Commercial Finance Corporation*, filiale de

## C A P I T A L   R I S Q U E

*Finance for Industry* devenu *Investor in Industry (3i)* en 1982. Plus récemment, les Britanniques ont instauré des leviers fiscaux puissants destinés à orienter les capitaux vers le « small business » et, surtout, ont été les premiers à créer en Europe un marché boursier de second rang réservé aux PME en croissance.

Malgré cette fonction de défricheurs tenue par les investisseurs et les pouvoirs publics britanniques, les premières réelles expériences de capital risque européen se sont déroulées sous une forme « collégiale ». En 1965 tout d'abord, le général Doriot, français d'origine et cependant père spirituel du venture capital américain, a fondé à Luxembourg la société *European Enterprises Development (EED)*. Le capital de cette société était détenu par une soixantaine d'actionnaires, institutions financières européennes pour les 3/4 et investisseurs nord-américains pour le reste. L'objectif de l'*EED* était de prendre des participations minoritaires dans des jeunes entreprises de haute-technologie, auxquelles étaient apportés fonds propres et conseils et qui bénéficiaient d'un important réseau de relations scientifiques et industrielles en Europe et aux Etats-Unis. L'*EED* céda progressivement son portefeuille de participations entre 1973 et 1976, après avoir été confrontée à d'importantes difficultés liées à un certain « nationalisme technologique » et au manque de voies satisfaisantes de désengagement.

La seconde expérience « communautaire » de capital risque fut menée à partir de 1970. Des investisseurs, industriels et financiers, français, belges, anglais, allemands et italiens fondèrent la société *Scienta* dont l'objet était d'opérer des prises de participations dans des PME dotées d'un potentiel d'expansion au niveau européen. *Scienta* acquit ainsi six participations jusqu'en 1978, date à laquelle les investisseurs décidèrent la fin de leur expérience.

En dépit de ces premiers résultats peu probants, le capital risque allait bientôt trouver un climat plus favorable et des initiatives plus heureuses. On a évoqué la contribution de la Grande-Bretagne à cette éclosion. La Commission Européenne s'est attachée également à promouvoir le capital risque en organisant des symposiums réunissant les opérateurs européens, en promouvant la création de l'*EVCA (European Venture Capital Association)* en 1983 ou en élaborant un programme de contribution aux financements multinationaux (le programme *Venture Consort*).

Des initiatives prises depuis vingt ans, nous n'avons relevé que quelques-unes parmi les plus anciennes ou les plus novatrices. Ce sont en fait les techniques et les structures (secondes marchés par exemple) du venture capital qui furent successivement importées et adaptées en Europe. Aujourd'hui encore, les opérateurs européens les plus dynamiques vont investir une part de leurs fonds aux Etats-Unis pour s'imprégner des techniques, pour dégager des plus-values supérieures ou pour avoir une fenêtre sur les nouvelles technologies américaines.

Le capital risque européen n'est donc pas émancipé du venture capital américain qui reste souvent une source d'inspiration, voire de plus-values. Nous constaterons pourtant que les comportements et les résultats au sein de ces deux sphères sont souvent distincts.

### POIDS ET MESURES

Au début de 1986, le marché américain disposait de ressources de l'ordre de 19,5 milliards de dollars contre 3,8 milliards par la CEE<sup>2</sup>. Ces chiffres suffiraient à eux seuls à exprimer l'écart de puissance des instruments.

Mais d'autres différences sont plus qualitatives. Le marché américain est occupé en majorité par des fonds privés (3/4 des ressources) qui disposent en moyenne de 460 millions de francs, alors que les fonds institutionnels dominent en

2 - Chiffres *Venture Economics (USA)* et *EVCA (CEE)*.

## C A P I T A L   R I S Q U E

Europe avec des capacités financières qui excèdent rarement 100 millions de francs.

Ces éléments de comparaison reflètent souvent des approches et des modes de gestion du risque distincts et sont tout aussi importants que les écarts strictement volumiques. Les *venture capitalists* américains sont traditionnellement des partenaires actifs qui offrent, de façon parfois très directive, des compétences managériales, financières et même techniques. A l'inverse, les investisseurs européens sont plus souvent indicatifs que directifs, lorsqu'ils ne se contentent pas d'être de « simples » apporteurs de fonds (fonds propres certes). Il est vrai que cette situation relève souvent d'un consensus, car les entrepreneurs européens financés par capitaux à risque restent généralement soucieux de leur autonomie décisionnelle.

Ajoutons que si l'impact du financement à risque est très tangible aux Etats-Unis, il reste difficile à estimer en Europe. Dès la fin des années 70, avant l'explosion du « *venture capital* des technopôles », le *General Accounting Office* américain commanda une étude qui révéla que 72 sociétés, dans lesquelles avaient été investis 209 millions de dollars entre 1970 et 1979, avaient réalisé un chiffre d'affaires global de 6 milliards de dollars, un chiffre d'affaires à l'exportation de 900 millions, réglé 100 millions d'impôts sur les sociétés et 350 millions d'impôts sur le revenu et, surtout, créé 130 000 emplois. Le capital risque européen ne peut encore présenter de tels résultats. Il sera sans doute jugé par ses promoteurs publics sur de tels paramètres.

Dernier indicateur de l'écart des deux mondes, la rémunération des fonds européens n'atteint qu'exceptionnellement les taux annuels de 20 à 30 % constatés aux Etats-Unis.

### QUELQUES FACTEURS EXPLICATIFS

Ces rapides remarques avaient pour objectif de poser quelques jalons de part et d'autre de l'Atlantique. Il est exact que l'état actuel du capital risque européen est symptomatique du « dernier partant ». Les marchés nationaux sont à des degrés divers de structuration, les seconds marchés boursiers se départissent à peine d'une euphorie juvénile, de nombreuses sociétés de capital risque n'ont qu'une ou deux années d'activité et la presse financière fait état de nouvelles créations selon une séquence rapide... De plus, les investisseurs européens découvrent l'extrême spécificité du métier d'apporteur de capitaux à risque qu'ils ont parfois confondu avec celui de banquier de PME ou d'apporteur de fonds propres. Il est patent que le capital risque européen manque aujourd'hui de spécialistes financièrement intéressés aux résultats de leur activité.

75

Pourtant, les écarts constatés ne sont pas uniquement imputables à la nouveauté relative de l'activité en Europe. Certains expriment en fait des difficultés plus structurelles.

Au premier rang de ces difficultés, on pourrait situer la contrainte des marchés intérieurs européens qui sont de taille réduite, notamment pour les segments de haute-technologie, alors de l'espace communautaire ne constitue pas encore un marché de « concurrence parfaite ». Consécutivement, les jeunes sociétés financières devraient, pour obtenir un développement aussi brillant que leurs homologues américains, internationaliser leur activité. Cette étape est un facteur de coûts et de risques importants et explique que les processus de rentabilisation des fonds investis poursuivent un « *second best* ».

Par ailleurs, les opportunités d'investissement semblent moins abondantes en Europe. Ce phénomène paraît lié à une moindre mobilité des détenteurs du « savoir technologique » qu'illustre la prépondérance des grandes entreprises dans les processus innovateurs.

## C A P I T A L   R I S Q U E

Les rapports banque-PME ont, en outre, longtemps reposé sur l'octroi de crédit. La nouveauté que représente le capital risque en la matière vient donc bousculer de longues habitudes. Les réticences qu'ont les dirigeants de PME à ouvrir leur capital à des investisseurs extérieurs en sont la conséquence. Le capital risque européen est donc marqué par le poids traditionnel du système bancaire dans les financements de l'industrie, dont est moins imprégné le venture capital américain.

Ajoutons enfin que le droit anglo-saxon est un cadre souple comme en attestent la grande variété des types de titres participatifs élaborés, qui diffèrent par leur mode de rémunération et les droits qui y sont attachés, ou la possibilité d'organiser des associations de personnes sous forme de « limited partnership ».

### **LE CAPITAL RISQUE EUROPÉEN DOIT-IL SE DÉMARQUER DU MODÈLE AMÉRICAIN ?**

Le venture capital constitue-t-il une référence pertinente pour le capital risque européen ? Les conditions de base de cette activité diffèrent trop pour que l'on puisse retenir les mêmes critères d'efficacité.

Cette référence, dont la pertinence reste donc à démontrer, peut même se révéler dangereuse. Le venture capital fait en effet montre depuis quelques années de ces limites et de ces excès.

- la rentabilité insolente du métier a attiré un flux important de capitaux. La longueur du cycle de production du venture capital tend en retour à être écourtée. Les entreprises qui étaient auparavant portées pendant cinq à six ans, sont désormais introduites en bourse plus tôt, souvent prématurément ;
- la surcapitalisation des fonds à risque a entraîné une surcapitalisation des sociétés financées qui agit comme un doping passager et permet à ces dernières de développer des stratégies commerciales agressives. Les effets pervers de cette surabondance de fonds se mesurent quelquefois par des chutes spectaculaires des cours après introduction en bourse. Cet essor parfois anarchique du venture capital se répercute sur le second marché qui a laissé apparaître dès 1983 des risques d'engorgement ;
- encouragé par une période d'euphorie qui a culminé en 1984, les venture capitalists ont souvent gonflé leur portefeuille au-delà de leur capacité de gestion. Chaque professionnel américain est aujourd'hui responsable de quinze entreprises en moyenne — contre huit seulement en 1982 — au détriment de la fonction de conseiller dont il est investi.

La conséquence de cet emballement de la mécanique de précision américaine est une désaffection pour les opérations de création d'entreprise (12 % seulement des investissements) au profit des sociétés dotées d'un degré de maturité supérieur.

Les rouages du venture capital ne sont donc pas exempts de dysfonctionnements qui, il est vrai, reflètent surtout la rançon de son succès. Bien que le capital risque européen ne soit pas pour l'instant soumis à cette rançon, retenons de l'exemple américain que :

- les pouvoirs publics européens se sont attachés à développer et organiser l'offre de capital risque. Les cadres incitatifs élaborés ont probablement contribué à rendre certains marchés structurellement offreurs. Une promotion harmonieuse du capital risque doit également permettre l'expression d'une demande solvable, au risque d'engendrer des pratiques de surenchère sur les affaires brillantes et de surcapitalisation comme aux Etats-Unis. Ceci pour souligner que la progression de cette activité de financement doit être en phase avec un cadre de politique industrielle adapté qu'il n'est pas notre objet de décrire ici ;
- le capital risque est une succession d'étapes de financement qui aboutissent au

## C A P I T A L R I S Q U E

désengagement de l'investisseur. Si ce désengagement ne peut pas être opéré de façon satisfaisante, pour cause de marché boursier trop étroit par exemple, la raison d'être de l'activité s'estompe. Ce type de difficulté peut conduire les investisseurs à ne plus privilégier la recherche de plus-values à terme et à offrir des quasi-fonds propres dont la rémunération prend d'autres formes et qui induisent des risques différents ;

- les affaires brillantes et mûres deviennent des objets d'art rares et chers si les premières phases de la vie des entreprises sont dépourvues de financement *ad hoc*.

Les acteurs européens du capital risque ne peuvent donc s'inspirer des facteurs de la réussite du venture capital américain sans tirer les riches enseignements de leurs excès et limites.

---

### **DES MARCHÉS NATIONAUX À DES STADES DE DÉVELOPPEMENT INÉGAUX<sup>3</sup>**

---

Les instances communautaires et nombre de professionnels ont conscience de la nécessité d'homogénéiser les caractéristiques des marchés européens du capital risque. Telle est du moins la logique qui voudrait que, à terme, une industrie de dimension européenne soit dotée d'un instrument de financement *ad hoc*. Car nous savons déjà que les marchés intérieurs nationaux sont trop étroits pour engendrer, selon la fréquence américaine, les « success stories » qui assureraient la rentabilité élevée des fonds investis.

Pour rendre compte des disparités rencontrées au sein de l'Europe du capital risque, nous nous attacherons particulièrement à dresser un état des marchés des trois premières économies européennes. La RFA, la France et la Grande-Bretagne illustrent bien en effet les différentiels de croissance et de maturation des marchés nationaux. L'évolution de l'activité dans ces pays peut être considérée comme stratégique pour le capital risque européen compte tenu de leur contribution à la production industrielle communautaire.

Nous n'oublierons cependant pas le capital risque des autres pays de la CEE, dont les caractéristiques seront ensuite présentées plus rapidement.

#### **LE MARCHÉ BRITANNIQUE : DOMINANT, MAIS ATYPIQUE**

##### **Le capital risque britannique en Europe en 1985 :**

41,2 % des fonds investis ou disponibles, 42,9 % du portefeuille détenu et 42,9 % des investissements bruts.

Le capital risque britannique est placé au second rang mondial et au premier rang européen. Il se distingue par le rôle de pionnier qu'il occupe autant que par cette première place dans la hiérarchie du vieux continent. On a déjà cité, pour faire état de cette position d'avant-garde, la création d'*Industrial and Commercial Finance Corporation* dès après la Seconde Guerre mondiale. Il conviendrait d'évoquer la longue tradition financière de ce pays et la puissance de ces banques, ainsi que les caractéristiques d'adaptabilité du droit anglo-saxon, pour trouver des facteurs explicatifs au dynamisme de la Grande-Bretagne en matière de financement à risque. On retiendra également que les professionnels ont acquis les techniques grâce à leur activité aux Etats-Unis et qu'en retour leurs homologues américains investissent de

---

<sup>3</sup> - Les chiffres présentés émanent de l'E.V.C.A. qui est le seul organisme à observer le marché européen dans son ensemble et à présenter des statistiques homogènes. Les statistiques relatives à 1986 n'étant malheureusement pas disponibles, les analyses portent sur les données de 1985. Retenons que la définition du capital risque de l'E.C.V.A. est plutôt restrictive.

## CAPITAL RISQUE

préférence sur le sol britannique. La Grande-Bretagne constitue en quelque sorte la tête de pont du venture capital américain en Europe.

La création de l'*Unlisted Securities Market (USM)* en 1980 peut être interprétée comme un résultat de la conjonction de ces facteurs. Ce marché boursier de second rang, premier du genre en Europe, permet de lever les freins structurels à l'introduction de nouvelles valeurs et d'offrir un médium de désengagement des investisseurs à risque. 470 entreprises en croissance ont ainsi été introduites sur ce second marché entre sa création et juin 1986. Le comportement innovateur des britanniques dans le domaine de la cotation de l'adaptation des marchés boursiers aux spécificités des PME a trouvé une confirmation récente dans la création d'un « troisième marché » en janvier 1987. Cette structure d'accueil de jeunes entreprises non encore éligibles de l'*USM* est un instrument sur mesure pour améliorer la liquidité du marché du capital risque britannique et pour développer ainsi les opérations auprès des entreprises en démarrage.

L'action des pouvoirs publics dans le domaine fiscal explique également l'essor du capital risque outre-manche. La victoire des conservateurs aux élections de 1979 a marqué l'arrivée aux affaires d'une classe politique attentive aux besoins du « small business ». Cette volonté politique s'est matérialisée par l'élaboration de schémas fiscaux. Le *Business Start-up Scheme* en 1981 accordait ainsi aux particuliers des exonérations fiscales sur l'achat de parts dans des entreprises non cotées de moins de cinq ans. En 1982, cette limite d'âge fut supprimée et le dispositif précédent devint le *Business Expansion Scheme* en 1983. Le montant annuel de l'exonération d'impôt sur le revenu fut limité à 40.000 £ par contribuable. Ces mesures ont eu un impact très important sur le volume d'offre de capitaux à risque et ont suscité la naissance d'une quarantaine de fonds de placement à risque (*BES Funds*) qui bénéficient également du dispositif fiscal.

Les pouvoirs publics britanniques privilégient donc les instruments fiscaux plutôt que la contribution directe à l'offre de fonds pour promouvoir le capital risque. Ainsi, les fonds publics ne constituent-ils que 7,7 % des capitaux investis ou disponibles contre 30,1 % en moyenne dans la CEE hors Grande-Bretagne. La composition de l'offre de capitaux à risque est également remarquable par la part imputable aux caisses de retraite (28,7 % contre 4,3 % pour la CEE hors GB).

On retrouve sur ce point une analogie entre les marchés britannique et américain. Sur ces deux marchés, les caisses de retraites sont les premiers pourvoyeurs de capital risque, qui apparaît ainsi comme un produit de placement concurrentiel, sinon banalisé. Cette spécificité est la marque d'une maturité supérieure de ces marchés comparativement aux autres pays de la CEE.

L'examen de la répartition des financements par stade conduit à deux constats principaux :

- L'irrigation du cycle de capital risque est plus équilibrée que dans les autres pays de la CEE. Ainsi en 1985, en Grande-Bretagne, le rapport (*Expansion + Prédésengagement*) / (*Ensemencement + Démarrage*)<sup>4</sup> fut de 1,5 contre 2,8 en moyenne pour les autres pays de la CEE. Cette différence traduit un moindre degré d'aversion au risque en Grande-Bretagne et une meilleure harmonie de la chaîne du financement à risque dans son ensemble.
- Les opérations de *Buy-out* (financement des transmissions d'entreprise) constituaient 31,7 % des investissements nets en 1985 contre 8,1 % en moyenne pour le

4 - Ce ratio met en rapport les volumes consacrés à la phase aval (financement de l'expansion) et à la phase amont (financement création et du démarrage). Il illustre l'équilibre de l'irrigation des deux segments.

## C A P I T A L   R I S Q U E

**TABLEAU 1 :  
FONDS INVESTIS ET DISPONIBLES PAR SOURCE  
EN GRANDE-BRETAGNE**

	1984	%	1985	%
Investisseurs Individuels	150,1	10,5	196,9	9,7
Entreprises	66,7	4,7	135,2	6,6
Fonds publics	126,6	8,9	156,1	7,7
Banques	309,5	21,7	370,9	18,2
Caisses de retraite	352,0	24,7	585,0	28,7
Assurances	244,4	17,1	349,5	17,2
Universités	8,0	0,6	18,1	0,9
Autres	170,1	11,9	224,5	11,0
<b>Total</b>	<b>1 427,4</b>	<b>100,0</b>	<b>2 036,2</b>	<b>100,0</b>

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Écus*

**TABLEAU 2 :  
FINANCEMENTS PAR STADE EN GRANDE-BRETAGNE**

	1984	%	1985	%
Ensemencement	9,6	3,8	5,1	1,4
Démarrage	69,9	27,9	94,7	26,0
Expansion	112,7	45,0	144,8	39,7
Pré-désengagement	1,7	0,7	4,6	1,3
Buy-out	56,4	22,5	115,5	31,7
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>250,2</b>	<b>100,0</b>	<b>364,8</b>	<b>100,0</b>

79

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Écus*

reste de la CEE. Ce nouvel écart nous donne un élément supplémentaire de la position en pointe et de la mobilité des professionnels britanniques dans les évolutions du métier. Les financements de *Buy-out* sont le dernier créneau investi par les *venture capitalists* américains et réclament des compétences spécifiques appliquées à une population d'entreprises différente de celle des opérations de capital risque classiques<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> - Les financements de *Buy-out* sont si spécifiques, que certains observateurs tendent à ne pas les considérer comme des opérations de capital risque.



## CAPITAL RISQUE

Le marché britannique est donc atypique au regard des volumes investis et de comportements constatés par ailleurs dans la CEE. Il a constitué jusqu'alors le canal principal d'implantation et d'adaptation du venture capital américain en Europe.

### LE MARCHÉ ALLEMAND : UN INTÉRÊT TARDIF

#### Le capital risque allemand en Europe en 1985 :

8,5 % des fonds investis ou disponibles, 5,6 % du portefeuille détenu et 9,6 % des investissements bruts.

Le capital risque est un instrument de financement encore marginal en Allemagne. C'est pourquoi la contribution allemande au capital risque européen est sans rapport avec sa place dans l'économie européenne. Ce phénomène, a priori surprenant, a des origines fiscales et entrepreneuriales.

La fiscalité tout d'abord n'est pas favorable aux sociétés de capital risque. Celles-ci sont taxées à 56 % pour les revenus distribués et 36 % pour les revenus non distribués. Nous constaterons notamment que le cadre fiscal français est nettement plus favorable qu'en Allemagne.

L'industrie allemande est également imprégnée d'habitudes conservatrices qui s'opposent à l'ouverture du capital à des investisseurs extérieurs. D'autant que l'adoption d'un statut d'*Aktiengesellschaft* (sociétés par actions) implique le passage à une direction à deux étages et l'obligation de publier les résultats de chaque exercice.

Il n'est pas moins vrai que les agents économiques allemands restent des tenants du pragmatisme, quand bien même les industries allemande et américaine trouvent des mentalités différentes à la base de leur croissance.

C'est ainsi que le capital risque a depuis quelques années cessé d'être un sujet de curiosité de la presse financière pour devenir une activité en développement. Et si l'Allemagne n'apparaît encore qu'au quatrième rang européen pour les capitaux investis ou disponibles, elle est le pays où le portefeuille d'investissements à risque a connu la plus forte croissance entre 1984 et 1985 (+ 135 %).

**TABLEAU 3 :**  
**FONDS INVESTIS ET DISPONIBLES PAR SOURCE EN RFA**

	1984	%	1985	%
Investisseurs Individuels	26,0	9,7	20,4	4,8
Entreprises	56,5	21,1	154,5	36,7
Fonds publics	12,1	4,5	18,2	4,3
Banques	149,9	55,9	189,2	44,9
Caisses de retraite	0,0	0,0	5,7	1,4
Assurances	23,8	8,9	33,0	7,8
Universités	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,5	0,1
Total	268,2	100,0	421,5	100,0

Source : *Venture Capital Europe, 1986. ECVA Yearbook*

Millions d'Ecus

## C A P I T A L   R I S Q U E

La composition de l'offre de capital risque par source nous apporte des indications importantes sur les modalités de la croissance du marché. Les grandes entreprises (36,7 %) et les banques (44,9 %) détenaient en 1985 plus des 4/5<sup>e</sup> des capitaux à risque allemands. Cette situation tranche très nettement avec la moyenne des pays de la CEE hors RFA : 4,1 % pour les entreprises et 21,3 % pour les banques. A l'inverse, les fonds publics n'occupaient que 4,5 % du total contre 22,4 % la CEE hors RFA.

Ces chiffres reflètent fidèlement les particularités du capital risque en Allemagne :

- les pouvoirs publics n'interviennent pas directement dans l'offre de fonds. Comme par ailleurs ils ne tendent pas à élaborer un cadre incitatif très favorable au capital risque, cette activité ne pouvait se développer en Allemagne qu'avec un certain retard comparativement à d'autres pays européens où le financement à risque bénéficia de mesures volontaristes ;
- les grandes entreprises et les banques assument le rôle moteur dans la structuration et la croissance du capital risque laissé vacant par les pouvoirs publics<sup>6</sup>.

**TABLEAU 4 :**  
**FINANCEMENTS PAR STADE EN RFA**

	1984	%	1985	%
Ensemencement	1,8	5,2	10,5	9,6
Démarrage	16,9	48,9	16,4	15,1
Expansion	9,0	26,2	62,3	57,2
Pré-désengagement	0,3	0,9	3,0	2,8
Buy-out	6,5	18,8	16,8	15,4
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	34,5	100,0	109,0	100,0

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Ecus*

Ces spécificités sont l'apanage d'un marché qui définit son identité (non sans difficulté puisque ses parrains sont des grandes entreprises et des banques) et d'acteurs qui intègrent les règles du jeu.

Cet apprentissage ne se fait pas toujours sans heurts comme le confirme le tableau 4. Entre 1984 et 1985, la part des fonds investis consacrée aux entreprises en démarrage a été ramenée de 48,9 à 15,1 % du total, alors que celle des opérations d'expansion passait de 26,2 à 57,2 %. Il est intéressant de noter que cette décroissance relative des investissements de démarrage ne s'est pas accompagnée d'un recul absolu, mais d'une stagnation. C'est dire que le volume de fonds affecté aux premières phases de la vie des entreprises est stable, mais que la forte croissance du marché s'opère sur les segments relatifs à des entreprises plus mûres. Reprenons le ratio  $(Expansion + Pré-désengagement) / (Ensemencement + Démarrage)$  : il était de 2,4 en 1985 en Allemagne contre 1,5 en Grande-Bretagne.

<sup>6</sup> - Les pouvoirs publics allemands ont cependant pris des mesures de portée plus générale qui peuvent avoir une incidence sur l'offre et la demande de capital risque (allègement des charges fiscales des entreprises, réforme de l'impôt sur le salaire et les revenus, restrictions dans l'utilisation des marchés de capitaux pour financer les déficits budgétaires,...).

## C A P I T A L   R I S Q U E

De toute évidence, le marché allemand du capital risque présente un degré de maturité faible comparativement aux marchés britannique et français. La croissance de l'activité jusqu'au quatrième rang européen pour les fonds investis ou disponibles traduit plus la puissance des opérateurs qu'un développement harmonieux ou « spontané » de l'activité. La prédominance des banques et des grandes entreprises dans l'offre de capitaux pourrait en outre constituer à terme un obstacle à la constitution d'une profession et de mécanismes spécifiques. Retenons pourtant que les signes d'une éclosion du capital risque en Allemagne sont tangibles et que ces évolutions sont encourageantes dans la perspective de la constitution d'instruments de financement à risque en phase avec l'ouverture plus large des marchés intérieurs européens en 1992.

### LE MARCHÉ FRANÇAIS : L'ADDITION DES STRUCTURES

#### **Le capital risque français en Europe en 1985 :**

13,5 % des fonds investis ou disponibles, 10,4 % du portefeuille détenu et 9,1 % des investissements bruts.

Depuis quinze ans, les pouvoirs publics français se sont attachés à créer des structures spécifiques d'offre de capital risque : les *Sociétés Financières d'Innovation* (1972), les *Instituts Régionaux de Participation* (1977), les *Fonds Communs de Placement à Risque* (1983) et, enfin, les *Sociétés de Capital Risque* (1985) qui devaient rendre certains des statuts précédents caducs. Rappelons aussi la création de la *Société Française pour l'Assurance du Capital Risque (SOFARIS)* (1982) et du Second Marché boursier (1983) pour compléter le tableau. Les réflexions et les initiatives à l'origine du paysage actuel du marché français furent donc essentiellement publiques.

Ces interventions vigoureuses expliquent la progression exponentielle des capitaux à risque depuis le début de la décennie, mais induisent fréquemment des contraintes importantes, sinon ces effets pervers. C'est par exemple le cas du statut de *Société de Capital Risque* qui offre un régime fiscal très avantageux (taxation des produits et plus-values nets au taux de 15 % des plus-values à long terme), mais comporte des conditions d'investissement qui n'encouragent pas les professionnels français à l'adopter.

Quoique plus mûr et plus structuré que le marché allemand, le capital risque français cherche encore sa voie. Elle semble se dessiner dans une dichotomie entre des investisseurs « hands-on » (qui vont au-delà du simple apport de fonds, selon la terminologie anglo-saxonne), et des investisseurs « hands-off » que l'on retrouve souvent parmi les *Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR)*.

Les banques, qui gèrent souvent ces *FCPR*, arrivent au premier rang dans l'offre de capitaux, suivies par les assurances. Les acteurs dominants de l'offre ont donc une nature institutionnelle qui ne les prédispose pas à adopter les schémas propres au capital risque. C'est sans doute pourquoi les investissements sont concentrés sur la phase d'expansion (70 % en 1984 et 65 % en 1985 contre 45 et 49 % pour la moyenne de la CEE hors France) qui théoriquement véhicule les risques les moins aigus de la chaîne du financement à risque. Conséquence, le ratio (*Expansion + Pré-désengagement*) (*Ensemencement + Démarrage*) est de 3 en France, pour 1,5 en Grande-Bretagne et 2,4 en Allemagne.

Le déséquilibre entre l'amont et l'aval de la filière est parmi les plus marqués en France. Plus important qu'en Allemagne, il est aussi plus inquiétant car il intervient dans un cadre où le capital risque a mobilisé les attentions plus tôt et focalisé les énergies plus puissamment. Un meilleur équilibre à terme est pourtant nécessaire sous peine de formation de goulots d'étranglement. Cet équilibre pourrait venir de la

## C A P I T A L   R I S Q U E

**TABLEAU 5 :  
FONDS INVESTIS ET DISPONIBLES PAR SOURCE EN FRANCE**

	1984	%	1985	%
Investisseurs Individuels	45,9	9,0	59,8	9,0
Entreprises	45,9	9,0	79,8	12,0
Fonds publics	25,5	5,0	26,6	4,0
Banques	178,6	35,0	232,7	35,0
Caisses de retraite	15,3	3,0	26,6	4,0
Assurances	132,7	26,0	152,9	23,0
Universités	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	66,3	13,0	86,4	13,0
Total	510,2	100,0	664,9	100,0

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Ecus*

**TABLEAU 6 :  
FINANCEMENTS PAR STADE EN FRANCE**

	1984	%	1985	%
Ensemencement	2,4	4,0	2,5	3,0
Démarrage	10,3	17,0	17,7	21,0
Expansion	42,4	70,0	54,9	65,0
Pré-désengagement	2,4	4,0	5,9	7,0
Buy-out	3,0	5,0	3,4	4,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	60,6	100,0	84,5	100,0

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Ecus*

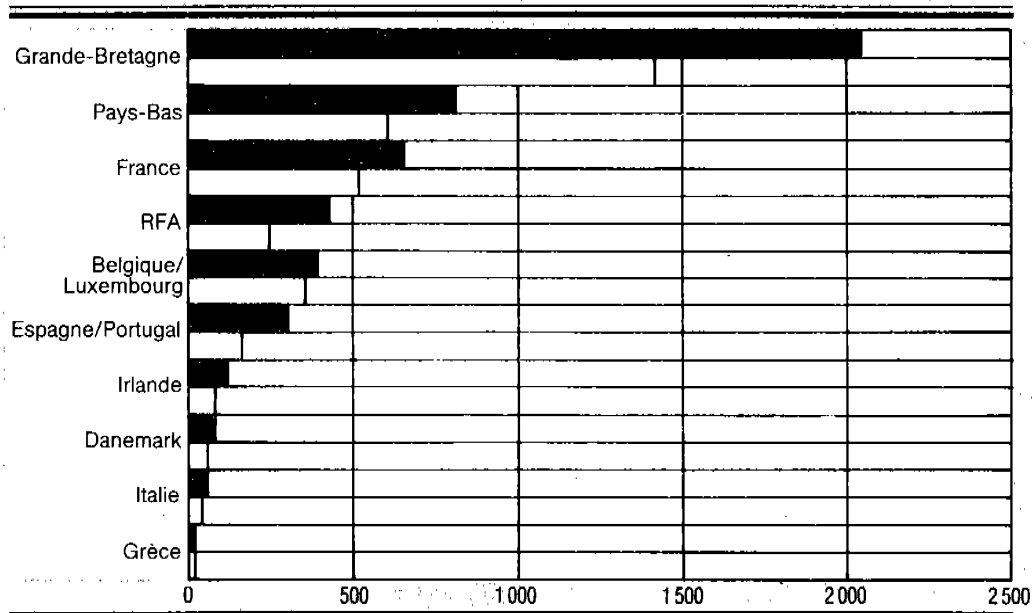
création d'un troisième marché boursier, comme en Grande-Bretagne, pour réduire la longueur du cycle pour les investissements en amont. La structuration de la profession et sa différenciation nette par rapport au métier de banquier de PME seront, sans nul doute, de nature à promouvoir cet équilibre.

### LES AUTRES MARCHÉS DE LA CEE

Le tour d'horizon des autres marchés de la CEE ne révèle pas de surprise aussi importante que l'« hégémonie » britannique ou le retard allemand. On s'étonnera peut-être de constater que les fonds disponibles investis en Belgique/Luxembourg et en Espagne/Portugal furent sensiblement du même ordre qu'en

# CAPITAL RISQUE

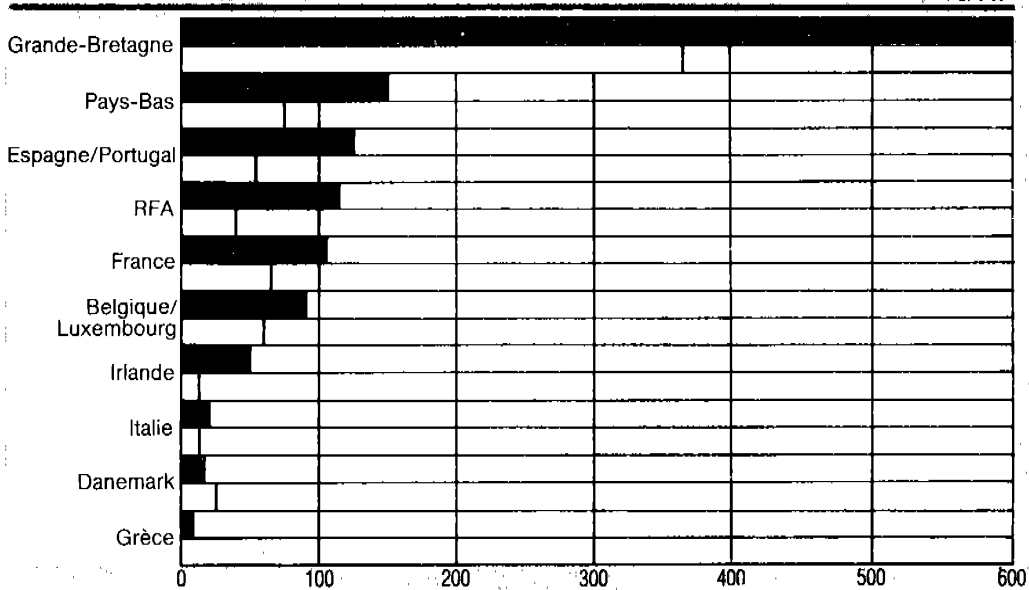
**GRAPHIQUE 1 :  
FONDS DISPONIBLES PAR PAYS**



84

**GRAPHIQUE 2 :  
INVESTISSEMENTS BRUTS PAR PAYS**

□ 1984 ■ 1985



Sources des deux graphiques : Venture Capital in Europe 1986. ECVA Yearbook

Millions d'écus

## C A P I T A L   R I S Q U E

Allemagne en 1985 ; ou encore que les investissements ibériques, la même année, furent supérieurs aux investissements allemands. Ces paradoxes sont plus symptomatiques de la situation allemande que d'une dynamique formidable du capital risque dans ces pays qui souffrent de l'étroitesse de leur marché intérieur tout comme l'Irlande, le Danemark ou la Grèce.

L'état du capital risque dans deux autres pays réclame par contre plus de commentaires. Les Pays-Bas, tout d'abord, arrivent au deuxième rang en 1985 dans la hiérarchie européenne, tant pour les fonds considérés dans leur globalité que pour les capitaux investis. Pourtant la taille du marché intérieur néerlandais n'est pas sensiblement différente de celle du marché belge et inférieure à celle du marché allemand. L'explication de la forte croissance du capital risque dans ce pays réside sans doute dans l'action des pouvoirs publics (38,4 %) et des banques (22,0 %) qui détiennent plus de 60 % des fonds disponibles ou investis.

En Italie, à l'inverse, le capital risque rencontre de nombreuses difficultés à éclore. Les Italiens arrivent au dernier rang des capitaux disponibles et des investissements, si l'on excepte le cas de la Grèce où cette activité n'a jusqu'alors connu que des prémices. Tout s'oppose en fait au développement du capital risque en Italie : le patrimonialisme des chefs d'entreprise, l'absence de schémas incitatifs, l'inadaptation des marchés boursiers aux caractéristiques des PME en croissance<sup>7</sup>.

---

### **LES ÉLÉMENTS D'UNE DYNAMIQUE D'ENSEMBLE**

---

On pourrait certes ne retenir que les disparités du tableau dressé. Ce serait oublier qu'elles proviennent partiellement de différences chronologiques dans les efforts d'adaptation du capital risque. D'autre part, les potentialités économiques et industrielles des pays membres de la Communauté ne sont-elles pas également disparates ?

85

Il est à l'inverse des variables plus homogènes qui pèsent sur l'avenir du capital risque européen : la part prépondérante des fonds institutionnels, la faiblesse des capitaux consacrés aux premières étapes du cycle de vie de l'entreprise ou encore la rareté des fonds ou des financements à risque multinationaux.

### **LA CONCENTRATION DE L'OFFRE ET DES OPÉRATIONS DE FINANCEMENT**

L'examen des chiffres globaux fait ressortir des dominantes déjà observées pour certains pays. A savoir que les Etats et les banques sont en Europe les premiers pourvoyeurs de capitaux à risque, suivis par les assurances et les caisses de retraite, alors que les investisseurs individuels interviennent pour une part marginale du total. Soulignons au passage la différence avec les Etats-Unis où les particuliers arrivent dans les premiers rangs pour les sources de fonds, après les caisses de retraite.

Faut-il voir la concentration des investissements sur la phase d'expansion (51 %), moins risquée, comme la conséquence de la nature institutionnelle des apporteurs de fonds ? Probablement. Mais nous savons également que les facteurs exogènes à la sphère du capital risque qui incitent à la circonspection des investisseurs sont nombreux. Nous en avons dressé précédemment un tableau aussi rapide qu'incomplet.

---

*7 - Sur ce point, il serait extrêmement intéressant d'étudier la base financière du dynamisme des PME italiennes qui, de toute évidence, ne s'apparente pas à du capital risque dans son acception classique.*

## C A P I T A L   R I S Q U E

**TABLEAU 7 :**  
**FONDS INVESTIS ET DISPONIBLES PAR SOURCE DANS LA CEE**

	1984	%	1985	%
Investisseurs Individuels	308,4	8,6	389,2	7,9
Entreprises	222,5	6,2	459,4	9,3
Fonds publics	846,0	23,7	1 031,3	20,9
Banques	896,9	25,1	1 151,8	23,3
Caisses de retraite	426,9	11,9	709,9	14,4
Assurances	504,2	14,1	696,2	14,1
Universités	8,3	0,2	18,5	0,4
Autres	362,7	10,1	481,5	9,8
<b>Total</b>	<b>3 576,0</b>	<b>100,0</b>	<b>4 937,9</b>	<b>100,0</b>

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Ecus*

### RELATIONS INTERNATIONALES INTRA ET EXTRA-COMMUNAUTAIRES

Une ouverture plus large des marchés intérieurs européens, à laquelle s'ajouterait une collaboration plus étroite des investisseurs à risque européens, pourrait dissoudre certains de ces facteurs de prudence.

Force est de constater que les marchés européens du capital risque sont encore essentiellement déconnectés. L'origine des fonds est à 92 % domestique. De plus, les fonds étrangers proviennent moins de pays de la CEE (2,9 %), que de l'extérieur de la Communauté (5,1 %), c'est-à-dire essentiellement des Etats-Unis.

**TABLEAU 8 :**  
**FINANCEMENTS PAR STADE DANS LA CEE**

	1984	%	1985	%
Ensemencement	19,6	3,8	27,6	3,1
Démarrage	126,2	24,7	201,8	22,4
Expansion	248,1	48,6	460,0	51,0
Pré-désengagement	10,6	2,1	54,1	6,0
Buy-out	80,3	15,7	159,1	17,6
Autres	25,8	5,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>510,6</b>	<b>100,0</b>	<b>902,7</b>	<b>100,0</b>

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

*Millions d'Ecus*

## C A P I T A L   R I S Q U E

**TABLEAU 9 :  
ORIGINE DES FONDS DISPONIBLES OU INVESTIS DANS LA CEE**

	1984	%	1985	%
Domestique	3 337,9	93,3	4 545,1	92,0
Etrangère dans CEE	90,6	2,5	143,0	2,9
Etrangère hors CEE	147,6	4,1	249,7	5,1
Total	3 576,0	100,0	4 937,9	100,0

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

Millions d'Ecus

**TABLEAU 10 :  
PORTEFEUILLE PAR ORIGINE DES ENTREPRISES  
FINANCÉES DANS LA CEE**

	1984	%	1985	%
Domestique	2 240,5	94,6	2 922,4	90,8
Etrangère dans CEE	14,3	0,6	34,7	1,1
Europe hors CEE	10,4	0,4	6,5	0,2
Etrangère hors Europe	102,2	4,3	253,6	7,9
Total des portefeuilles	2 367,3	100,0	3 217,1	100,0

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

Millions d'Ecus

Corrélativement, les entreprises financées sont à 90,8 % des entreprises domestiques. Notons avec intérêt que 7,9 % des investissements sont opérés auprès d'entreprises non-européennes, soit principalement américaines.

Les indicateurs que sont l'origine géographique des fonds et des entreprises financées nous conduisent à un constat majeur : les flux capitaux à risques internationaux sont plus puissants entre les Etats-Unis et la CEE (dans les deux sens), qu'à l'intérieur de la CEE. Ce constat confirme donc l'attrait mutuel du capital risque européen et du venture capital américain que nous évoquions. Il renforce également les doutes émis sur la validité du concept de « marché européen de capital risque ».

**TABLEAU 11 :  
MODALITÉS D'INVESTISSEMENT DANS LA CEE**

	1984	%	1985	%
Investisseur unique	317,1	62,1	557,0	61,7
Syndication nationale	159,8	31,3	292,5	32,4
Syndication multinationale	33,7	6,6	53,3	5,9
Total	510,6	100,0	902,7	100,0

Source : *Venture Capital in Europe, 1986. ECVA Yearbook*

Millions d'Ecus



## CAPITAL RISQUE

La structure des modalités d'investissement apporte un nouvel indice de l'autonomie des marchés nationaux du capital risque en Europe. Seuls 5,9 % des investissements sont effectués au travers d'une syndication multinationale. Les opérations de financement suivent donc essentiellement des procédures domestiques.

Un facteur important toutefois : 38,1 % des financements ont lieu sous la forme d'une syndication nationale. Les co-financements qui lient deux investisseurs à risque ou plus deviennent très courants. Cette banalisation des financements en pool est une étape importante dans le développement de collaborations multinationales. La progression dans cette voie pourrait être accélérée, car nombreux sont les acteurs européens du marché à intégrer la nécessité de ce type de financement. Pour en attester, on rappellera des initiatives telles que le lancement du programme *Venture consort* en 1984 par la Commission Européenne (programme qui soutient les investissements à risque multinationaux) ou encore la création du fonds *Euroventure* en 1985 par une dizaine de grands industriels européens<sup>8</sup>.

L'état actuel des relations internationales dans le capital risque handicape l'essor de cette activité en Europe qui reste subordonné à l'obtention de résultats concurrentiels au regard de placements alternatifs. Les entreprises financées dans les pays de la CEE auraient généralement besoin d'une logistique internationale pour assurer une rémunération des capitaux à risque qui puisse se comparer à la rentabilité des fonds américains.

Pourtant, la situation actuelle et ses imperfections s'inscrivent dans la logique d'évolution du capital risque en Europe. Les efforts se sont jusqu'alors focalisés sur le développement des marchés internes. Des relations externes ne peuvent naître qu'à l'issue de cette première étape. La preuve en est que les pays les plus avancés en matière de capital risque sont ceux qui exercent l'activité internationale la plus intense.

Avant que le concept de « marché européen du capital risque » ait une réalité, avec ce qu'elle suppose d'homogénéité des volumes et des pratiques, il faudra donc que les derniers partis réduisent leur retard ou qu'un noyau dur se forme pour relayer le cavalier seul britannique.

---

8 - La société ES2 — qui produit des disques de silicium et dont le financement a été soutenu dans le cadre du programme *Venture-Consort* — offre un exemple intéressant d'une procédure de financement multinationale d'un produit destiné au marché européen.

---

## RÉFÉRENCES

---

- Battini (Pierre), *Capital risque : les règles du jeu*, Les Editions d'Organisation, 1985.
- Bayen (Marcel) sous la direction de, *Capital risque et développement technologique aux Etats-Unis*, CPE Etude n° 36, 1984.
- Bertoneche (Marc), Lister (Vickery) *Le capital risque*, Que sais-je ? n° 2344, PUF, 1987.
- Bressand (Albert), *Le capital risque américain : leçons pour l'Europe des stratégies d'intégration de services*. Prométhée, 1986.
- Cahier (Michel), Le capital risque européen : l'absence française, *La Tribune de l'Economie*, 13/1/86.
- Chedaux (Irène), Après toutes les audaces, un soupçon de prudence, *La Lettre Sofaris*, n° 8, juin 1987.
- Daigne (Jean-François), Joly (Xavier), *Le Second Marché : un atout pour l'entreprise*, Les Editions d'Organisation, 1986.

## C A P I T A L R I S Q U E

De Boissieu (Christian), Quelques réflexions sur l'analyse économique des innovations financières, *Economie Appliquée*, tome XXXIX, 1986.

European venture capital association, *Venture Capital in Europe 1986*, VUGA publishers, The Hague, 1986.

Geoffron (Patrice), *Le marché du capital risque en France*, CREI, 1987.

Lebas (Patricia), *Guide du « Venture capital-Capital risque ». Définitions et illustrations pratiques des principales techniques utilisées*, CPE Etude n° 82, 1987.

Nouvellet (Dominique), Le capital risque, nouvelle chance du capitalisme, *Politique Industrielle*, Hiver 1986.

OCDE, *Le capital risque : contexte, développement et action des pouvoirs publics*, 1987.

Palasi (Pierre), Limites et excès du Venture Capital américain, *Analyse Financière*, 1<sup>er</sup> trimestre 1984.

Preaux (Joëlle), Vieux Alex, *Venture Capital et Micro-Informatique : Etats-Unis et France*, Commissariat Général du Plan, 1986.

Raugel (Pierre-Jean), *Le capital risque en France*, Precepta, 2 Tomes, 1986.

Venture economics, *Venture Capital Yearbook*, Wellesley Hills, 1986.

---

### COMMENTAIRE

---

*Dominique NOUVELLET*

*Directeur général de SIPAREX, Vice-Président de CDC PARTICIPATIONS (Groupe Caisse des Dépôts)*

Commenter un excellent article constitue un exercice difficile : soit le commentateur se contente d'encenser l'auteur, soit il redit autrement ce que l'auteur a voulu dire : dans les deux cas, son apport est nul pour le lecteur et je m'en voudrais d'être aussi désinvolte à son égard.

Le sujet bien traité par Patrice Geoffron a l'avantage d'être quasiment vierge, car le capital risque est un phénomène apparemment neuf en Europe, et d'être tout à fait d'actualité à tel titre qu'il suscite un intérêt qui peut confiner à la mode ; en outre, Patrice Geoffron est un universitaire, donc un « homme de recul » et le commentateur un praticien, donc un « homme de terrain » ; tous ces motifs incitent à tenter le dialogue entre auteur et commentateur...

Disons tout de suite notre désaccord sur l'origine exclusivement américaine du capital risque, qui serait la version européenne du venture capital ; en réalité, il me semble que le capital risque, c'est le capitalisme tout court (ou le capital sans isme pour éviter les débats théologico-idéologiques) avec pour point d'application les sociétés non cotées et pour spécificité les prises de participation minoritaires : en d'autres termes, le capital risque, c'est la prise de risque réalisée par des investisseurs en capital, qui acceptent de

devenir actionnaires d'une société non cotée dont ils n'assurent pas la direction, en vue de réaliser aux côtés de l'entrepreneur dirigeant un profit suffisamment élevé pour compenser largement le risque qu'ils ont accepté de courir. Vu sous cet angle, le capital risque est vieux comme le monde ; sans être historien, je crois le retrouver dans le « prêt à la grande aventure » que consentaient les hommes d'affaires des grandes places financières de La Renaissance aux navigateurs entreprenants qui partaient commercer au loin et leur promettaient en échange une partie du profit (grande aventure, venture capital ; ne s'agit-il pas d'une même étymologie ?) ; le capital risque, n'est-ce pas aussi l'activité à laquelle s'adonnait la bourgeoisie du XIX<sup>e</sup> siècle en acceptant de participer au capital d'entreprises nouvelles initiées par des entrepreneurs dynamiques qui ont bâti le tissu industriel dont nous vivons encore, même s'il est un peu défraîchi ? N'est-il pas étonnant qu'en Europe le capital risque « non institutionnel », pour reprendre l'expression de Patrice Geoffron, renaisse à Londres, Anvers, Amsterdam, Genève, Lyon, Munich, Milan, etc., vieilles places commerciales et financières qui ont jadis pratiqué le « prêt à la grande aventure » et financé l'essor industriel du XIX<sup>e</sup> siècle...