

Quelle performance pour les portefeuilles de capital-risque ? Ecart entre croyances et réalité¹

Violetta Gerasymenko, Romain Grandsart, Etienne Krieger et Karim Medjad

Krieger E., Medjad K., Grandsart R. & Gerasymenko, V. (2010), *Quelle performance pour un portefeuille de capital-risque ? Ecart entre croyances et réalité*, in Bloch A. & Morin Delerm S. (Eds), *De l'Idée à l'Organisation*, Editions Eska.

Introduction

Pour les acteurs du capital-risque, le principal attrait des jeunes entreprises innovantes réside dans la perspective de plus-values vertigineuses, de l'ordre de celles réalisées par les premiers actionnaires d'Apple, Oracle, Cisco Systems, Paypal ou Yahoo! Plus récemment, YouTube a ainsi été revendue à Google pour 1,65 milliards de dollars moins de deux ans après sa création, permettant au fonds californien Sequoia Capital, qui avait investi 11,5 M\$, de récupérer 43 fois sa mise.

Dans la Silicon Valley, qui concentre la majeure partie des acteurs américains du secteur (NVCA, 2008), de telles plus-values sont exceptionnelles, mais elles entretiennent le mythe d'un capital-risque assimilé à une ruée vers l'or, qui mettrait la fortune à la portée des découvreurs de filons (Eckhardt, Shane & Delmar, 2006 ; Gompers & Lerner, 2001), en l'occurrence toute « *start-up* » dont la valeur serait au minimum décuplée en moins de 5 ans.

Qu'en est-il sous d'autres cieux ? Le capital-risque français a-t-il les mêmes performances (Brav & Gompers, 1997) et se nourrit-il des mêmes rêves ? Quelle est, pour les acteurs français du capital-risque, la composition typique d'un portefeuille d'investissement « à succès », d'un portefeuille moyen et d'un portefeuille souffreteux ?

A partir de cette question, nous avons réalisé une enquête inédite auprès des professionnels français du capital-risque et d'un échantillon de dirigeants de jeunes entreprises innovantes afin de connaître leur perception du succès et de l'échec appliqués à un portefeuille d'investissement « type ».

1. Le capital-risque en France : un levier de financement méconnu

1.1. Place du capital-risque dans le financement des jeunes entreprises

Sur les 321 478 nouvelles entreprises recensées par l'INSEE en 2007, 13 507 « *start-up* » soit 4,2% ont été créées dans des secteurs technologiquement innovants, dont trois quarts dans les services informatiques. Pour la même année, l'Association Française des Investisseurs en Capital a enregistré 416 investissements en phase « amorçage et création » pour un montant de 677 M€ (AFIC, 2008), ce qui ne représente que 3,1% du flux annuel des nouvelles entreprises innovantes et à peine 0,1% de l'ensemble des entreprises créées dans l'année. C'est dire à quel point les acteurs français du capital-risque sont

¹ Nous tenons à remercier Corinne Delombre, Responsable de Programmes à l'Institut HEC Start-Up, Christophe Chausson, Associé-Gérant de Chausson Finance et Pascal Lagarde, Directeur Général de CDC Entreprises, pour leur contribution au calibrage du questionnaire et à la réalisation de cette enquête.

sélectifs, ce qui annonce des attentes analogues à celles de leurs homologues de la Silicon Valley en termes de retour sur investissement.

Le dernier tableau de bord de l'innovation, édité par le Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi (SESSI, 2008), dénombre 96 opérateurs de capital-risque. Cet indicateur mesure le nombre d'équipes de capital-investissement membres de l'AFIC déclarant investir en phase d'amorçage et de création. Au total, ce sont donc quelques centaines de personnes qui se consacrent en France à l'investissement au capital de jeunes entreprises innovantes. Cette activité est marginale, puisque les 677 M€ investis en amorçage et création en 2007 représentent à peine 5% des investissements en haut de bilan. L'essentiel des 12,6 milliards d'Euros investis en 2007 en *private equity* a en effet concerné des opérations de capital-développement, de transmission ou de LBO.

1.2.Des performances financières contrastées

La performance financière d'un fonds de capital-risque se mesure à l'aide du très classique taux de rendement interne (TRI). Ce taux représente le rendement annuel d'un portefeuille de capital-risque, une fois cédées les différentes participations (Bertonèche & Vickery, 1987). Les fonds les plus performants enregistrent des performances supérieures à 30% tandis que les moins rentables ont un TRI négatif, résultant d'opérations réalisées à perte, non compensées par d'autres plus-values de cession.

Pour lisser les variations conjoncturelles, les acteurs du capital-investissement calculent le TRI de leur profession sur plusieurs années, notamment sur 10 ans.

Dans son étude 2007 sur la performance du capital-investissement en France, menée sur un échantillon de 159 fonds, l'AFIC annonce un TRI net à 10 ans de -0,8% pour le capital-risque, contre +13,9% pour l'ensemble des acteurs du capital-investissement. Les investisseurs en phase LBO génèrent même un TRI net de 20,8%, ce qui est considérable.

Les écarts de performance entre les différents fonds sont en réalité très importants. Pour l'ensemble du capital-investissement, le premier quartile de la profession génère un TRI net sur 10 ans de 33,3%, tandis que le dernier quartile affiche une performance négative de -11,2% (AFIC, 2007).

1.3.Une situation très différente aux États-Unis

Si l'on considère à présent la performance des fonds américains de capital-risque sur les compartiments « *seed / early stage* » (amorçage/création), la National Venture Capital Association (NVCA, 2008) affiche, face au -0,8% français, un TRI net sur 10 ans de... 34,5% !

En revanche, le TRI net sur 10 ans de l'ensemble du « *private equity* » américain (capital-investissement) est de 10,6%, ce qui est sensiblement inférieur aux 13,9% français. Ceci tient principalement à un moindre rendement à 10 ans des LBO américains, dont le TRI net est de seulement 8,6% sur 10 ans contre 20,8% en France.

Même en tenant compte des variations locales, notamment le traitement fiscal particulièrement favorable dont jouit le capital risque aux États-Unis, les écarts sont considérables et montrent à quel point le risque est différemment rémunéré en France et Outre-Atlantique. Dans les autres pays européens, la situation est manifestement similaire à la France puisque l'association européenne du capital-risque affiche un TRI net sur 10 ans de +1,8% pour le segment du capital-risque (EVCA, 2008), chiffre également très en-deçà des 34,5% américains.

Dans quelle mesure ces écarts se retrouvent-ils dans l'idée que les parties prenantes françaises du capital-risque (investisseurs et entrepreneurs), se font du succès et de l'échec en la matière ? C'est ce que nous avons cherché à déterminer.

2. De la performance réelle à la performance perçue

2.1. Cadre de notre recherche

Afin de tester la différence éventuelle entre performance réelle et performance perçue du capital-risque en France, nous avons élaboré un modèle théorique de portefeuille-type d'un fonds de capital-risque, comportant 16 investissements de 2 M€ chacun et d'une durée moyenne de 5 ans.

Le fonctionnement général d'un fonds de capital-risque est résumé dans la figure 1 ci-dessous :

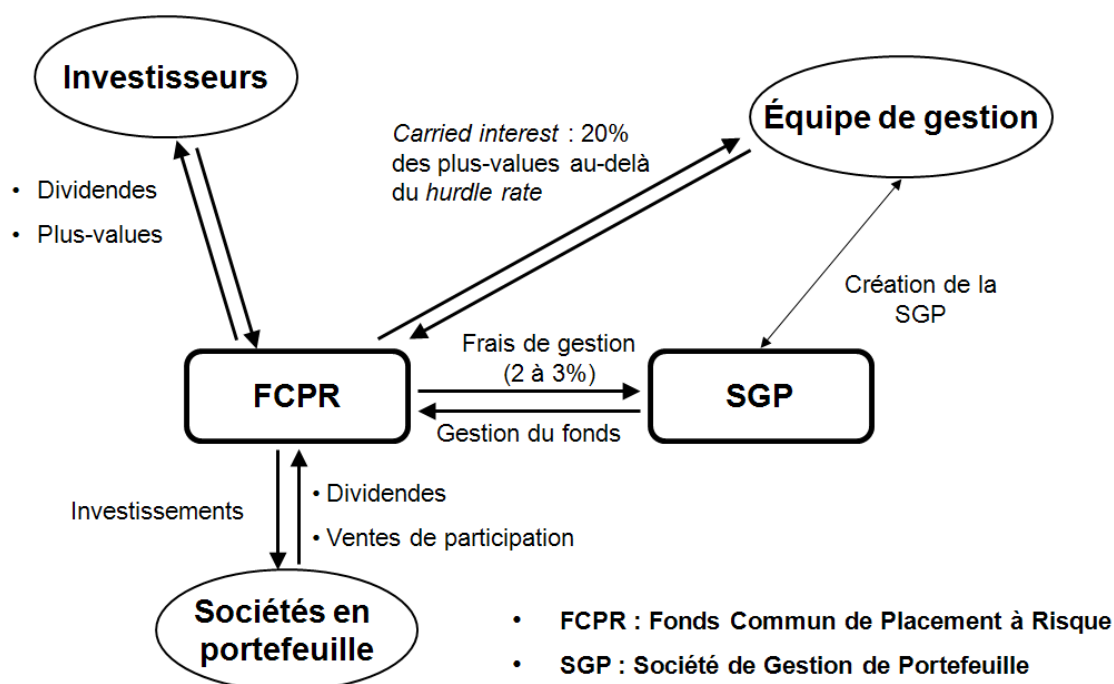


Figure 1 - Principe de fonctionnement d'un fonds de capital-risque

Nous avons repris le principe de fonctionnement ci-dessus, selon lequel la société de gestion de portefeuille prélève en moyenne 2% de frais de gestion par an, sur toute la durée du fonds. Pour un fonds de 40 M€, d'une durée de vie de dix ans, ceci équivaut à 8 M€ de frais de gestion. Le montant disponible

pour investir dans de jeunes entreprises en phase « capital-risque » est donc de 32 M€, soit 16 investissements si le montant moyen investi par dossier est de 2 M€.

L'énoncé ci-dessous résume les principales caractéristiques du fonds de capital-risque spécifiées pour les besoins de notre enquête :

Cette enquête porte sur votre perception de la performance des fonds de de capital-risque.
L'objectif est de déterminer ce qui, à vos yeux constitue 1) un "succès" ; 2) une performance "moyenne" et 3) un "échec".
Le cas considéré est celui d'un fonds d'investissement disposant de 32 millions d'Euros à investir en phase capital-risque
Durant son existence, ce fonds investirait dans 16 dossiers à hauteur de 2 M€ par dossier
La durée de vie du fonds est de 10 ans. Les 32M€ sont investis dès les 4 premières années : 4 opérations par an.
La durée de détention moyenne des titres est de 5 ans.
La plus-value s'apprécie sous la forme d'un multiple de la mise initiale, e.g. "coeff. 2" pour un dossier où le fonds ferait "deux fois la mise".
Une participation se soldant par une perte intégrale correspond donc à un multiple de zéro.
Ce fonds investit dans un dossier pour 100 business plans reçus. Ce taux de 1% correspond à la moyenne de la profession.
L'intéressement de l'équipe de gestion est de 20% de la plus-value réalisée sur le portefeuille, au-delà d'un rendement annuel de 8%.
Les frais de gestion sont déjà déduits : sur les 40 M€ apportés par les souscripteurs du fonds, 32 sont effectivement investis.
Pour chaque scénario, vous avez la possibilité de répartir les 16 dossiers comme bon vous semble.
Vous pouvez également, si vous le jugez utile, modifier les cinq coefficients correspondant aux multiples prévus.
Merci, pour chaque scénario, de remplir les cellules désignées par les flèches, ainsi que le rendement estimé pour chaque portefeuille.
A vous à présent d'indiquer à quoi ressemble un portefeuille type pour chaque scénario. Merci d'avance !

Figure 2 - Enoncé du questionnaire

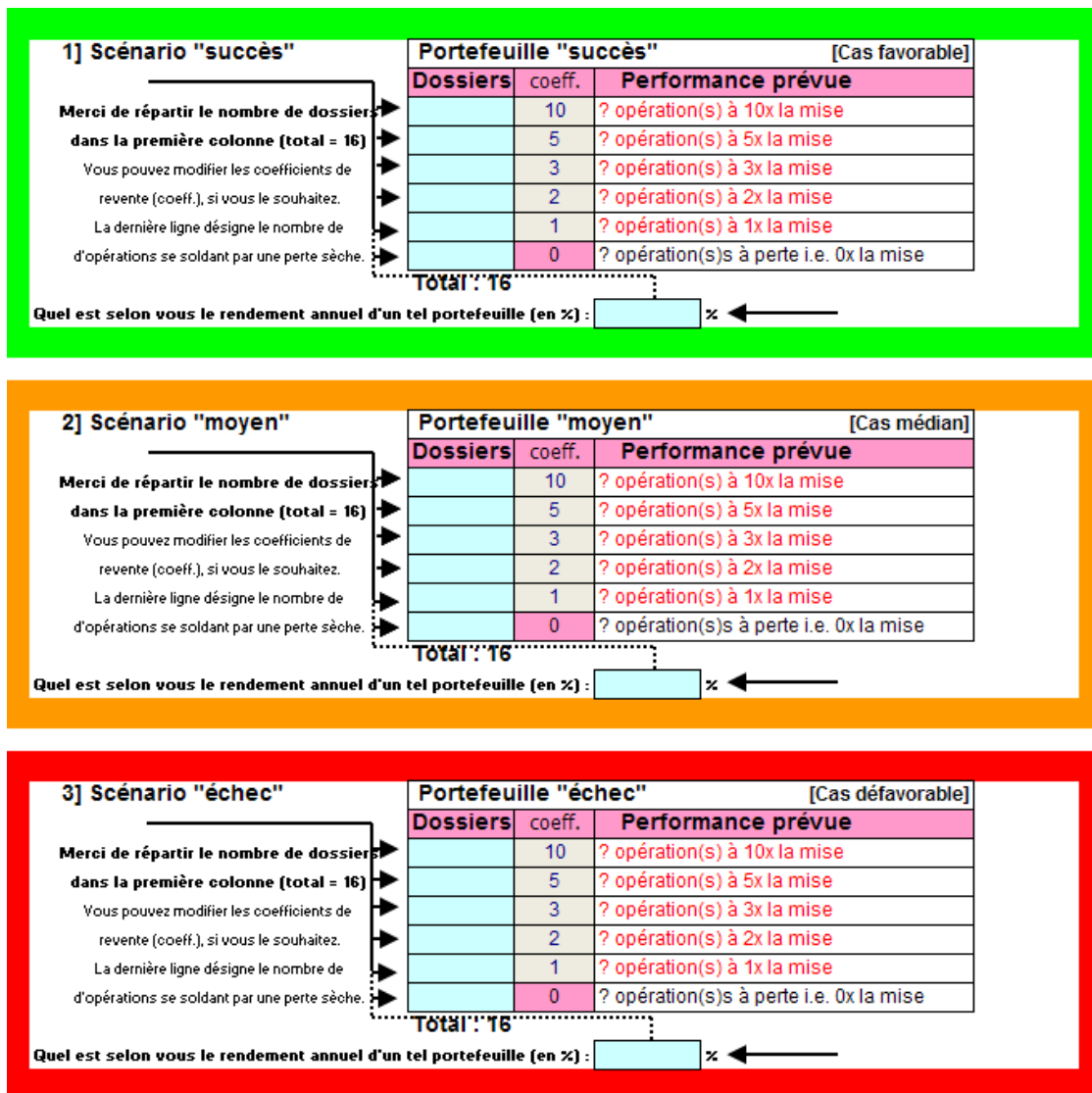


Figure 3 - Les 3 scénarios du questionnaire

A l'issue de cet énoncé, les personnes interrogées sont invitées à se prononcer sur trois portefeuilles types : un portefeuille « succès », un portefeuille « moyen » et un portefeuille « échec » (cf. figure 3).

Pour chaque portefeuille type, deux indications permettent de connaître le TRI du portefeuille : un taux estimé et un taux effectif. Le taux estimé est fourni par la réponse à la question « Quel est selon vous le rendement annuel d'un tel portefeuille ? ». Le taux effectif (ou TRI calculé) correspond pour sa part au TRI induit par le portefeuille, étant donné que les indications de l'énoncé permettent précisément de calculer le TRI net des frais de gestion et de l'intéressement éventuel de l'équipe de gestion du fonds de capital-risque.

Dans l'exemple de la figure 4, deux investissements génèrent un multiple de 5, deux investissements font 3 fois la mise, quatre dossiers font 2 fois la mise, cinq investissements permettent juste de retrouver la mise initiale et trois dossiers se soldent par une perte sèche. Un tel portefeuille induit une plus-value de 18 M€ par rapport aux 40 M€ apportés par les souscripteurs du fonds de capital-risque, ce qui représente un TRI brut de 7,7%. Etant donné que ce TRI est inférieur au seuil usuel de 8% déterminé dans notre

énoncé, l'équipe de gestion ne bénéficie pas d'un intéressement complémentaire, appelé « *carried interest* », sur la plus-value générée. Le TRI net est donc ici égal au TRI brut. En cas de dépassement de ce seuil de 8%, le bonus de l'équipe de gestion et du sponsor du fonds est généralement de 20%, taux retenu dans notre énoncé.

16 deals @ 2000 k€ each	Total : 32000 k€		16 investissements @ 2000 k€
Expected outcome	deals	coeff.	Performance prévue
0 deal with 10x proceeds	0	10	0 opération à 10x la mise
2 deals with 5x proceeds	2	5	2 opérations à 5x la mise
2 deals with 3x proceeds	2	3	2 opérations à 3x la mise
4 deals with 2x proceeds	4	2	4 opérations à 2x la mise
5 deals with 1x proceeds	5	1	5 opérations à 1x la mise
3 deals without proceeds	3	0	3 opérations à perte i.e. 0x la mise
Cash remaining (k€): 0		Trésorerie résiduelle (k€): 0	

XYZ Ventures	[Gross IRR / TRI brut]		XYZ Ventures
Overall proceeds (k€)	58 000	Total des produits de cession (k€)	
Value created (k€)	18 000	Valeur créée (au-delà de 40000 k€)	
Coeff. for venture fund	1,45	Coefficient par rapport aux fonds initiaux	
IRR of venture fund (%)	7,7%	TRI brut du fonds de capital-risque	

Threshold before carried interest (k€)	58 773	Seuil de déclenchement de l'intéressement
Carried interest for VCs (k€)	0	Montant de l'intéressement versé aux VC

XYZ Ventures	[Net IRR / TRI net]		XYZ Ventures
Net proceeds for limited partners	18 000	Produits nets pour les investisseurs du fonds	
Actual coeff. for limited partners	1,45	Coefficient net par rapport aux fonds initiaux	
IRR for limited partners (%)	7,7%	TRI net pour les investisseurs du fonds	

Figure 4 - Exemple de portefeuille d'investissement et TRI correspondant

2.2. Validation du questionnaire et établissement d'un référentiel

Avant d'être diffusé, le questionnaire ci-dessus, comportant l'énoncé et les trois scénarios, a été validé auprès de plusieurs entrepreneurs et professionnels du capital-risque. Il s'agissait en effet de vérifier la crédibilité des principaux paramètres, notamment la taille du fonds, les montants moyens investis et la durée moyenne de détention des titres.

Au-delà des statistiques de TRI françaises, européennes et américaines disponibles via l'AFIC, l'EVCA et la NVCA, nous avons également souhaité calibrer *a priori* nos trois portefeuilles types pour faciliter des comparaisons ultérieures. Nous avons par conséquent validé un référentiel pour chaque type de portefeuille auprès des dirigeants de CDC Entreprises et de Chausson Finance, qui disposent d'indicateurs de premier ordre en matière de capital-risque en France.

Ce référentiel est présenté ci-dessous, avec les TRI nets résultants. Son intérêt est de mesurer les écarts entre ces trois portefeuilles typiques et les estimations de nos échantillons d'entrepreneurs et d'investisseurs.

Référentiel		"Echec"	"Moyen"	"Succès"
Coeff.	Performance prévue	Nb. opérations	Nb. opérations	Nb. opérations
10	Nb. d'opérations à 10 fois la mise	0	0	1
5	Nb. d'opérations à 5 fois la mise	1	2	3
3	Nb. d'opérations à 3 fois la mise	1	2	3
2	Nb. d'opérations à 2 fois la mise	2	4	4
1	Nb. d'opérations à 1 fois la mise	3	5	4
0	Nb. d'opérations à perte (x0)	9	3	1
TRI brut de chaque portefeuille (%) :		-5,6%	7,7%	18,1%
TRI net calculé, après intéressement (%) :		-5,6%	7,7%	16,9%

Figure 6 - Référentiel des performances du capital-risque en France

Ce référentiel donne, pour le scénario moyen, un TRI net de 7,7% sensiblement supérieur aux performances du capital-risque français mesurées sur dix ans. Il se situe en revanche au niveau des « *hurdle rates* » usuels du capital-risque, à savoir le seuil de rendement de 8% à partir duquel l'équipe de gestion est intéressée aux performances du fonds.

2.3. Deux échantillons distincts d'entrepreneurs et de professionnels du capital-risque

S'il était naturel d'interroger des professionnels du capital-risque, il nous a semblé utile de comparer leur perception à celle des entrepreneurs eux-mêmes. Le questionnaire a donc été envoyé à deux échantillons différents.

Concernant l'échantillon de « capital-risqueurs », nous avons ciblé les responsables de ces fonds, intervenant en phase d'amorçage et de création dans les secteurs traditionnels du capital-risque que sont les technologies de l'information, les sciences du vivant, l'énergie, la chimie et les nouveaux matériaux. Nous avons contacté par courrier électronique 50 personnes travaillant dans 35 fonds différents.

Les 30 investisseurs ayant répondu au questionnaire travaillent dans 22 fonds de capital-risque différents. La répartition de ces fonds en fonction de leur taille et de leur date de création est représentée en figure 5. Cette répartition est représentative des fonds de capital-risque français dans la mesure où 65% de ces fonds gèrent des sommes inférieures à 50 M€ et ont été créés entre 1998 et 2005.

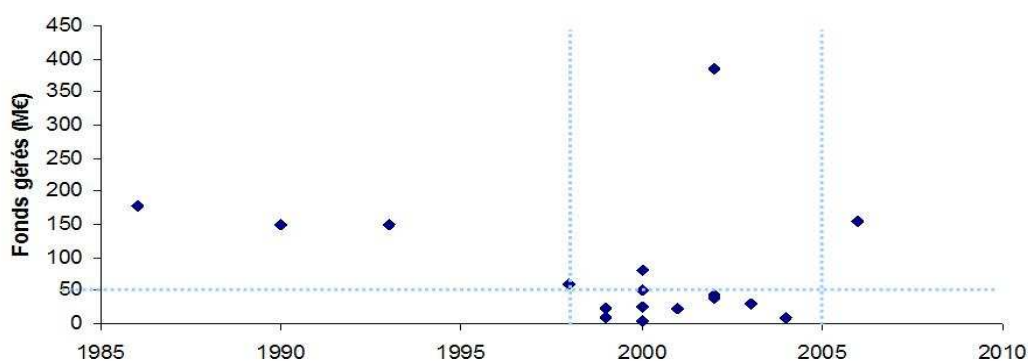


Figure 5 - Segmentation de l'échantillon des sociétés de capital-risque interrogées

Pour le second échantillon, 200 entrepreneurs ont été contactés, ce qui nous a permis d'aboutir à 30 questionnaires exploitables. A l'instar de l'échantillon « capital-risque », plusieurs relais ont été employés afin d'atteindre un échantillon le plus large possible, notamment le réseau des anciens d'HEC et de l'Ecole des Mines ainsi que les anciens participants du programme HEC Challenge +.

3. Principaux résultats

3.1. Portefeuille-type selon les professionnels du capital-risque

La synthèse des 30 réponses effectuées par les investisseurs aboutit aux 3 portefeuilles ci-dessous, où nous avons fait la moyenne des différents multiples déterminant la performance de chacun des 16 investissements de 2 M€ évoqués dans le questionnaire. Compte tenu des hypothèses de notre énoncé, ces portefeuilles induisent des TRI nets effectifs allant de 0,3% pour le portefeuille « échec » à 18,2% pour le portefeuille « succès » en passant par 10,9% pour le portefeuille « moyen ».

Investisseurs (VC)		"Echec"	"Moyen"	"Succès"
Coeff.	Performance prévue	Nb. opérations	Nb. opérations	Nb. opérations
10	Nb. d'opérations à 10 fois la mise	0	0,7	1,8
5	Nb. d'opérations à 5 fois la mise	0,9	1,7	2,5
3	Nb. d'opérations à 3 fois la mise	2	2,7	3,1
2	Nb. d'opérations à 2 fois la mise	2,9	3,5	3
1	Nb. d'opérations à 1 fois la mise	4	3,6	3
0	Nb. d'opérations à perte (x0)	6,2	3,9	2,6
TRI brut de chaque portefeuille (%) :		0,3%	11,3%	19,5%
TRI net calculé, après intéressement (%) :		0,3%	10,9%	18,2%
TRI net estimé par les répondants (%) :		0,1%	12,2%	24,5%

Figure 7 - Portefeuilles d'investissements typiques pour les investisseurs (VC)

Le rendement estimé par les investisseurs de notre échantillon oscille pour sa part entre 0,1% pour le portefeuille échec et 24,5% pour le portefeuille « succès », en passant par 12,2% pour le scénario « moyen ». On voit donc que les écarts entre TRI effectif et TRI estimé sont assez réduits, à l'exception notable du portefeuille « succès », où la surestimation des rendements estimés par rapport au rendement effectif est considérable.

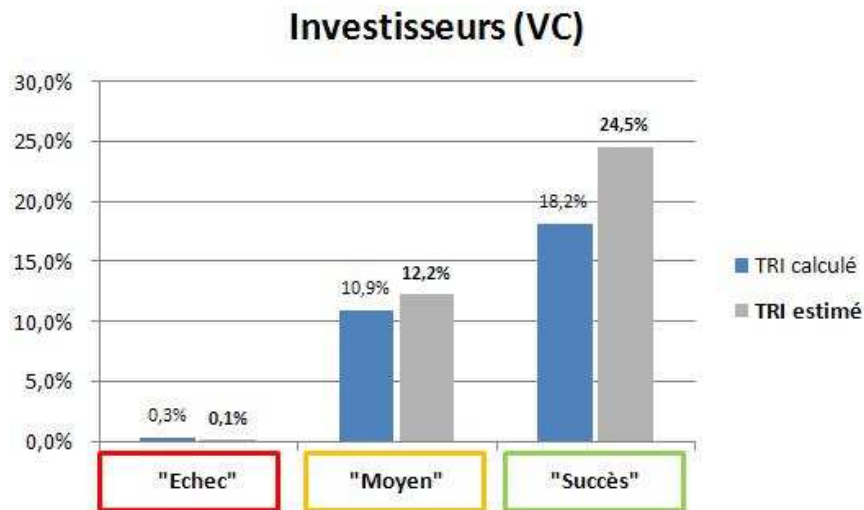


Figure 8 - Ecart entre TRI effectifs et TRI estimés par les investisseurs (VC)

3.2. Portefeuille-type vu par les entrepreneurs

Si l'on considère à présent les 30 réponses des entrepreneurs, les TRI nets effectifs vont de 3,2% pour le portefeuille « échec » à 19,1% pour le portefeuille « succès » en passant par 11,8% pour le portefeuille « moyen ».

Entrepreneurs		"Echec"	"Moyen"	"Succès"
Coeff.	Performance prévue	Nb. opérations	Nb. opérations	Nb. opérations
10	Nb. d'opérations à 10 fois la mise	0,2	0,9	2
5	Nb. d'opérations à 5 fois la mise	0,9	1,8	2,8
3	Nb. d'opérations à 3 fois la mise	2,2	2,7	3
2	Nb. d'opérations à 2 fois la mise	3,1	3,1	2,6
1	Nb. d'opérations à 1 fois la mise	4,1	3,6	2,7
0	Nb. d'opérations à perte (x0)	5,5	4	2,9
TRI brut de chaque portefeuille (%) :		3,2%	12,4%	20,5%
TRI net calculé, après intéressement (%) :		3,2%	11,8%	19,1%
TRI net estimé par les répondants (%) :		3,9%	14,7%	29,3%

Figure 9 - Portefeuilles d'investissements typiques pour les entrepreneurs

Le rendement estimé par ces mêmes entrepreneurs varie pour sa part de 3,9% pour le portefeuille échec à 29,3% pour le portefeuille « succès », en passant par 14,7% pour le portefeuille moyen. On voit à nouveau que les écarts entre TRI effectif et TRI estimé sont assez réduits, à l'exception du portefeuille « succès », où la surestimation des rendements estimés par rapport au rendement effectif est encore plus importante que chez les professionnels du capital-risque, puisque l'écart est quasiment de 10%.

Entrepreneurs

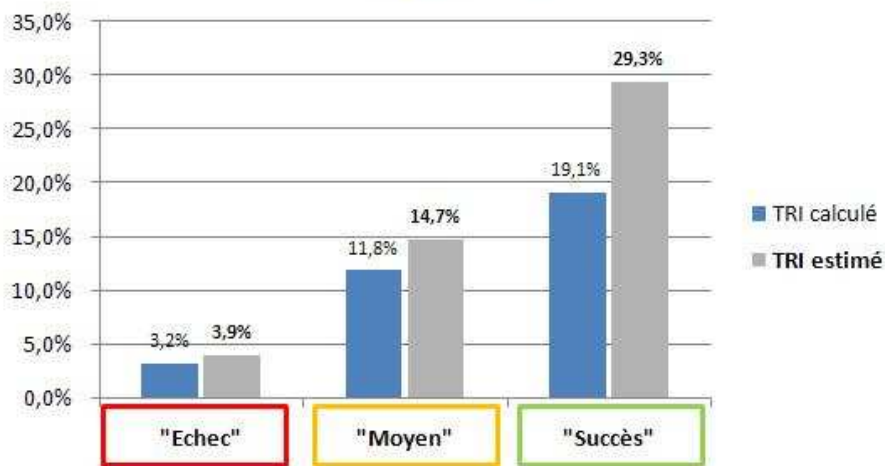


Figure 10 - Ecart entre TRI effectifs et TRI estimés par les investisseurs (VC)

Au-delà de cette analyse de la composition de ces portefeuilles types et des rendements correspondants pour chacun des échantillons, voyons à présent quels sont, d'une part, les écarts de perception entre investisseurs et entrepreneurs et, d'autre part, les écarts avec le référentiel défini précédemment.

3.3. Analyse des écarts entre les deux échantillons et par rapport à notre référentiel

Si l'on compare, pour chacun des trois scénarios, la composition du portefeuille « investisseurs », du portefeuille « entrepreneurs » et le référentiel établi par les deux experts interrogés, nous aboutissons aux tableaux suivants :

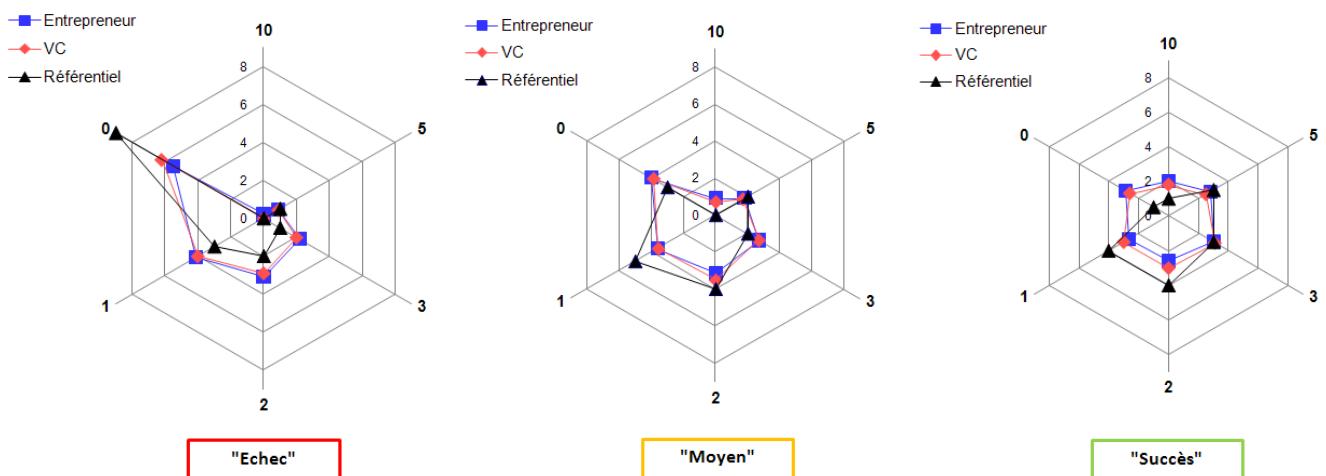


Figure 11 - Comparaisons des différents portefeuilles

En matière de composition des portefeuilles, les écarts d'estimation sont assez réduits, les entrepreneurs étant à peine plus optimistes que les investisseurs. Il en résulte des TRI nets effectifs de respectivement

3,2% contre 0,3% pour le portefeuille « échec », de 11,8% contre 10,9% pour le portefeuille « moyen » et 19,1% contre 18,2% pour le portefeuille « succès ».

L'écart de perception est en revanche bien plus important pour les TRI estimés. Rappelons que, dans notre questionnaire, ce taux était directement indiqué par chaque répondant comme estimation du rendement de chacun des trois portefeuilles.

Nous avons déjà noté que, pour chaque échantillon, la différence entre TRI effectif et TRI estimé est assez minime pour les portefeuilles « échec » et « moyen » mais qu'elle est plus significative pour le portefeuille « succès » (cf. figures 8 et 10).

Ce phénomène peut également se constater sur le schéma ci-dessous, qui représente en abscisse et pour chacun des trois portefeuilles la moyenne des TRI des deux échantillons. L'axe des ordonnées représente les TRI nets effectifs (TRI calculés) des différents portefeuilles. On voit bien que le TRI effectif est systématiquement inférieur au TRI estimé, à l'exception de l'évaluation du portefeuille « échec » par les investisseurs.

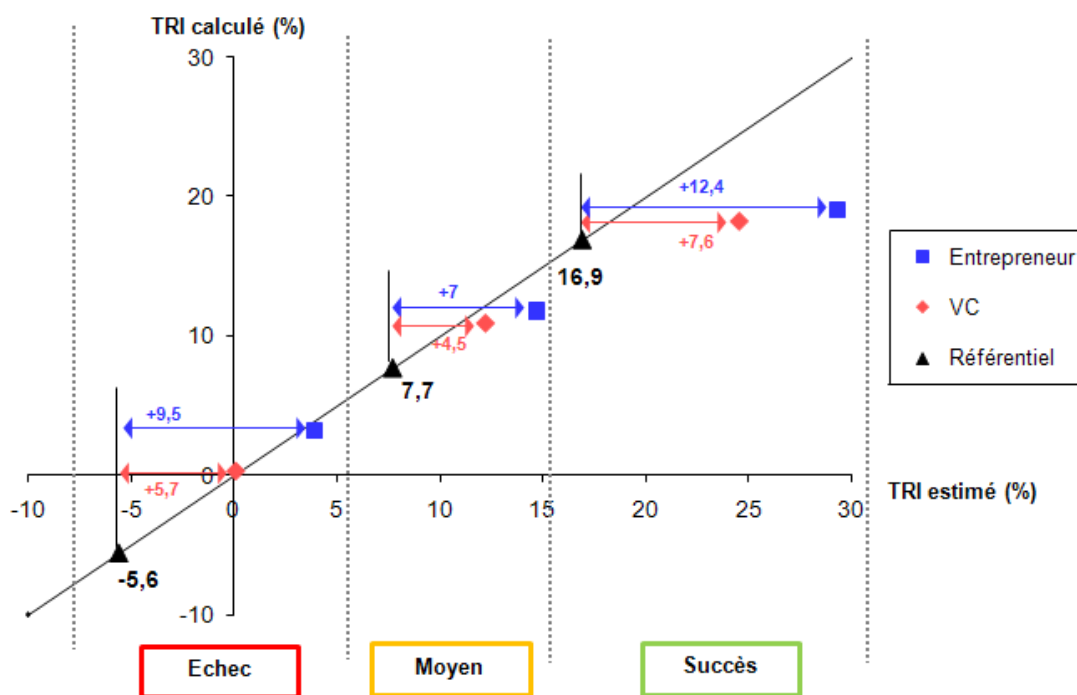


Figure 12 - Ecart entre référentiels et performances estimées

On constate que le rendement perçu (TRI estimé) pour les différents portefeuilles est systématiquement supérieur à son rendement réel (TRI effectif), surtout pour le scénario « succès » où les quelques dossiers générant 5 ou 10 fois la mise renforcent l'impression d'un rendement global plus élevé que la réalité du portefeuille.

Le même biais se retrouve lorsque l'on compare les portefeuilles de nos deux échantillons avec le référentiel établi pour chacun des trois scénarios. Comme l'illustre la figure 12, les performances tant

réelles (TRI effectif) que perçues (TRI estimé) sont systématiquement supérieures aux rendements de notre référentiel.

La comparaison entre performance réelle et performance perçue permet de faire trois constatations.

En premier lieu, ni les investisseurs ni les entrepreneurs n'envisagent un portefeuille « échec » avec un rendement négatif, alors que le référentiel indique un TRI net de -5,6%. Nous reviendrons ultérieurement sur cette difficulté manifeste à envisager l'échec en phase capital-risque. Notons simplement que le rendement négatif de -5,6% qui constitue le référentiel pour notre portefeuille « échec » est optimiste par rapport aux performances du dernier quartile des acteurs français du capital-risque voire même de l'ensemble du *private equity* (capital-investissement). Comme nous l'avons déjà indiqué, le quart des fonds les moins performants réalise en effet un rendement moyen de -11,2%.

En second lieu, on constate une surestimation des performances du portefeuille « moyen », même si elle est moindre que pour les deux autres portefeuilles. Cette surestimation est d'autant plus significative que le rendement de +7,7% qui constitue le référentiel de notre portefeuille « moyen » est assez optimiste au regard des performances moyennes du capital-risque français, dont le TRI net sur 10 ans est de -0,8%. A l'heure actuelle, la rentabilité moyenne du capital-risque français est donc inférieure à ce que ses acteurs eux-mêmes considèrent comme un échec !

Enfin, c'est sur le portefeuille « succès » qu'apparaît l'écart le plus important, investisseurs et entrepreneurs surestimant notre TRI de référence (+16,9%) respectivement de 7,6% et de 12,4%.

Si l'on compare la composition des portefeuilles des investisseurs, des entrepreneurs et de notre référentiel, on constate à la fois une surestimation des dossiers fortement rémunérateurs, générant dix fois la mise, et une sous-évaluation des dossiers aboutissant à une perte sèche (cf. figures 7 et 9).

4. Interprétation des écarts de perception

4.1. La surestimation du potentiel de succès

La surestimation du rendement du capital-risque français, systématique et importante dans nos deux échantillons, culmine avec le portefeuille « succès », comme si les personnes interrogées avaient choisi plus ou moins consciemment de ne se souvenir que des succès retentissants de quelques « start-up » américaines.

Ce sont les entrepreneurs qui annoncent le pourcentage le plus exagéré, puisqu'ils estiment le rendement d'un portefeuille « succès » à 29,3%. Au moins pour partie, une telle erreur d'appréciation peut être attribuée à leur connaissance limitée des réalités du capital-risque. Quant à ses conséquences, elles sont potentiellement favorables, puisque la conviction erronée des entrepreneurs que capital-risque rime avec argent facile ne peut que stimuler la création d'entreprise.

Beaucoup plus inquiétant est le TRI de 24,5% avancé par les investisseurs. Ce pourcentage, certes un peu inférieur, demeure colossal au regard de la réalité et ne peut plus, cette fois, s'expliquer par une

méconnaissance du paysage du capital-risque français. Or, seule une poignée de jeunes entreprises innovantes françaises est parvenue à ce jour à créer suffisamment de valeur pour assurer en l'espace de cinq ans une liquidité doublée d'une plus-value importante. La réalité du secteur est d'autant moins flatteuse qu'une fois passé le stade de l'amorçage, les phases de croissance sont souvent très gourmandes en capitaux et nécessitent de nouveaux tours de tables financiers plus importants et donc plus dilutifs que prévus par les entrepreneurs et leurs premiers investisseurs (Gerasymenko, 2008), ce qui réduit d'autant l'éventuel coefficient multiplicateur des mises initiales.

Les réponses des professionnels du capital-risque semblent pourtant indiquer qu'ils raisonnent à l'heure californienne, comme si dans leur univers les investisseurs les plus performants étaient, eux aussi, coutumiers des « *home runs* », ces opérations qui génèrent en un seul investissement une plus-value supérieure à la taille du fonds. L'imaginaire collectif des investisseurs a donc produit un référentiel largement fantasmé, totalement déconnecté de la réalité et truffé de repères américains que l'on retrouve jusque dans leur jargon et leurs procédures d'investissement (Krieger & Medjad, 1997, 2005).

Ce phénomène quasi-psychanalytique est-il pérenne ? Certains auteurs envisagent même qu'il puisse s'amplifier, du fait de l'« illusion de contrôle » (Duhaimé & Schwenk, 1985 ; Durand, 2003 ; Gerasymenko, 2008) que pourrait susciter l'implication croissante des professionnels français du capital-risque dans les diverses formes d'accompagnement des entreprises. Il est en effet probable que si les investisseurs se mettent de plus en plus à relier le succès des entreprises financées à leurs interventions, ils puissent avoir tendance à surestimer la performance d'un portefeuille.

4.2. La sous-estimation du potentiel d'échec

Si les chances de succès sont surestimées, les « chances » d'échecs sont elles, largement sous-évaluées. La possibilité même qu'un fonds de capital-risque puisse restituer aux investisseurs moins d'argent que ce qu'ils ont investi est apparemment inconcevable au sein de nos deux échantillons.

Au-delà des TRI estimés de 3,9% pour les entrepreneurs et de 0,1% pour les investisseurs, l'estimation du nombre d'investissements à perte se limite ainsi à 6 dossiers sur 16 pour les deux échantillons contre 9 dossiers sur 16 pour notre référentiel de portefeuille « échec ». L'échec envisagé serait ainsi très relatif et, en tout état de cause, bien moindre que celui effectivement subi par le quartile le moins performant des fonds de capital-risque français.

Une fois encore, il convient de distinguer les deux échantillons, non pas en raison de l'écart entre leurs appréciations respectives, en l'occurrence peu significatif, mais parce que dans ce cas aussi, la même erreur de jugement n'a pas la même portée selon qu'elle est imputable aux uns ou aux autres.

Les entrepreneurs continuent en effet de bénéficier de l'excuse liée à leur méconnaissance du secteur, même si la difficulté avérée d'évaluer le risque ou les gains exceptionnels (Allais, 1953) ne suffit probablement pas plus ici à expliquer l'ampleur de leur biais d'évaluation. Mais surtout, force est de

reconnaître que leur manque de réalisme est là aussi potentiellement bénéfique à la création d'entreprise, au même titre que l'exagération des gains potentiels.

Chez les investisseurs en revanche, l'optimisme intempestif semble davantage relever du déni que de l'erreur de jugement. Plusieurs acteurs du capital-risque interrogés à ce propos ont confirmé qu'il existait un tabou de la perte « sèche », alors pourtant que le risque de TRI négatif est inhérent à leur activité. Ces investisseurs ont reconnu, tout en cherchant à la rationaliser, leur ambivalence face à l'échec. L'un d'entre eux a ainsi déclaré : « Sur un portefeuille, l'échec est mal perçu. S'il s'agit d'un échec grave, il n'y aura pas de nouvel investisseur dans le fonds de capital-risque. Car, même si le passé n'est pas le garant de l'avenir, il donne une bonne idée de la qualité de la société de capital-risque et des gens qui la constituent » (Grandsart, 2008).

D'après certains interlocuteurs, cette phobie du risque, y compris en situation entrepreneuriale et donc, de risque maximum, serait en train d'évoluer, en tout cas pour l'entrepreneur « s'il est toutefois capable d'expliquer les raisons de son échec. Mais il est clair que le syndrome de l'échec est bien présent en France. »

Ce paradoxe d'un secteur à risque caractérisé par le fort degré d'aversion au risque de ses acteurs n'explique-t-il pas, en partie au moins, la faible performance du capital-risque français ? La frilosité des investisseurs pourrait notamment brider leur capacité à défricher si les meilleures perspectives de succès résidaient à leurs yeux dans les entreprises proposant des produits et services ayant d'ores et déjà passé le test du « *home run* » aux Etats-Unis. Du fait de ce suivisme plus ou moins conscient, les professionnels français du capital-risque se retrouveraient ainsi privés de la prime au premier entrant dont bénéficient leurs homologues américains, tout en étant pleinement exposés aux effets de bulle suscités par les « *home runs* ».

Contrairement aux entrepreneurs, la vision idyllique que se font les investisseurs de leur activité a donc au bout du compte un effet particulièrement dévastateur puisque leur quête de cibles mythiques comporte inévitablement un risque de rejet des jeunes entreprises dont le seul tort serait d'être authentiquement innovantes.

4.3. Une logique de service public ?

Il est probable que les perceptions des différents acteurs soient influencées par la conjoncture économique, plus ou moins favorable au capital-risque, comme le montrent les séries statistiques de l'EVCA et de son homologue américaine, la NVCA. Mais il ressort clairement de ce qui précède que si les pratiques d'investissement des professionnels du capital-risque sont largement globales, les stratégies et les performances effectives des fonds sont en revanche profondément locales.

Deux constats s'imposent. D'une part, le marché ne fournit pas en France une offre de financement à la mesure de la demande des « start-up », en tout cas pour les phases initiales, dites d'amorçage et de

création (« *seed* et *early stage* »). D'autre part, l'industrie du capital-risque est nettement moins rentable qu'aux États-Unis, à l'inverse des segments aval du capital-investissement, notamment le LBO. Au-delà du débat sur les racines locales de ces deux phénomènes, force est de constater que toutes les conditions sont réunies en France pour justifier un plus grand interventionnisme de la puissance publique.

Se pose *a minima* la question de la « juste rémunération » du risque, ainsi que du rôle éventuel de l'État dans la prise en charge d'une partie de ce risque, dès lors que sa rémunération est insuffisante pour des opérateurs privés. L'enjeu serait alors pour l'État de veiller tout simplement à ce que le risque inhérent à toute création d'entreprise innovante soit mieux rémunéré à Paris qu'il ne l'est aujourd'hui, à défaut d'atteindre les sommets de la Silicon Valley.

Un interventionnisme strictement incitatif suffirait-il à faire migrer vers ce segment les investisseurs qui se concentrent actuellement sur les phases aval du capital-investissement ? Rien ne l'assure, pas plus d'ailleurs que n'est assurée une baisse de l'aversion au risque constatée actuellement dans le secteur, puisque cet état d'esprit résulte au moins autant d'une conception erronée du succès que d'une crainte de l'échec.

Mais si le lien entre la création d'entreprises innovantes et la performance économique d'un pays tout entier semble faire l'objet d'un large consensus, le contexte français ne justifierait-il pas plutôt un interventionnisme plus direct et plus massif de l'État ? Par son incapacité à satisfaire la demande mais aussi par les contradictions d'un grand nombre de ses acteurs, le marché français du financement de l'amorçage et de la création évoque certains secteurs financiers pour lesquels, si l'on reste sur le modèle américain, les autorités publiques n'ont pas hésité à prendre des mesures de nationalisation.

Conclusion

La démarche consistant à appréhender les contre-performances du capital-risque français à partir de la perception du succès et de l'échec d'un portefeuille d'investissement est riche d'enseignements, à défaut d'offrir une explication très claire sur les causes de cette illusion d'optique. Il serait utile d'étendre cette recherche à d'autres échantillons, comme des *business angels* ou des banquiers, à d'autres stades du capital-investissement et à d'autres régions du monde, afin de comparer plusieurs portefeuilles d'investissement types.

Au-delà des facteurs structurels susceptibles d'expliquer le différentiel de performance observé entre les États-Unis et la France, cette approche nous a permis de montrer que les différences culturelles, notamment l'attitude par rapport au risque, peuvent avoir une influence sur la performance des jeunes entreprises innovantes et de ceux qui les financent. Le mimétisme formel dont fait preuve le capital-risque français vis-à-vis de ses homologues américains serait ainsi préjudiciable à l'innovation.

S'il semble difficile de contester la nécessité d'une intervention publique, il reste toutefois à en préciser l'échelle, ce qui suppose que soit notamment confirmée l'apparente similitude du capital-risque français avec ses homologues européens.

Références bibliographiques

- AFIC, PriceWaterhouseCoopers (2008), *Rapport sur l'activité du Capital Investissement en France, Etude 2007*, Association Française des Investisseurs en Capital, www.afic.asso.fr
- AFIC, Ernst & Young (2007), *La performance du capital-investissement français, Etude 2006*, Association Française des Investisseurs en Capital, www.afic.asso.fr
- Allais M. (1953), *Le comportement de l'homme rationnel devant le risque : critique des postulats et axiomes de l'école américaine*, *Econometrica*, Vol. 21, pp. 503-546.
- Bertonèche, M., Vickery, L. (1987), *Le capital-risque*, Paris, P.U.F., coll. Que sais-je ? n° 2344
- Brav A. & Gompers P. (1997), *Myth of Reality? The long-rung underperformance of initial public offerings: evidence from venture and non-venture capital-backed companies*, *The Journal of Finance*, LII(5), pp. 1791-1821
- Duhaime I.M. & Schwenk C. R. (1985), *Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestment Decision Making*, *Academy of Management Review*, 10(2):287-295
- Durand R. (2003), *Predicting a firm's forecasting ability: The roles of organizational illusion of control and organizational attention*, *Strategic Management Journal*, 24(9), pp. 821-838
- Eckhardt J.T., Shane S. & Delmar F. (2006), *Multistage Selection and the Financing of New Ventures*, *Management Science*, 52 (2), pp. 220-232
- EVCA, Thomson Financial, (2007), *European Private Equity Performance Benchmarks 2007*, March 2008, www.evca.eu
- Gerasyenko V. (2008), *Carrot and stick: impact of early-stage venture capitalists on the performance of ventures*, presented at Babson College Entrepreneurship Research Conference, BCERC 2008, Chapel Hill
- Gerasyenko V. (2008), *Le rôle des fonds de capital-risque dans l'émergence et la croissance des jeunes entreprises innovantes en France*, FutuRIS 2008 (à paraître) : La Recherche et l'Innovation en France, Editions Odile Jacob
- Gompers P. & Lerner J. (2001), *The Venture Capital Revolution*, *Journal of Economic Perspectives*, 15:2, pp. 145-168
- Grandsart R. (2008), *Entrepreneurs, investisseurs et portefeuilles archétypiques : entre fantasmes et tabous*, Thèse professionnelle du Mastère Spécialisé HEC Entrepreneurs, 11 mars 2008
- INSEE (2007), *Tableaux de l'Économie Française - Edition 2007*, cf. section « Création et défaillances d'entreprises », Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques, www.insee.fr
- Krieger E. & Medjad K. (2005), *Le contribuable, premier capital-risqueur de France*, *L'Art du Management* 3, Les Echos / Dunod, pp. 479-483
- Krieger E. & Medjad K. (1997), *Financement de l'innovation : les solutions informelles*, Les Echos, 3 octobre 1997. Article également publié dans *L'Art d'Entreprendre*, Birley S. & Muzyka D. (Eds), Village Mondial, 1998, pp. 87-89
- NVCA, Thomson Financial (2008), *National Venture Capital Association 2008 Yearbook*, www.nvca.org
- PriceWaterhouseCoopers, NVCA (2008), *The MoneyTree Report*, www.pwcmoneytree.com
- SESSI, Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, (2008), *Tableau de bord de l'innovation*, 19ème édition, Juin 2008, Service des Etudes et des Statistiques Industrielles, www.industrie.gouv.fr/sessi