

La relation entre entrepreneurs et investisseurs en Europe et en Amérique

par

■ **Cédric Bisson** ■

Associé chez Teralys Capital

En bref

Cédric Bisson est médecin, juriste et financier. Après avoir passé plusieurs années chez McKinsey comme associé principal (à Montréal, New York et Paris), puis avoir dirigé les activités de santé chez iNovia Capital, il est devenu associé chez Teralys Capital, qui gère 1,6 milliard de dollars canadiens d'investissements dans la haute technologie et contribue à la construction d'un écosystème *venture capital* au Québec. Fort de son expérience européenne et nord-américaine, il milite pour une approche *hands-on* de la relation entre investisseurs et entrepreneurs. La culture européenne de l'entrepreneuriat et de l'investissement n'y est pas a priori propice, mais la mondialisation des technologies et des marchés ainsi que la nécessité de co-investir poussent à l'harmonisation des pratiques.

Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse des comptes rendus, les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs. Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.

Séminaire organisé avec le soutien de la Direction générale des entreprises (ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique) et grâce aux parrains de l'École de Paris (liste au 1^{er} mai 2016) :

• Airbus Group • Algoé¹ • ANRT • Be Angels • Cap Digital • Carewan² • CEA • Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris Île-de-France • CNES • Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables • Crédit Agricole S.A. • Danone • EDF • ESCP Europe • FABERNOVEL • Fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'Homme • Fondation Crédit Coopératif • Fondation Roger Godino • Groupe BPCE • HRA Pharma² • IdVectoR³ • La Fabrique de l'Industrie • La Poste • Mairie de Paris • MINES ParisTech • Ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique, DGE • NEOMA Business School • Orange • PSA Peugeot Citroën • Renault • SNCF • Thales • Total • UIMM • Ylios

1. pour le séminaire Ressources technologiques et innovation
2. pour le séminaire Vie des affaires

Avec 1,6 milliard de dollars canadiens sous gestion, soit environ 1,1 milliard d'euros, Teralys Capital est le plus grand gestionnaire de fonds de fonds au Canada. Il investit principalement de façon indirecte, à travers les fonds, mais parfois aussi de façon directe, sous forme de co-investissements avec d'autres fonds. En tant que fonds de fonds, Teralys Capital s'apparente à Bpifrance, à ceci près que ce dernier est un organisme public, alors que Teralys est un organisme privé géré par quatre associés, dont je fais partie.

La mission initiale de Teralys Capital était de structurer l'écosystème du capital-risque au Québec, puis au Canada. Le fonds a désormais également vocation à investir à l'international, en particulier aux États-Unis et en Europe. Nous avons, par exemple, soutenu le fonds français Sofinnova Partners, un des leaders mondiaux pour le secteur des biotechnologies, ainsi qu'Iris Capital, dans le domaine des technologies de l'information et de la communication (TIC).

Médecin, juriste, financier

J'ai une double formation de médecin et d'avocat. Alors que j'étais encore étudiant en médecine, j'ai participé à des campagnes de marketing pour des compagnies européennes qui souhaitaient lancer des produits pharmaceutiques au Canada.

Une fois mes diplômes en poche, j'ai passé huit ans chez McKinsey, d'abord à Montréal et à Toronto, puis à Paris, dans l'agence située sur les Champs-Élysées, et enfin à New York. J'ai travaillé sur à peu près tous les sujets concernant le secteur médical : produits pharmaceutiques, dispositifs médicaux, politiques publiques de santé, structuration des hôpitaux, etc. J'ai participé à des opérations d'investissement dans la recherche, dans l'amorçage, dans la priorisation de programme, ou encore à des opérations de fusion-acquisition et de réorganisation de départements.

Au Canada, jusqu'à la fin des années 1990, la gestion des fonds était assurée essentiellement par des institutions de type banques ou fonds souverains. En 2002, j'ai créé le premier fonds canadien d'investissement privé, iNovia Capital, qui existe toujours. Au départ, il intervenait uniquement au Canada, pour de l'amorçage dans les TIC et les biotechnologies. Puis il a développé ses activités en Californie et à New York, mais en se concentrant sur les TIC. En 2011, j'ai quitté iNovia pour rejoindre Teralys.

Entrepreneurs et investisseurs des deux côtés de l'Atlantique

Depuis vingt ans, je me suis spécialisé dans les investissements entre Amérique du Nord et Europe, en particulier la France, la Belgique, l'Allemagne, l'Italie et la Grande-Bretagne. J'en ai tiré quelques observations sur les caractéristiques des entrepreneurs et des investisseurs des deux côtés de l'Atlantique. Je précise que dans mon esprit, le terme *entrepreneurs* désigne aussi bien les chefs d'entreprises des sociétés financées que les gérants des fonds qui les financent. Ceux-ci doivent en effet, comme des entrepreneurs, lever des capitaux et gérer leur société, à la différence des investisseurs institutionnels.

L'entrepreneur européen a généralement pour ambition de devenir leader dans son pays, voire en Europe, alors que l'entrepreneur américain veut d'emblée conquérir le monde. Le premier dispose de moyens financiers limités alors que le second peut lever des fonds très importants.

L'investisseur européen a le plus souvent une formation exclusivement financière. Il a généralement été formé dans une grande école, n'a pas d'expérience d'entrepreneuriat et se retrouve propulsé à la direction d'un fonds d'investissement, en charge d'expliquer à des chefs d'entreprise comment faire du business. Or, il y a des choses que l'on n'apprend pas sur les bancs d'une école, fût-elle prestigieuse, et que l'on ne peut appréhender qu'à travers

une expérience de terrain. L'investisseur américain est généralement un entrepreneur reconverti. Ce profil l'incite à s'intéresser à des problèmes concrets, par exemple réaliser une opération de fusion-acquisition pour assurer la croissance d'une société, et lui permet d'aider l'entreprise en lui ouvrant son carnet d'adresses et en lui donnant des conseils organisationnels.

Le poids de l'histoire et de la culture

À mon sens, ces différences peuvent s'expliquer en se référant à l'histoire et à la culture de l'Europe et des États-Unis depuis le XVIII^e siècle.

En Europe, la philosophie constitutionnelle, la définition des frontières et la construction des États-nations ont conduit à une segmentation de la géographie. On est avant tout français, allemand ou italien. Au contraire, les treize colonies américaines initiales étaient ouvertes sur de vastes territoires à explorer, qui ont constitué peu à peu un "État-continent". L'Europe se caractérise par une pluralité de cultures nationales alors que les États-Unis se veulent un melting-pot, chaque individu étant censé se fondre dans la culture américaine.

En Europe, lorsque le droit civil émerge, il s'inspire du code napoléonien, décrété "d'en haut", avec des particularités selon les différents pays. La société européenne est très compartimentée et régulée; les rapports humains sont codifiés et l'autorité doit être respectée. Non seulement celle-ci est acceptée, mais elle est désirée car elle paraît nécessaire pour relever les défis sociaux.

Les États-Unis ont adopté un système de *common law* inspiré de la Grande-Bretagne et défini par la jurisprudence, et donc par la société elle-même. La philosophie constitutionnelle américaine s'inspire de la pensée de Jean-Jacques Rousseau et repose sur le principe méritocratique. Celui-ci engendre un certain individualisme et s'accompagne de la notion de communauté: on se montre solidaire des personnes résidant près de chez soi ou partageant les mêmes intérêts.

La société américaine est fondée sur le principe du « *Go West, young man* ». On part en diligence, on ouvre de nouvelles frontières, on crée des villes à partir de rien, et en cas d'échec, on part tenter sa chance un peu plus loin. La notion d'aventure et de risque est consubstantielle à l'histoire des États-Unis, et le métier d'entrepreneur est vu comme à la fois plein de défis et de difficultés, mais aussi source de grandes joies. Dès l'université, en tout cas dans les grandes universités américaines, non seulement on tolère la prise de risque, mais on l'encourage. Les étudiants, les professeurs, les chercheurs ont parmi eux des collègues qui sont devenus entrepreneurs. En France, cela n'arrivait jamais jusqu'à une date très récente. En Europe, d'une manière générale, on accepte beaucoup plus difficilement le risque et son corollaire, l'échec.

La différence d'attitude des Européens et des Américains face à l'argent et au succès est bien connue. Aux États-Unis, la réussite économique et financière est célébrée et vue comme la possibilité de créer de la prospérité et des emplois, alors qu'en Europe continentale, l'héritage judéo-chrétien pousse plutôt à cacher sa réussite qu'à l'étaler.

Le Canada est dans une situation un peu hybride. Une partie des Canadiens parlent français, mais ils s'inspirent à 80% de la culture américaine. Le Canada a fait le choix du multiculturalisme, tout en mettant en place un système social très compartimenté et normé, à l'image de celui de l'Europe. Pour les pratiques d'affaires, les Canadiens sont beaucoup plus proches des Américains, ou même des Britanniques, que des Français. En revanche, jusqu'aux années 2000, comme en Europe, les investisseurs canadiens étaient moins bien formés et expérimentés que les entrepreneurs. Ils participaient aux conseils d'administration et vérifiaient les comptes, mais n'étaient pas capables d'analyser le bilan ou de suggérer une stratégie. Cette situation était source de grandes tensions, car ils étaient amenés à prendre des décisions sans pouvoir démontrer leur bien-fondé, et ces décisions conduisaient parfois les entreprises à la faillite.

Les relations entre investisseurs et entrepreneurs

Ces différences culturelles se retrouvent dans les relations entre investisseurs et entrepreneurs. Pour résumer, aux États-Unis, c'est la culture du *hands-on* qui prévaut, et en Europe, celle du *hands-off*.

Dans l'approche *hands-on*, l'investisseur s'implique de façon proactive dans l'entreprise, en donnant des conseils qui vont au-delà des aspects purement financiers: comment attaquer tel ou tel marché, comment prioriser un marché par rapport à un autre, comment trouver des partenaires dans tel pays, sur quelle base établir un partenariat stratégique, etc. Lorsqu'une entreprise envisage de développer un nouveau médicament pour un certain type de cancer, par exemple, un investisseur américain va lui conseiller de faire les études de phase 1 plutôt en Europe ou plutôt aux États-Unis, ou de les combiner avec les études de phase 2, ou d'établir la preuve de concept sur quinze patients seulement, ou plutôt sur cinquante ou sur deux cents, etc. Ce sera beaucoup plus rare en Europe.

Dans l'approche *hands-off*, l'investisseur se contente de rencontrer le PDG trois fois par an, dans un contexte très formalisé, pour comparer les comptes de résultats à ceux de l'année précédente et aux prévisions. En caricaturant, cela donne: « *Vous aviez l'intention de dépenser 10 millions de dollars en R&D et vous avez dépensé 11 millions. Pour quelle raison? Vos ventes devaient représenter 15 millions de dollars et elles ne sont que de 12 millions. Que s'est-il passé?* »

La différence d'approche *hands-on* ou *hands-off* s'observe aussi dans la relation entre les investisseurs institutionnels et les gérants de fonds. Un investisseur institutionnel classique va décider de placer de l'argent dans un domaine qui lui paraît intéressant et ne s'en occupera pratiquement plus entre deux assemblées générales. Un investisseur *hands-on* cherchera à aider les fonds dans lesquels il a investi à résoudre leurs problèmes de gestion et, dans certains cas, pourra jouer un rôle de co-investisseur.

Naturellement, le *hands-on* a une limite: l'objectif n'est pas de remplacer le gérant du fonds ou le PDG de l'entreprise. Il faut conserver une certaine distance et se contenter d'exercer une sorte de coaching.

Des points communs dans les pratiques d'investissement

En dépit de toutes ces différences, on peut observer, entre les pratiques d'investissement et d'entrepreneuriat américaines et françaises, un certain nombre de points communs.

Il faut rappeler, tout d'abord, que deux Français figurent parmi les quatre ou cinq pères fondateurs du capital-risque américain. Georges Doriot, né à Paris en 1899, a émigré aux États-Unis vers 1915. Après s'être engagé dans l'armée, il s'est passionné pour le management, discipline alors naissante, et a suivi un MBA en 1921 à Harvard, ce qui était tout à fait inhabituel à l'époque. Il s'est fait naturaliser en 1940 et, en 1946, a créé l'American Research and Development Corporation (ARDC), première société de capital-risque. Il investira notamment 70 000 dollars dans la société informatique Digital Equipment Corporation, ce qui s'est avéré un bon calcul: lorsque cette compagnie est entrée en Bourse, elle valait 400 millions de dollars, ce qui représentait un rendement financier de 7 000 %... La deuxième grande figure française du capital-risque américain est Jean Deléage, né en 1940. Ingénieur de l'École supérieure d'électricité et docteur en économétrie à la Sorbonne, il rejoint Sofinnova en 1971, époque où elle n'avait pas encore été séparée en deux entités (Sofinnova Partners en Europe et Sofinnova Ventures aux États-Unis). Il devient directeur de l'agence de Boston avant d'aller fonder celle de San Francisco. Quelques années plus tard, en 1979, il crée sa propre société avec Craig Burr et Bill Egan.

Un deuxième point commun entre les pratiques américaines et européennes en matière de capital-risque est l'importance de l'interventionnisme étatique. Selon un mythe tenace, l'État serait omniprésent dans ce domaine en France, et absent aux États-Unis. En réalité, l'action de l'État est très visible en France, à travers des structures comme Bpifrance ou le FUI (Fonds unique interministériel), mais elle est très présente également aux États-Unis, quoique de façon plus discrète. On peut citer, notamment, le *Small Business Act*, qui réserve une partie des marchés publics aux PME et facilite leur accès aux prêts, et les dispositions fiscales incitant les universités à créer d'importants fonds de dotation qui bénéficient ensuite au capital-risque.

Une partie des tensions observées en France ou en Europe entre investisseurs et entrepreneurs sont inhérentes à la divergence de leurs intérêts; elles existent donc également aux États-Unis. Pour un investisseur, l'entreprise est, de façon structurelle, un "amour de passage". Il entre au capital pour une période limitée et doit impérativement en sortir pour réaliser son bénéfice. Pour un entrepreneur, au contraire, il s'agit d'une passion

durable. Son objectif prioritaire n'est pas de céder son entreprise ou, du moins, les meilleurs entrepreneurs ne sont pas ceux qui développent leur entreprise avec l'idée de la revendre.

Enfin, lorsqu'on parle du capital-risque aux États-Unis, on a souvent tendance à généraliser à partir de l'exemple de la Californie et du corridor qui va de New York à Boston. En réalité, ces deux grands pôles ne recouvrent qu'une population de cinquante à soixante-dix millions d'habitants, sur les trois cent cinquante millions que compte l'ensemble des États-Unis. La réalité de ce pays, c'est que dans un grand nombre de régions, les entreprises ont du mal à lever de l'argent et les investisseurs, imbus de leur formation financière, n'ont pas d'expérience entrepreneuriale.

En définitive, il se pourrait bien qu'en dépit des apparences, les points communs entre les cultures américaine et française ou européenne soient plus nombreux que les différences. Il doit donc être possible de les réconcilier et de travailler davantage ensemble. Un atout en faveur d'une harmonisation des pratiques est le fait que la jeunesse française et européenne actuelle voyage bien plus que nous ne le faisons au même âge. Elle est plus internationale et a une meilleure perception de ce qui se passe ailleurs, ce qui induit des changements de mentalité. C'est le gage d'un renouveau dans les pratiques.

Le marché est désormais mondial

Travailler ensemble des deux côtés de l'Amérique est d'autant plus indispensable qu'il est désormais de plus en plus difficile, voire impossible, d'envisager un projet technologique destiné à un seul pays ou même à un seul continent.

Dans le secteur de la pharmacie, notamment, le marché d'un nouveau médicament contre tel ou tel type de cancer est nécessairement mondial. Lorsqu'un investisseur veut lancer un nouveau médicament, il doit veiller à sélectionner la meilleure technologie existante, car une fois l'investissement réalisé, il sera difficile, sinon impossible, de changer de technologie. Les investisseurs les plus performants commencent donc par comparer l'ensemble des technologies disponibles, qu'elles soient d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique. Que l'entreprise qui possède cette technologie soit située en France ou dans le Colorado ne fait aucune différence pour eux.

Or, la France possède un très haut niveau d'excellence dans le secteur médical. Elle détient quelques-uns des meilleurs centres de recherche et hôpitaux en Europe, et si les investisseurs procèdent à un *benchmarking* mondial, ils doivent nécessairement s'intéresser aux innovations françaises.

La généralisation de l'approche *hands-on*

Les fonds américains ou canadiens les plus performants ne se contentent pas de sélectionner les meilleures propositions parmi celles qui leurs sont adressées. Ils commencent par identifier les domaines industriels qui leur paraissent les plus intéressants et les plus porteurs. Souvent, ce sont des secteurs présentant une valorisation moyenne, mais susceptible de s'accroître fortement avec le temps. Ils établissent ensuite la liste des entreprises non cotées en Bourse du secteur choisi, puis embauchent des analystes chargés de contacter l'ensemble des entreprises, une par une, et de "traquer" ainsi celles qui sont susceptibles d'être rachetées. Cette méthode peut prendre six mois, un an, deux ans, quatre ans. C'est une démarche très différente de celle que je mettais en œuvre dans mon beau bureau avec vue sur les Champs-Élysées, lorsque j'attendais que des entrepreneurs m'envoient leurs *business plans*.

Cette méthode proactive ou *hands-on* est également pratiquée pour les sorties de capital. Récemment, par exemple, j'ai dû démarcher de nombreuses sociétés pour remplacer une entreprise qui avait renoncé à un accord de codéveloppement pourtant déjà signé. J'en ai identifié trois, et avec celle que nous avons retenue, la transaction s'est avérée trois fois plus rentable que celle prévue à l'origine avec la société qui a fait défaut.

C'est également cette méthode *hands-on* que nous mettons en œuvre pour le développement des sociétés. Teralys a investi en direct dans Lightspeed, une société en croissance rapide qui automatise les points de vente dans les restaurants et les magasins, et qui vient de créer une filiale européenne, SEOshop. L'objectif est de développer cette filiale le plus vite possible et, pour ce faire, nous nous impliquons directement, moi et mes collègues, pour aider le management à identifier les nouveaux marchés à explorer. Si nous voulons atteindre l'accroissement du chiffre d'affaires espéré, nous devons mettre la main à la pâte.

Lorsqu'on ne le fait pas, on s'expose à des expériences difficiles, comme celle que j'ai vécue avec Beyond the Rack, dans le cadre d'iNovia. Cette société canadienne était une imitation approximative du site français Vente Privée, l'un des leaders européens de la vente de produits de déstockage. Elle était très visible dans les médias, à la fois parce qu'elle faisait de la publicité et parce qu'elle embauchait beaucoup. Son chiffre d'affaires est passé rapidement de 50 millions de dollars à 70, puis 100, mais plus les ventes augmentaient, plus l'entreprise perdait de l'argent. Son site web était de mauvaise qualité, les livraisons étaient lentes, le taux de retour important. L'entrepôt où les vêtements restitués étaient stockés représentait la surface de deux terrains de foot et il était très mal géré. Lors des tours de table, les discussions étaient très tendues mais, à l'époque, nous n'avions pas l'approche *hands-on* qui aurait dû nous conduire à demander à certains de nos investisseurs de partager leurs meilleures pratiques avec Beyond the Rack.

À mon sens, l'approche *hands-on* correspond à une tendance de fond et elle devrait se généraliser en Europe. D'ores et déjà, les pratiques des meilleurs fonds d'investissements américains et européens sont presque similaires. Des fonds français comme Partech Ventures ou Sofinnova réalisent une partie de leurs investissements à l'étranger et sont ainsi souvent amenés à co-investir avec des fonds américains, ce qui les oblige à adopter une approche compatible avec celle de ces derniers. Il en va de même pour les fonds canadiens : nous sommes obligés d'adapter nos pratiques d'affaires et de devenir plus interventionnistes ou *hands-on* si nous voulons attirer les investisseurs étrangers dans les tours de table et apporter ainsi une plus-value aux entreprises.

Les défis

Ce que l'on peut craindre, en fait, n'est pas tant le maintien des différences culturelles parmi les investisseurs et entrepreneurs que le maintien des obstacles réglementaires mis en place par les autorités européennes.

La directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), par exemple, vise à ce que les fonds levant du capital en Europe respectent les règles édictées par Bruxelles sur les pratiques d'affaires, sur la capitalisation de la société de gestion, l'enregistrement ou encore le *reporting*, ce que l'on peut comprendre. Mais satisfaire à cette directive coûte entre 300 000 euros et 1 million d'euros. Cette dépense est envisageable pour les plus grands fonds, mais beaucoup moins pour un petit fonds qui gère 200 millions de dollars et souhaiterait lever 20 millions d'euros en Europe. Devant cette contrainte, certains fonds préfèrent jeter l'éponge, ce qui est dommage, car ils auraient pu co-investir avec des fonds européens et ainsi leur permettre de s'exposer aux réalités économiques des États-Unis. Nous souffrons un peu des mêmes excès au Canada. Nous avons tendance à copier la réglementation américaine tout en la modifiant légèrement, dans l'intention de l'améliorer. Il en résulte un niveau supplémentaire de bureaucratie, qui ralentit les opérations.

On peut aussi s'inquiéter d'une éventuelle remise en cause de la mobilité des personnes et du capital en Europe. À la suite des dramatiques événements de cette année, chacun comprend l'exigence de renforcer la sécurité, mais il ne faudrait pas que celle-ci compromette la construction d'un grand marché européen.

Un dernier défi est lié non aux différences que l'on peut observer parmi les investisseurs ou entrepreneurs américains et européens, dont les objectifs sont finalement assez similaires, mais entre ces acteurs et les personnes qui ne connaissent même pas l'existence des problématiques dont nous parlons et ne sont pas conscientes que le monde change et qu'il est de plus en plus ouvert. Ceci pose la question de la pédagogie qui peut être mise en œuvre sur ces thèmes, mais aussi celle de l'organisation du territoire. On observe en effet des tensions croissantes entre, d'un côté, les grandes mégapoles, au sein desquelles se constituent des communautés d'intérêt, et de l'autre, les régions ne disposant pas des mêmes atouts. Au Canada, par exemple, les villes de Vancouver, Toronto, Montréal, sont extrêmement dynamiques, mais le nord de l'Ontario est très dépendant des aléas des mines et du marché des métaux. C'est un sujet de préoccupation pour l'avenir.

La rentabilité du capital-risque

Un intervenant : *Selon les statistiques publiées par la European Venture Capital Association, le rendement moyen du capital-risque est quasiment nul. En France, il est de moins de 1,5% pour une durée de détention des titres de sept ans. De plus, ce rendement très faible est généré par un tiers de retour financier et deux tiers d'estimations comptables. Quant au dernier quartile des cas étudiés, ils subissent des pertes de 12% par an. Qui peut encore avoir envie de se lancer dans le capital-risque ?*

Cédric Bisson : Au Canada, pendant la période de 1995 à 2005, dans le secteur des biotechnologies, le rendement financier du capital-risque a été extrêmement intéressant grâce à quelques excellentes opérations. Pendant les dix ans qui ont suivi, il est tombé à un facteur de 0,8 ou 0,9 par rapport au capital investi. Actuellement, pour Teralys, ce facteur se situe autour de 1,1 ou 1,2 en moyenne pondérée sur l'ensemble de nos mandats de gestion. Aux États-Unis, il est légèrement supérieur, mais avec une polarisation beaucoup plus forte : un petit nombre de fonds génèrent des rendements incroyablement élevés, jusqu'à 10,6, par exemple, pour Axel. Un fonds de fonds comme le nôtre ne peut pas se contenter d'investir dans les meilleurs fonds internationaux. Il se doit de soutenir les fonds locaux, canadiens pour nous et français pour Bpifrance, ce qui a tendance à tirer la moyenne vers le bas.

Int. : *Les risques sont particulièrement importants au stade de l'amorçage. Quelle est votre philosophie à cet égard ?*

C. B. : Je ne crois pas beaucoup à la possibilité, pour un fonds, de se spécialiser dans l'amorçage pur. J'en parle d'expérience, car le premier fonds d'iNovia était un fonds d'amorçage lancé avec plusieurs universités canadiennes. Mais s'il continue à exister aujourd'hui et se porte bien, c'est qu'il finance aussi les phases ultérieures de développement. Créer une entreprise est toujours une aventure, même en dehors de toute dimension technologique, en raison des hommes et des femmes qui la composent et de l'évolution des marchés. Lorsque l'on y ajoute de la technologie, le risque devient énorme. Je ne conçois l'amorçage que dans le cadre d'un fonds *corporate*, accompagné d'aides publiques.

Le critère de la proximité

Int. : *On dit que le capital-risque est un métier de proximité, et c'est d'autant plus vrai si l'on adopte l'approche hands-on. Dans ces conditions, comment un fonds américain ou canadien peut-il investir dans une start-up française, ou réciproquement ?*

C. B. : L'approche *hands-on* ne signifie pas que l'on est chaque semaine physiquement dans le bureau du PDG. La proximité peut être un critère important, mais il n'est pas déterminant. Une étude réalisée par le *Massachusetts Institute of Technology* a même montré une corrélation inverse entre la proximité et le rendement financier de l'investissement. L'explication est simple : plus la société est distante géographiquement, plus les investigations préalables sur la technologie, l'équipe de management ou les co-investisseurs seront approfondies. Quand l'investissement se fait à proximité, on a le sentiment qu'en cas de problème, on pourra toujours intervenir ; on se montre alors sans doute moins prudent. Dans les débuts de la Silicon Valley, on disait que les meilleures transactions se faisaient à moins d'une heure de voiture. Aujourd'hui, les fonds californiens eux-mêmes investissent de plus en plus à Boston et ailleurs.

La question est un peu différente pour l'amorçage : il n'est sans doute pas réaliste de créer une société *ab initio* aux États-Unis lorsqu'on est basé à Paris, ou vice-versa.

Les cleantechs

Int. : *Que pensez-vous des investissements dans le secteur des cleantechs ?*

C. B. : Bien que la lutte contre le réchauffement climatique soit indispensable, ce n'est pas un secteur que je recommanderais aux investisseurs. Son *business model* n'est pas clair et il ne dispose pas de marché coté en Bourse. De plus, les acquéreurs potentiels sont de grands groupes industriels et ils souhaitent acheter des usines pilotes, ce qui nécessite des investissements importants.

Int. : *C'est peut-être la raison pour laquelle les fonds corporate sont en train de jouer un rôle de plus en plus important dans les cleantechs.*

C. B. : Dans ce domaine, on voit davantage de fonds *corporate* en Europe qu'aux États-Unis. Il y a quelques années, tous les grands électriciens américains ou canadiens possédaient une division d'investissement mais, depuis, elles ont toutes été démantelées, alors qu'EDF a conservé la sienne. Cela dit, compte tenu de la raréfaction du capital purement privé dans les *cleantechs*, les fonds *corporate* n'auront sans doute pas d'autre choix que de prendre le relais. C'est ce qui s'est produit pour les biotechnologies pendant le "trou d'air" de 2008-2011. La très grande majorité des compagnies pharmaceutiques américaines se sont dotées d'une division d'investissement.

Des banquiers les mains dans le cambouis ?

Int. : *En français, venture capital se traduit par capital-risque, terme peu engageant pour les investisseurs. Du coup, ceux-ci s'efforcent de minimiser le risque, ce qui est antinomique avec la démarche elle-même. Quant à l'expression hands-on, on peut la traduire par "les mains dans le cambouis". Mais pour que des banquiers français acceptent de mettre leurs mains dans le cambouis, encore faudrait-il qu'ils sachent ce que c'est...*

C. B. : Aux États-Unis aussi, les banquiers sont réticents à la prise de risque : ce n'est pas leur métier. Il me semble préférable que le métier du capital-risque soit exercé par des personnes ayant une expérience mixte, financière et industrielle. Le problème est que l'on trouve sans doute moins de profils de ce genre en Europe qu'aux États-Unis.

Nous avons le même problème au Canada, avec des investisseurs cherchant à minimiser le risque comme s'ils étaient des banquiers, ce qui conduit généralement à l'échec. Une étude menée par Teralys sur ses propres fonds et sur une centaine d'autres fonds a montré que les rendements les plus élevés sont obtenus de deux manières. La première consiste à prendre des participations importantes dans des entreprises risquées (dont la technologie n'est pas aboutie, dont le *business model* n'est pas démontré, etc.) et ce dans les phases amont (mais après l'amorçage). En cas de succès, l'entreprise peut devenir leader de son domaine et les rendements sont alors très élevés. L'autre méthode consiste à investir lorsque le business est déjà bien établi et qu'il s'agit d'aider l'entreprise à croître le plus vite possible.

Au Canada, comme en Europe, les fonds pêchent de deux façons : ils n'ont pas assez le goût du risque pour investir dans les phases amont et ils n'ont pas la taille suffisante pour financer les phases aval. Ils interviennent donc en milieu de chaîne, où les retours sont moindres. C'est pourquoi, chez Teralys, j'incite les gestionnaires de fonds à les faire évoluer soit vers du vrai *venture capital*, soit vers du *capital growth*, sans quoi ils s'exposent au pire des deux mondes.

Le rôle des politiques

Int. : *Estimez-vous pertinent d'associer les politiques (représentants des régions, des départements, des communes) à un projet d'investissement ?*

C. B. : Les politiques doivent venir en soutien à un projet industriel et non en être le moteur. En Italie, quand le groupe Merck a fermé une usine et un centre de recherche de trois cents personnes près de Rome, les pouvoirs publics ont sollicité les fonds d'investissement pour racheter l'usine et embaucher des chercheurs. Mais en l'absence d'un projet de développement clair et d'une logique industrielle, les investisseurs n'ont pas répondu

à l'appel. De même, lors de la fermeture du site d'Aventis à Romainville, des pressions ont été faites pour trouver un investisseur qui reprenne la totalité du site et des employés. Ce genre de démarche ne donne aucun résultat. En l'occurrence, c'est seulement une partie des actifs qui a pu être reprise par plusieurs fonds, dont Sofinnova, pour créer une société baptisée Novexel, qui a ensuite été revendue à Novartis.

Peut-on changer les équipes dirigeantes ?

Int. : *Le hands-on passe-t-il par le fait de changer l'équipe de direction des entreprises financées ? D'après Denis Lucquin, de Sofinnova, chaque fois que les fonds se mêlent du casting de l'équipe, les sorties sont plus mauvaises que lorsqu'ils laissent l'équipe en place, même si celle-ci n'est pas optimale.*

C. B. : On dit qu'une bonne équipe avec une technologie moyenne obtiendra un meilleur résultat qu'une équipe moyenne avec une bonne technologie. Par conséquent, un fonds d'investissement ne devrait investir que dans les entreprises disposant d'excellentes équipes, mais en pratique, on n'a pas toujours la possibilité d'être aussi exigeant et il faut parfois envisager de changer le management. Tout dépend alors de la phase où l'on intervient. En période d'amorçage, les mauvaises pratiques ne sont pas encore ancrées et il est encore possible et souvent souhaitable de modifier le casting. De même, en période d'expansion, on peut parvenir à faire comprendre au créateur de l'entreprise qu'il n'est pas forcément la meilleure personne pour la développer. Pendant la phase intermédiaire, en revanche, il est difficile et risqué de procéder à des changements. Que faire quand on intervient à mi-parcours et que l'équipe n'est pas bonne ? C'est très compliqué, car les mauvaises habitudes sont installées et l'entreprise ne jouit pas encore de la stabilité qui permet d'opérer les transitions en douceur.

Le risque de gestion de fait

Int. : *En France, beaucoup d'investisseurs aimeraient adopter l'approche hands-on, mais le droit le leur interdit. Si un investisseur commence à se mêler de trop près de la gestion de la société et que celle-ci fait faillite, sa responsabilité risque d'être mise en cause.*

C. B. : L'approche *hands-on* ne signifie pas que l'investisseur se mêle de la gestion au quotidien. Certains le font, notamment dans le *private equity* et les LBO (*leverage buy out*), où il peut même arriver qu'un partenaire prenne une fonction exécutive dans l'entreprise. Mais, dans ce cas, le fonds est structuré de façon à couvrir ce type de risque. Cela dit, je ne connais pas, en France, de cas de condamnation pour gestion de fait. Quelle est la jurisprudence ?

Int. : *Il y a vingt-cinq ans, un fonds d'investissement a été appelé en comblement de passif, et cela a traumatisé toute la profession.*

C. B. : Au Canada, nous avons eu un cas également, mais le *hands-on* avait été poussé très loin : l'investisseur prenait des décisions, signait des chèques et embauchait les salariés...

Int. : *La common law est-elle plus souple à cet égard que le droit civil ?*

C. B. : En droit civil, il suffit en principe de l'échange des volontés pour qu'un contrat soit conclu. En *common law*, il faut pour cela un échange concret (un papier, un dollar, un grain de poivre...) et il n'existe aucune obligation tant que cet échange n'a pas eu lieu. Actuellement, une sorte d'acculturation s'est produite et j'ai l'impression que nous raisonnons selon la *common law* mais dans un système de droit civil. Il arrive ainsi qu'un *term sheet* en cours de validation puisse être considéré comme un avant-contrat impliquant des obligations pour les parties même s'il n'a pas encore été définitivement validé. On ne peut pas en avoir le cœur net tant que cela n'a pas été tranché par les tribunaux.

■ Présentation de l'orateur ■

Cédric Bisson : médecin, juriste et financier ; après avoir passé plusieurs années chez McKinsey comme associé principal à Montréal, New York et Paris, puis avoir dirigé les activités de santé chez iNovia Capital, il est devenu associé chez Teralys Capital, qui gère des investissements dans la haute technologie, et contribue à la construction d'un écosystème *venture capital* au Québec.

Diffusion mai 2016
