

LE CAPITAL INVESTISSEMENT EUROPÉEN DEVIENT ADULTE

SERGE RAICHER*

Il y a quinze ans, 43 pionniers du capital risque ont lancé l'EVCA, l'association européenne du capital investissement. Ces pionniers avaient deux objectifs : le premier était de créer un réseau de coopération entre les membres de la jeune communauté du capital investissement, le second étant de promouvoir un environnement favorable au développement de ce secteur. Depuis lors, ce métier a profondément évolué.

EXERCICE DE SEMANTIQUE

L'une des merveilles du secteur du capital investissement est qu'il se voit attribuer différents noms, certain pouvant indifféremment se recouper ou se contredire. Lorsque la traduction d'une langue à l'autre est effectuée, la confusion augmente.

De nombreux hommes politiques européens se réfèrent à la notion de « Risk Capital » pour deux raisons qui, comme souvent dans de telles situations, n'ont que très peu de rapport avec le secteur d'activité lui-même.

Tout d'abord lors de conférences internationales les traducteurs utilisent traditionnellement « Risk Capital » lorsque des intervenants français parlent de « Capital Risque » ou des Allemands de « Risiko Kapital ». Dès lors, cette terminologie est devenue de plus en plus utilisée par les représentants des pouvoirs publics.

La seconde raison trouve sa source dans le marketing politique. Le terme « Risk Capital » est parfois utilisé pour désigner le fait que ses pourvoyeurs sont disposés à prendre de vrais risques (par opposition à ceux qui disent qu'ils en prennent mais qui ne le font pas vraiment). La différence entre les deux vient probablement de la capacité de l'investisseur à perdre ou non la totalité de sa mise.

* Secrétaire général de l'EVCA.

La créativité des conseils en communication de nos représentants politiques étant sans limite, nous retrouvons ça et là des références au « capital aventure » (pas très rassurant pour les investisseurs...) ou « capital chance » (les observateurs les plus sarcastiques suggérant que cela veuille dire qu'il faut être chanceux pour en recevoir !).

CAPITAL INVESTISSEMENT ET CAPITAL RISQUE

L'EVCA est l'association européenne pour le capital investissement et de capital risque (European Private Equity and Venture Capital Association).

Le capital investissement apporte des fonds propres aux entreprises non cotées. Le capital investissement peut servir à développer de nouveaux produits et des technologies innovantes, à financer un accroissement du besoin en fonds de roulement, à accompagner une stratégie d'acquisitions ou à renforcer l'équilibre financier d'une entreprise. La transmission d'une entreprise familiale, la scission d'un groupe important ou le rachat par des managers expérimentés peuvent aussi être réalisés avec le concours du capital investissement.

Le capital risque est, à proprement parler, un sous-ensemble du capital investissement, et se réfère au capital investissement destiné à la création, au premier développement ou à l'expansion d'une entreprise. Selon les pays, les termes capital investissement et capital risque prennent parfois des sens différents. En Europe, ces termes sont le plus souvent utilisés indifféremment, et le capital risque inclut alors les « Management buyins et Management buyouts » (MBI/MBO). Aux Etats-Unis, par contre, ce type d'opération n'est pas considéré comme du capital risque.

8

IMPACT ECONOMIQUE DU CAPITAL INVESTISSEMENT

Le capital investissement a un impact significatif sur l'économie d'un pays et est un des facteurs importants de l'essor des PME.

Une part importante de l'investissement en capital investissement est fait dans des PME de petite taille (un tiers des investissements se font dans des PME de moins de 20 salariés) et une large majorité (74 %) est investie dans des PME de moins de 200 salariés.

Une étude menée en association avec PriceWaterhouseCoopers auprès d'un échantillon de PME ayant bénéficié du capital investissement en Europe montre que ces entreprises font beaucoup mieux que les 500 plus grandes sociétés européennes sur de nombreux critères :

- Ventes : sur les cinq ans de l'enquête, les 500 plus grandes sociétés européennes ont connu une croissance annuelle de leur chiffre d'affaires de 14 %. L'échantillon de PME réalisait 35 %.

- Résultat avant impôt : alors que les 500 plus grandes sociétés européennes enregistraient une croissance annuelle de leur résultat avant impôt de 17 %, cette croissance était de 27 % pour l'échantillon.

- Innovation : la capacité d'innovation a été mesurée par le ratio dépenses en R&D sur ventes. Ce ratio était de 1,3 % pour les 500 plus grandes sociétés contre 8,6 % dans l'échantillon.

- Création d'emploi : la contribution du capital investissement au plus gros défi que connaît l'Europe a aussi été évaluée. L'emploi a cru de 2 % dans les 500 plus grandes sociétés, la croissance annuelle de l'emploi étant de 15 % pour les firmes de l'échantillon.

Enfin, l'énorme majorité des entrepreneurs soutenus par ce type de financement plaide en faveur du capital investissement, puisque plus de 80 % d'entre eux ont affirmé que sans le capital risque, leur société n'aurait pas existé ou n'aurait pas pu se développer aussi rapidement.

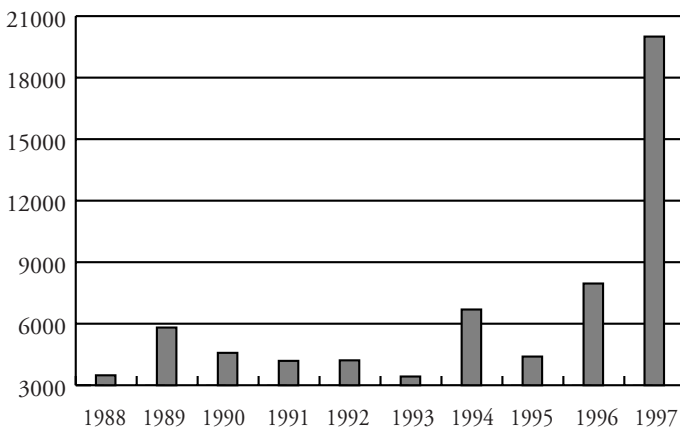
LES TENDANCES


Le marché du capital investissement croit très rapidement et pourrait continuer sur sa lancée pour encore longtemps.

Les montants levés par l'industrie du capital investissement ont progressé fortement pour atteindre finalement 20 milliards d'ECU lors du boom de 1997.

9

Graphique n° 1
Montants levés par le secteur du capital investissement
(en milliards d'ECU)



Source : 

Il est prématuré d'affirmer qu'un tel niveau d'investissement se répétera en 1998, mais de nombreux indices suggèrent que l'essor du capital investissement se confirme, voire s'amplifie. De plus, quelques tendances ont émergé sur la période récente :

- Internationalisation de la collecte de fonds : pour la première fois en 1997, une majorité des fonds collectés provient de sources non-domestiques, dont un tiers de pays non-européens.

- Croissance des fonds transnationaux : un nombre croissant de fonds est collecté dans une optique d'investissements pan-européens. Les plus gros fonds sont souvent levés à partir de Londres avec des équipes de gestion réparties dans toute l'Europe.

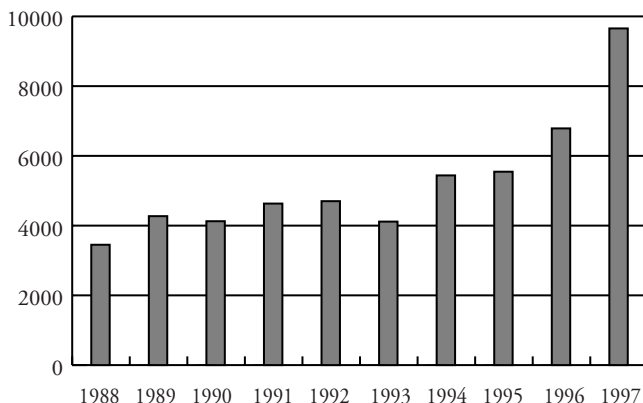
- L'intérêt croissant pour les fonds spécialisés dans un secteur, notamment dans la haute technologie.


Les investissements sont également en croissance continue, avec un record de 10 milliards d'ECU injectés dans les PME européennes en 1997. Les investissements effectués à partir de fonds situés en Angleterre représentent un peu moins de la moitié de ce total, dont environ 1 milliard affecté à l'Europe continentale. Les autres grands pays sont l'Allemagne et la France avec 14 % chacun du total, suivis des Pays-Bas (8 %) et de l'Italie (6 %).

10

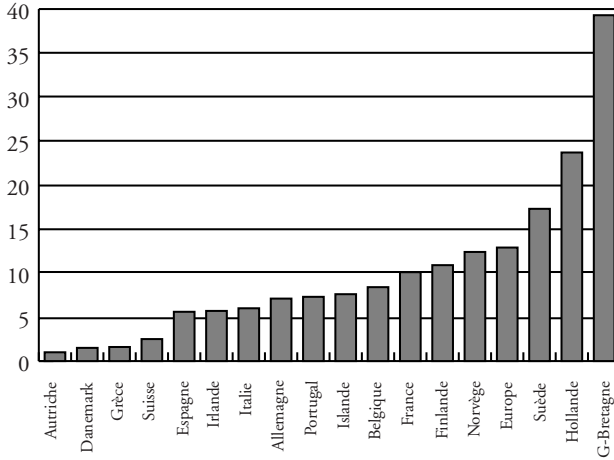
Un indicateur du potentiel des différents pays est le ratio « Capital investissement sur PIB ». Selon ce critère, et à condition que l'économie et l'environnement fiscal soient favorables, on peut s'attendre à ce que des pays comme l'Allemagne et la France, mais aussi les pays méditerranéens, connaissent une croissance importante de leur activité de capital investissement.


Graphique n° 2
Montants investis en millions d'ECU



Source : 

Graphique n° 3
Ratio (montant investis par les sociétés de capital investissement / PIB) X 100



Source : 

PERFORMANCE

Nous savons à quel point le capital investissement bénéficie à l'économie d'un pays. Mais, pour les investisseurs, le souci légitime est d'évaluer la capacité des gérants de fonds à fournir un rendement adéquat.

Une enquête annuelle menée par Bannock Consulting et Venture Economics en coopération avec l'EVCA mesure la performance du capital investissement et compare son taux de rendement interne avec celui d'autres actifs.

Avec un TRI global annuel de 19 %, le capital investissement est un actif dont la performance est bien supérieure à celle des obligations ou des titres cotés.

Cependant, à la différence des obligations et des titres, les investisseurs institutionnels ne peuvent pas acheter « l'indice » : Le choix de l'équipe de gestion est donc une décision cruciale.

Les rendements varient selon l'étape de développement, la taille du fonds, et l'année. Mais par-dessus tout, le rendement qu'un investisseur peut attendre dépendra fortement de sa capacité à identifier les meilleurs gérants de fonds.

Avec des critères de mesure de performance bien établis¹, il est possible de comparer la performance des divers fonds. Là encore, quelques tendances lourdes se dégagent :

- Les investissements de capital création sont beaucoup plus risqués que les investissements de capital développement. En revanche les

performances du quartile supérieur du capital création sont plus élevées que celles du quartile supérieur du capital développement (27 % contre 19 %).

- Les fonds de MBO/MBI continuent à être les plus rentables sur le long terme. Sur le court terme (1 an), seuls les fonds de capital création affichent une meilleure performance.

- Les meilleurs des fonds les plus importants ont tendance à faire mieux que les meilleurs des fonds les plus petits.

- Dans tous les cas ou presque (investissement, spécialisation, horizon temporel), le secteur du capital investissement fait beaucoup mieux que les marchés des titres cotés.

Une autre tendance, (indirectement liée), peut être mentionnée : selon EURO NM. et l'EASDAQ, les entreprises ayant ouvert leur capital aux capital investisseurs, préalablement à leur introduction en bourse, bénéficient d'un meilleur parcours boursier que celles n'ayant jamais profité. Ceci souligne une fois de plus la contribution positive que le capital investissement apporte au développement de ces PME. Cela montre aussi que, sous réserve des clauses de restriction de la cessibilité des titres, les capital investisseurs peuvent arbitrer entre la liquidité de leur investissement et le prix des titres lors de l'introduction en bourse.

12

EVOLUTIONS POSSIBLES DE L'ENVIRONNEMENT POLITIQUE

En fait, quel que soit le nom donné au capital investissement, les décideurs politiques ont clairement compris l'impact positif que pouvait avoir cette industrie sur l'environnement économique. Diverses initiatives sont apparues en Europe, au niveau régional, national ou transnational. Bien que certaines de ces mesures aient échoué (souvent parmi celles qui étaient menées au niveau régional), la plupart ont eu un effet positif.

Dans les mois et les années à venir, de nombreuses initiatives publiques devraient voir le jour. 1998 a vu le lancement de deux publications importantes : « La communication sur le Capital Investissement » de la Commission Européenne, et le Livre Blanc de l'EVCA sur « Les priorités du Capital Investissement ». Ces deux documents aboutissent à des conclusions similaires sur de nombreux points, et on peut s'attendre à des avancées significatives sur plusieurs questions :

- Un meilleur environnement pour les entrepreneurs : cette évolution devrait venir non seulement d'un système éducatif plus tourné vers l'esprit d'entreprise, mais surtout d'un environnement juridique plus approprié (propriété intellectuelle, moins de barrières à la création d'entreprise, flexibilité du travail). De plus, les décideurs

politiques ont désormais bien compris que la transmission est une étape cruciale pour la survie des PME (et donc le maintien des emplois), et que les MBO/MBI peuvent apporter une solution bien adaptée.

- La généralisation des incitations fiscales : cela permettra à ceux qui acceptent de prendre le risque de travailler dans des entreprises plus petites et plus risquées, d'être récompensés (et imposés) en fonction du risque (i.e. des *stocks options* peu ou pas taxées).

- Un développement accru de l'épargne retraite en Europe : les fonds de pension devraient être réglementés par une directive communautaire actuellement en discussion. On peut s'attendre à ce que ces fonds obéissent à la règle de gestion du « bon père de famille » qui prône une diversification des placements. Ceci pourrait faciliter le drainage de l'épargne vers le capital investissement.

- Introduction possible d'une structure de fonds d'investissement fiscalement transparente au niveau européen : le FCPR en France ou le *Limited Partnership* en Grande-Bretagne permettent déjà aux investisseurs d'être fiscalisés à travers les fonds de capital investissement comme s'ils investissaient directement dans les PME. Toutefois des difficultés apparaissent avec l'internationalisation de l'activité et la création d'une structure internationale, potentiellement sur le modèle des Groupements d'Intérêts Economiques Européens serait la bienvenue.

- Une meilleure coordination entre soutien public et financement privé : l'action de l'Etat dans le capital investissement n'a pas toujours été couronnée de succès. Parfois elle est même entrée en concurrence avec le financement privé. Des leçons ont été tirées de ces erreurs, et un nombre croissant d'actions publiques sont faites en coopération avec les financements privés. Une telle coopération non seulement accroît la crédibilité de ces actions, mais aussi évite un gaspillage de l'argent du contribuable.

- Emergence d'un marché pan-européen de valeurs de croissance : actuellement il existe deux initiatives concurrentes : EASDAQ et EURO NM. Bien que leurs philosophies diffèrent, leur objectif est le même : fournir une alternative crédible au NASDAQ. Ces deux initiatives ne devraient pas rester longtemps en concurrence, et de nombreux décideurs politiques appellent à une coopération accrue - voire une fusion - entre ces deux marchés.

ET MAINTENANT ?

Le capital investissement européen est maintenant adulte. Certes, il reste moins développé qu'aux Etats-Unis, mais l'écart se réduit.

Dans les prochaines années, on peut s'attendre à l'introduction d'une

fiscalité et à un environnement juridique plus favorables au capital investissement. Si les politiciens des différents pays agissent de manière appropriée, le capital investissement devrait continuer à croître et bénéficier encore plus à l'économie.

On peut aussi s'attendre à ce que de nouveaux investisseurs institutionnels s'intéressent au capital investissement. Les investisseurs Nord américains sont désormais installés sur le marché européen moins concurrentiel que le leur. L'émergence d'une base d'investisseurs institutionnels européens est à prévoir. Avec l'apparition des fonds de pension européens, et le développement de la prise de conscience de l'attrait du capital investissement, on peut compter sur un effet combiné d'un nombre plus important d'investisseurs institutionnels européens, et d'une allocation d'une part plus importante de leurs actifs au capital investissement. Si les gérants de capital investissement peuvent continuer à obtenir des rendements adéquats, de très larges sommes devraient être investies dans ce secteur, et donc dans les PME européennes.

L'introduction de l'Euro devrait aussi avoir un impact positif sur le capital investissement, qui est par nature une activité transnationale. Les avantages de l'Euro sont bien connus. En plus des éléments habituels (disparition du risque de change, développement des exportations, ...) un avantage décisif pour notre métier résidera dans la comparabilité accrue des rendements. Ceci devrait aussi être vrai pour le Royaume-Uni, où un nombre croissant de fonds sont libellés en dollars ou en Euro.

Enfin, une grande inconnue vient d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, ainsi que des anciennes républiques soviétiques. Alors que certains acteurs importants du marché ont créé des fonds spécialisés vers ces pays, d'autres ont clairement exclu (pour l'instant) la possibilité d'un engagement ailleurs qu'en Europe de l'Ouest. Depuis 1993, L'EVCA a mis en œuvre différents programmes pour ces régions et les résultats sont très encourageants. La question du « si » est donc remplacée par celle du « quand ».

Quand sera-t-il opportun d'aller dans ces régions ? Est-ce que le train est déjà passé ? Est-ce que les fonds américains ont déjà fait main basse sur les marchés les plus intéressants ? Aujourd'hui, la seule certitude réside dans le fait que la BERD joue dans ces régions un rôle extrêmement positif, et sa stratégie de s'associer aux gérants les plus réputés autorise en effet de nombreux investisseurs Ouest-européens à acquérir une connaissance solide de la région.

Ces pays évoluent à des rythmes très différents, et le moment idéal dépendra de la volonté d'un engagement à long terme de l'investisseur et du développement de la région. En la matière, la pire erreur que les

capital investisseurs européens pourraient faire serait d'avoir une approche « coloniale » et de considérer que les affaires se traitent de la même manière en Pologne et au Kazakhstan.

NOTES

1. L'EVCA publie un guide d'évaluation pour la mesure des performances. L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) publie quant à elle un guide applicable spécifiquement en France. Des informations complémentaires sont disponibles sur le serveur www.evca.com.