



Les prises de participations

Olivier Andries, Jean-Laurent Bonnafé

► To cite this version:

Olivier Andries, Jean-Laurent Bonnafé. Les prises de participations. Sciences de l'ingénieur [physics]. 1987. hal-01909853

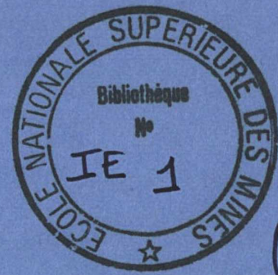
HAL Id: hal-01909853

<https://minesparis-psl.hal.science/hal-01909853>

Submitted on 31 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



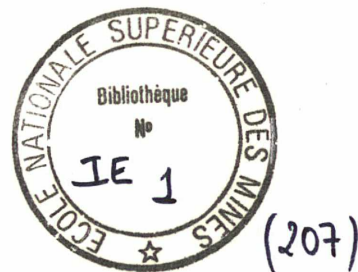
ÉCOLE NATIONALE SUPÉRIEURE DES MINES DE PARIS

LES PRISES DE PARTICIPATIONS

Olivier ANDRIES
Jean-Laurent BONNAFE
Ingénieurs au Corps des Mines

JUIN 1987

Consultation
sur place



REMERCIEMENTS

Nous adressons nos remerciements aux personnes qui nous ont apporté leur collaboration pour la réalisation de ce mémoire:

Monsieur Gérard WORMS, directeur général adjoint à la Compagnie Financière de Suez, ainsi que tous les membres de son équipe et plus particulièrement Monsieur Didier THIBAUT, directeur adjoint. Cette étude n'aurait en effet pas été possible sans une observation directe de la pratique des métiers qui sont décrits ici.

Monsieur François ENGEL, du Centre de Gestion Scientifique de l'Ecole des Mines de Paris, pour son soutien actif et les conseils qu'il a su nous prodiguer.

Les différentes personnes qui ont accepté de nous recevoir et de nous guider dans nos recherches. Il serait trop long de les citer toutes ici, aussi nous en avons dressé la liste à la fin de ce travail.

**Consultation
sur place**

TABLE DES MATIERES

<u>RESUME</u>	page 1
<u>INTRODUCTION</u>	page 2
<u>LA METHODOLOGIE EMPLOYEE</u>	page 4
<u>CAS PRATIQUES</u>	page 6
3 cas de capital-risque:	
- CAPTEURS SA	page 7
- BIOTECHNOLOGY EQUIPMENTS	page 11
- INTERDATA	page 15
1 cas de prise de participation minoritaire:	
- AGORA SA	page 18
<u>LE CAPITAL-RISQUE</u>	page 26
- Définition	page 27
1- Le point de vue de l'actionnariat	page 28
2- Les règles de base et la première sélection	page 30
3- L'expertise	page 35
4- Les structures	page 45

<u>LES HOLDINGS FINANCIERS</u>	page 49
- Préliminaires	page 50
- Introduction	page 51
1- Le repérage des opportunités	page 54
2- Expertise et Négociation	page 57
3- Suivi et Désinvestissement	page 61
 <u>CONCLUSION GENERALE</u>	 page 68
 <u>ANNEXES</u>	 page 70
1 - historique et résultats de ARD.	page 71
2 - la rentabilité des fonds aux USA.	page 79
3 - les introductions en Bourse.	page 82
4 - montants investis en capital-risque aux USA	page 83
5 - le point de vue des entrepreneurs.	page 84
6 - les investissements capital-risque par secteurs	page 86
7 - le plan d'entreprise.	page 87
8 - les modèles d'évaluation des entreprises.	page 93
 <u>LISTE DES PERSONNES RENCONTREES</u>	 page 99

RESUME

Les métiers de prises de participations connaissent depuis quelques années en France une activité sans précédent. Ainsi, les métiers de capital-risque et de capital-développement arrivent à maturité et les métiers traditionnels de compagnie financière se manifestent davantage, avec en toile de fonds une Bourse en plein essor.

L'objet de ce mémoire est l'analyse de ces métiers: pourquoi et comment un financier entre au capital d'une entreprise ou d'un groupe ? En particulier, il s'agit de faire le lien entre la gestion globale de l'opérateur, qui doit remplir certaines exigences de rentabilité et de croissance, et ses choix individuels d'investissement et de désinvestissement.

L'étude du terrain, c'est à dire l'accès à des situations concrètes chez l'un des plus importants opérateurs financiers de la place de Paris, et la rencontre de responsables d'autres intervenants permettent de dégager ici des éléments de réponse dans le cadre de deux métiers particuliers: le capital-risque et les prises de participations minoritaires telles que pratiquées par les compagnies financières.

Ainsi, l'impossibilité d'exercer un contrôle à court terme de l'activité de capital-risque, dont la finalité est la réalisation de plus-values à moyen terme, a conduit de nombreux opérateurs à se structurer sous forme de fonds, supprimant toute hiérarchie et toute pression inutile sur les décideurs. En sens inverse, une compagnie financière, qui doit satisfaire aussi des objectifs à court terme, a recours en permanence à des arbitrages entre différents critères d'investissement, rentabilité à long terme mais aussi rendement courant, degré d'influence dans la gestion de la participation, capacité à partager et monter des affaires avec son affilié.

L'observation montre aussi que la plus grande partie du savoir-faire en capital-risque consiste à concentrer les plus-values sur les très rares affaires gagnantes. Ceci est rendu possible par le fait que ces investissements deviennent moins risqués au fur et à mesure qu'ils se rapprochent du terme de la réussite. Au contraire, le risque est totalement exclu au départ d'un investissement dans l'activité de compagnie financière, ceci étant le fruit de l'analyse financière, et augmente avec le vieillissement de la participation dont le désinvestissement est souvent très difficile car des liens quasi-structurels ont pu s'établir. Le savoir-faire et la vigilance de l'opérateur doivent surtout s'exercer à ce niveau.

INTRODUCTION

Le secteur financier connaît depuis le début des années 1980 une activité d'une ampleur inconnue jusqu'alors: création de nouveaux outils pour les investisseurs, création du second marché boursier, création du marché à terme d'instruments financiers ou MATIF. Certaines pratiques comme l' OPA (offre publique d'achat) , autrefois considérées en France comme exceptionnelles, sont plus fréquentes. En un mot, les comportements sont devenus plus actifs , voire plus agressifs.

En réponse à cette dynamique nouvelle et une Bourse en confiance où les capitalisations des affaires ont beaucoup monté, les métiers d'investisseurs en fonds propres se renforcent, se structurent et se diversifient pour ne pas manquer les opportunités qui se dessinent. L'activité traditionnelle de prises de participations des compagnies financières devient plus vigoureuse; les holdings financiers ou industriels aux vocations multiples fleurissent et les activités de capital-risque ou de capital-développement prennent leur essor.

L'objet de ce mémoire sur les prises de participations est l'étude de différents métiers d'investisseurs en fonds propres. Notre objectif est de décrire ces métiers, leurs techniques propres d'investissements et plus particulièrement le processus de décision : comment et pourquoi le financier intervient en fonds propres ? Notre démarche a été concrète, par l'étude de situations pratiques comme il est expliqué plus loin dans la description de la méthodologie employée pour la réalisation de cette analyse.

Privilégiant une approche pratique, notre étude est donc limitée à deux métiers : le capital-risque et les prises de participations minoritaires des holdings financiers dans des groupes industriels.

Dans une première partie, nous exposons quatre des situations d'investissement que nous avons pu observer. Les trois premières situations sont consacrées au capital-risque et permettent de donner une idée de ce qu'est cette activité en France aujourd'hui. La quatrième situation est relative à l'activité traditionnelle d'une compagnie financière comme Suez.

Les deuxième et troisième parties sont consacrées respectivement à une analyse des comportements observés dans les deux métiers qui nous intéressent ici. Plusieurs points fondamentaux ont attiré plus particulièrement notre attention: le rôle et les limites des approches financières; l'importance des relations de confiance et la question de la responsabilité dans les choix opérés; le lien éventuel entre la conduite globale, les objectifs, de l'opérateur financier et les choix individuels. Ces thèmes sont repris successivement au fil de l'analyse.

METHODOLOGIE

Afin de mener à bien cette étude nous avons favorisé une approche pratique consistant à suivre en temps réel des décisions de prises de participations , de type capital-risque ou participations minoritaires dans des groupes industriels. Cette expérience a été menée pendant plusieurs mois en travaillant avec une équipe de chargés d'affaires chez l'un des opérateurs principaux de la place, aussi bien par la taille que par la diversité des affaires traitées.

Cette approche permet une observation précise des situations d'investissement et présente quelques avantages précieux , parmi lesquels un bon accès aux règles de base du processus de décision et aux exigences et contraintes liées aux structures . Mais cette approche présente également un inconvénient important, limitant notre champ d'étude à un seul opérateur , à une seule "culture". Aussi avons nous recherché des points de comparaison en donnant une large part à des contacts extérieurs avec d'autres intervenants . Cette démarche se prêtait très bien au cas du capital-risque grâce au nombre important d'opérateurs.

Ainsi donc , nous avons passé quelques mois à la Délégation Générale aux Affaires Industrielles de la Compagnie Financière de Suez, en travaillant avec les membres de l'équipe de G. WORMS. Nous avons commencé par analyser un modèle d'évaluation des entreprises que nous avons appliqué à cinq grands groupes industriels. Puis nous avons assisté quelques chargés d'affaires dans l'étude de dossiers de capital-risque ou de capital-développement : rencontres avec des entrepreneurs, études de marché, divers entretiens avec des responsables juridiques ou comptables en particulier, accès à des dossiers divers: notes d'agents de change sur différentes sociétés , études de banque sur des sociétés , notes concernant des participations en cours. Enfin nous avons pu vivre la progression de prises de participations minoritaires, pour des montants plus élevés, en assistant aux réunions hebdomadaires des membres de cette équipe.

Nous avons complété ceci par des entretiens avec des banques d'affaires, des sociétés de capital-risque, des gestionnaires de fonds , mais également des holdings industriels , des compagnies d'assurances, des organismes publics et des entrepreneurs. Enfin, nous avons consulté les rapports existants sur le capital-risque en France , afin d'avoir accès aux données macro-économiques.

La liste des personnes rencontrées se trouve en annexe. Elle est limitée aux intervenants financiers, les contacts avec des entrepreneurs ayant pris place dans des situations souvent en cours actuellement.

CAS PRATIQUES

Nous attirons l'attention du lecteur sur le caractère confidentiel des éléments auxquels il est fait référence par la suite.

CAPTEURS S.A.

CAPTEURS S.A. est une PMI de 40 personnes qui a trois activités dans le domaine fibre-optique laser:

- distribution de produits (lasers et équipements fibres optiques)
- services : conseils et recherche exploratoire
- R&D et vente de ses propres produits

la stratégie de CAPTEURS est de financer sa R&D par la distribution en attendant que ses propres produits soient vendus à une échelle suffisante . 20% du chiffre d'affaires sont dépensés aujourd'hui en R&D.

CAPTEURS recherche 1 250 000 \$ afin de financer des coûts de R&D, de diminuer son endettement et d'augmenter son besoin en fonds de roulement. Le montage proposé est la création d'un holding qui posséderait 30% du capital de CAPTEURS. 20% du capital de cet holding seraient détenus par une société américaine dont les produits sont actuellement distribués par CAPTEURS, les 80% restant étant détenus par de nouveaux investisseurs ; aujourd'hui, le capital de la société CAPTEURS est détenu entièrement par la famille du dirigeant M. A. Il faut souligner ici qu'un tel montage financier pourrait poser des problèmes de liquidité aux nouveaux investisseurs, liquidité étant ici entendant au sens de la sortie à terme.

Le chiffre d'affaires en 1986 est d'une trentaine de millions de francs pour un résultat de 0,7 MF . 50% du chiffre d'affaires proviennent de la distribution de lasers d'une unique société californienne (qui n'est pas celle qui veut rentrer au capital) sur la base d'un contrat annuel; la rupture de ce contrat paraît improbable au dirigeant M. A.

L'équipe dirigeante provient de l'université ou des grandes écoles et chacun a une longue expérience de laboratoire. Cependant le directeur du marketing a une expérience de 9 ans dans le domaine de la vente. Cette équipe est connue dans les milieux scientifiques.

Les produits sont des capteurs à fibres optiques surtout . Ils sont susceptibles de remplacer d'autres capteurs , en particulier électroniques, sans danger d'explosion dans des environnements dangereux et avec plus de fiabilité . La société est considérée comme l'un des leaders

mondiaux et le leader en France .

On peut donc utiliser ces produits dans des centrales nucléaires ou chimiques, des gazéoducs ou oléoducs, ou autres applications militaires . Le marché mondial représenterait 1 milliard de dollars vers 1993.

CAPTEURS produit une large gamme de capteurs . Pour la plupart d'entre eux , il existe des problèmes d'antériorité sur des brevets détenus par des grands groupes. D'autres produits sont commercialisés par CAPTEURS , comme un gyroscope et un écran tactile à ondes guidées . Dans tous les cas l'évolution technique est très rapide et le cycle de vie des produits relativement bref, parfois trois ans.

Les clients actuels sont les grands groupes français (Elf, EDF, CEA, Matra, Thomson). Malgré quelques contrats de distribution pour les prototypes de CAPTEURS passés à l'étranger (USA, Japon), il n'y a que quelques commandes de prototypes en France. Une concurrence sérieuse existe , bien que les produits CAPTEURS soient plus avancés technologiquement.

La lecture du plan d'entreprise soulève quelques questions, parmi lesquelles on peut citer les points suivants :

- les problèmes de propriété industrielle
- la position de distribution a quelques points de faiblesse: la trop grande dépendance vis à vis d'une seule société et une pression sur la marge qui risque de s'exercer de la part d'autres sociétés dont les produits sont également distribués par CAPTEURS. Enfin CAPTEURS n'est pas la première société distributrice de matériels optiques en France.
- Aucun détail n'est donné par produit concernant les ventes prévisionnelles ou les parts de marché visées. Seuls des données globales apparaissent: taille du marché et prévisions de compte de résultat.
- La plus grande partie du chiffre d'affaires est réalisé par la distribution et le sera encore en 1993.

Ce dossier est présenté par des Américains , ceux-là mêmes qui veulent rentrer au capital. Une entrevue est décidée avec eux et M. A. L'entrevue se passe en anglais . Les Américains ont également contacté d'autres investisseurs potentiels ; ils déclarent avoir beaucoup de considération pour M. A., avec qui ils ont toujours travaillé sans aucun conflit.

M. A. cite quelques projets en cours où les capteurs fibres

optiques sont utilisés: pipeline en Alaska, terminal méthanier au Japon; De plus il explique que certaines catastrophes comme Bhopal ou TMI auraient pu être évitées car les capteurs fibres optiques sont plus sensibles, moins dangereux et il est possible d'en monter beaucoup plus sur un réseau.

Après la présentation des produits , l'entretien est consacré à la présentation des marchés; la situation est complexe car les segmentations sont importantes. M.A. apporte les documents manquants concernant les prévisions par produits.

M.A. n'est pas totalement convaincant à propos des problèmes de propriété industrielle et des contrats de distribution. Ces points devraient faire l'objet d'une vérification approfondie si l'expertise est décidée.

Une question est alors posée concernant l'écran tactile à ondes guidées. M. A. décrit le produit qui paraît être performant , peu cher et susceptible de remplacer les écrans à claviers beaucoup plus fragiles. M. A. ne développe pas d'effort commercial sur ce produit qui n'entre pas dans la gamme des capteurs optiques dont CAPTEURS cherche à faire son activité principale.

A la fin de l'entretien , M. A. déclare qu'il désire un engagement rapide, dans les trois semaines, et invite le chargé d'affaires à visiter son entreprise et à rencontrer les autres responsables de la société avant ce délai.

L'entreprise paraît sérieuse et les capacités techniques de l'équipe bonnes . Mais l'étude complète et sérieuse du projet demanderait un délai qui n'est pas compatible avec les exigences de l'entrepreneur . Beaucoup d'éléments sont à vérifier, en particulier les prévisions de marché, et de nombreux contacts sont à prendre. Le niveau de rentabilité paraît cependant un peu faible et la proposition de montage financier est contraignante: elle nécessiterait une contre-proposition, par exemple un investissement en direct dans la seule activité de développement des capteurs optiques, sans la distribution.

Le chargé d'affaires ne pourra aller visiter l'entreprise dans un délai aussi bref; enfin, la société américaine , dont CAPTEURS distribue les produits , qui est dans un secteur relativement voisin et qui s'apprête à investir dans CAPTEURS, a un résultat 1986 déficitaire, ce qui ne conforte pas le sentiment général du chargé d'affaires. Le dossier est clos.

Ceci est une bonne illustration du processus d'élimination des dossiers de capital risque chez un investisseur dont les critères de rentabilité financière sont élevés et qui est soumis à des contraintes de temps.

BIOTECHNOLOGY EQUIPMENTS

B.E. est une société britannique fondée il y a une quinzaine d'années en tant que distributeur de matériels d'équipements , en particulier des fermenteurs BIOTECH , destinés à l'industrie des biotechnologies. En 1980 , son actionnaire principal M. G. prend la direction de la société et met en place une nouvelle politique visant à élargir la gamme de produits, à internationaliser l'implantation de la société et à se doter de moyens de production.

Aujourd'hui B.E. a deux filiales de production importantes:

- LYOSUISSE, société suisse, quatrième fabricant européen de lyophiliseurs.

- BIOTECH, société française , second fabricant européen de fermenteurs, rachetée à la suite d'un dépôt de bilan.

Depuis 1980 , la croissance du groupe a été régulière hormis l'exercice 1985 , année de la reprise de BIOTECH et les exercices ont toujours été bénéficiaires. B.E. fait en 1986 un chiffre d'affaires de 5 millions de livres sterling, dont 80% en Europe et 20% aux USA , réparti comme suit:

- 60% pour fermenteurs
- 25% pour lyophiliseurs
- 15% pour négoce et divers

B.E. a une bonne équipe dirigeante constituée de professionnels confirmés et M.G. lui-même a une expérience de 30 ans de direction dans le domaine des équipements scientifiques.

B.E., dont le capital est entièrement détenu par l'équipe dirigeante, fait appel au capital-risque en vue de financer une augmentation de la pénétration commerciale aux USA , en Allemagne et au Japon , mais également le développement de nouveaux produits avec système automatique de conduite de procédés. Le plan de financement fait apparaître un besoin sur 3 ans de 1 million de livres, dont un apport en fonds propres pour la moitié environ. L'affaire parvient dans notre organisme d'accueil par un de ses chargés d'affaires qui avait négocié la reprise de BIOTECH par B.E.

Après lecture du business plan et dès les premiers contacts ,

l'affaire paraît intéressante pour les raisons suivantes invoquées : perspectives de marché, forte équipe de management (en particulier M.G.) et une stratégie claire. Une possibilité de plus-value est envisagée par introduction en Bourse à l'USM (Unlisted Securities Market: second marché londonien) vers 1990. La négociation porte sur 10% du capital.

Le dossier est suivi par deux chargés d'affaires. A ce stade, le sentiment est positif. Une enquête de marché est donc décidée afin de confirmer ce sentiment et de vérifier les prévisions qui apparaissent dans le business plan . Ces vérifications doivent être faites auprès des clients de B.E. en Europe et aux USA, qui sont des sociétés de biotechnologie ainsi que de correspondants industriels des 2 chargés d'affaires qui suivent le dossier, mais également dans des rapports de prévisions sur l'industrie de la biotechnologie en général. On cherche avant tout à dégager un avis général sur les produits de B.E. par consultation d'utilisateurs et d'experts. De même on cherchera à se faire une idée des grandes tendances du marché: taille future, exigences sur les produits, segmentation, et concurrence.

Il ressort de cette enquête que:

-Les fermenteurs de 2 à 1000 litres produits en France sont destinés au marché de la R&D et des installations pilotes pour la fermentation classique (bactéries, vaccins, enzymes) et les cultures cellulaires. Ces fermenteurs sont très fiables et le service après vente est excellent, même aux USA.

Il n'existe que deux concurrents sérieux : un fabricant suisse, leader sur le marché , ayant une forte réputation pour les fermenteurs de gros volume mais un service après vente moins remarquable; un fabricant américain, leader aux USA, dont la technologie est dépassée et qui perd ses parts de marché national au profit des fabricants européens dont la percée aux USA est significative. Quelques autres concurrents , surtout présents sur leur marché national, ont une part du marché mondial qui reste marginale. Le marché actuel est confirmé à 80 millions de dollars et augmente à un taux de 20%, malgré une crise passagère de confiance dans les biotechnologies ; il devrait atteindre 150 à 200 millions de dollars en 1990. B.E. détient 15% du marché européen et 7% du marché américain.

-Les lyophilisateurs produits en Suisse jouissent d'une bonne réputation en Suisse et en Angleterre pour les matériels de laboratoire , mais le marché européen est dominé par 3 concurrents sérieux. Le marché américain est dominé par des fabricants américains et aucune société européenne n'y est présente.

Le marché atteint 30 à 40 millions de dollars et en croissance de 10% par

an .

A partir de ces quelques estimations , les chargés d'affaires vont dégager un futur raisonnable de la société à l'horizon 1990. Quelques hypothèses, qui reflètent des objectifs dont on pense qu'ils sont à la portée de l'équipe dirigeante , permettront d'évaluer la rentabilité potentielle de l'investissement. C'est sur la base de cette évaluation que s'effectuera la négociation d'entrée si la rentabilité est jugée correcte.

Un exemple de cheminement pourrait être le suivant:

Pour les fermenteurs, qui constituent l'activité principale de B.E. , un marché américain en 1990 de 100 millions de dollars et une part de marché de 10% en progression par rapport aux 7% présents, progression réalisable grâce à la faiblesse du concurrent américain , puis un marché européen 1990 de 75 millions de dollars et une part de marché de 15% identique à celle d'aujourd'hui, hypothèse conservatrice prudente. Ceci permet quelques prévisions de ventes pour les fermenteurs.

A ceci on peut rajouter les prévisions de ventes de lyophilisateurs et on obtient ainsi une prévision de chiffre d'affaires de 15,5M£ pour 1990. Avec une marge, également prudente, de 5% du chiffre d'affaires, le résultat net peut se monter à 775K£ en 1990.

Sur une hypothèse d'introduction en Bourse à un PER de 13, multiple moyen sur les Bourses actuelles, la valeur de B.E. en 1990 serait de 10,1M£. On rappelle ici que le PER ou Price Earning Ratio est le rapport entre la valeur d'une action et le bénéfice net par action de la société; on le cite également sous le terme de multiple. Il suffit alors de prendre un taux d'actualisation de 25% sur la période , taux minimum exigé pour des investissements de capital-risque, pour obtenir la valeur maximale 1987 accordée à la société. Cette valeur, qui permet d'établir le prix d'entrée sur la base d'une rentabilité minimale exigée et d'une situation future raisonnable, serait de 4,16M£.

Les chargés d'affaires se proposent en fait de valoriser aujourd'hui B.E. à un PER de 9,5 sur la base des résultats 1987 , ce qui donne 3,6M£. Ainsi la fourchette de négociation ira d'une valorisation de 3,6M£ à une valorisation maximale de 4,16M£ de la société.

La valorisation de 3,6M£ permet de calculer le premier prix d'entrée qui sera proposé :

Si l'investisseur veut détenir 10% du capital après l'apport de fonds propres, il doit investir :

$$3,6 \text{ M£} / 0,9 * 0,1 = 400 \text{ K£}$$

La négociation se porte sur un prix d'entrée de 400K£ pour 10% du capital et l'investisseur acceptera d'aller jusqu'à :

$$4,16 \text{ M£} / 0,9 * 0,1 = 460 \text{ K£}$$

Une liste des points forts et des points faibles est ainsi établie en vue de préparer l'entrevue prochaine avec le dirigeant M.G. De même, une analyse détaillée des bilans prévisionnels soulève quelques questions; peu d'incohérences apparaissent; l'évolution des frais financiers, des frais de ventes, du besoin en fonds de roulement ou de la marge brute, l'influence de la chute du dollar sont des points importants; la marge brute couvre-t-elle les besoins de financement? Néanmoins, les prévisions des chargés d'affaires recoupent assez bien celles du business plan, ce qui est un point positif pour le dirigeant.

Ainsi lors de l'entrevue, les points faibles et les questions soulevées lors de l'étude des bilans prévisionnels seront abordés, ce qui permettra d'étudier les réactions du dirigeant. Sa capacité à répondre sur ces points formera la base du jugement des chargés d'affaires.

L'entrevue se déroule parfaitement et M.G. sait inspirer la confiance aux chargés d'affaires. On s'accorde sur les prévisions et on y parle des conditions d'entrée ci-dessus; mais la décision doit être prise très rapidement car plusieurs investisseurs sont en concurrence;

-Quatre investisseurs britanniques, dont Barclays qui assure déjà le bas de bilan de B.E.

-Un investisseur français (notre organisme d'accueil) a-priori préféré par B.E. parce que ses exigences d'entrée, au niveau de la part de capital demandée, sont les moindres et parce le fait d'avoir un actionnaire français peut conforter l'image internationale du Groupe, et les relations que B.E. entretient avec le marché français sur lequel sa filiale française assure la majeure partie du chiffre d'affaires.

Après cette entrevue, les chargés d'affaires prennent la décision de présenter le dossier à la Direction Générale. Le dossier est accepté.

INTERDATA

INTERDATA a pour activité la location-vente de matériels informatiques (ordinateurs moyen et haut de gamme) . La société ne possède pas tout le matériel qu'elle loue. Son capital est entièrement détenu par l'équipe dirigeante . Elle occupe une quarantaine de personnes aujourd'hui avec un chiffre d'affaires avoisinant les trois cent millions de francs et un résultat net de 5MF. La société prévoit un résultat 1987 de 8,4 MF et un résultat 1988 de 11MF dont 30% sera distribué. La clientèle est de première qualité (grands groupes industriels ou financiers).

La politique de la société est de privilégier le long terme en se souciant de sa réputation et en évitant les risques pris au niveau des valeurs résiduelles de machines en fin de contrat . Cette politique fidélise les clients . Le parc global de la société est constitué à 30% d'unités centrales , 40% périphériques et 30% télécoms et terminaux.

En taille , la société réalise le dixième des ventes du leader. Elle souffre d'un manque de fonds propres car sa situation nette est de 8,3MF. L'opération proposée est de :

- 1) entrer au capital à hauteur de 26% en augmentant les fonds propres de 20 MF.
- 2) introduire le titre au second marché en octobre 1987.

Deux offres concurrentes proviennent de banques . L'une a fait l'objet d'une analyse financière aboutissant à une valorisation de 100 MF. On peut s'étonner de la différence entre cette dernière valorisation et la situation nette ou valeur comptable. En fait, une telle différence est tout à fait normale pour des sociétés de services, en particulier dans le domaine informatique: c'est ce que les Anglo-Saxons appellent le *goodwill*, notion proche des éléments incorporels et estimé en fonction de la rentabilité future de l'entreprise.

L' intention des dirigeants est de rester dans l'affaire. Le dossier paraît intéressant au chargé d'affaires qui suit le secteur électronique. Il est à noter que seul un chargé d'affaires connaissant l'activité et la manière dont on y gagne de l'argent peut vraiment conduire l'expertise sur un tel dossier; le rapport du chargé d'affaires présente en effet une grande technicité et il n'est certainement pas facile pour un

profane de mesurer la place relative de la société par rapport à la concurrence, par exemple sur la politique de valeurs résiduelles .

Le chargé d'affaires émet donc une première proposition auprès des holdings financiers filiales de notre organisme d'accueil, qui peut ainsi bénéficier d'un effet de levier sur ses possibilités d'investissements: le fait de faire participer ces holdings filiales permet de démultiplier les capacités financières lorsque les filiales ne sont pas détenues à 100%; par exemple lorsque les filiales sont cotées , le public "cofinance" l'investissement. La technique de l'effet de levier est très utilisée par les investisseurs en fonds propres.

Le détail de cette proposition , consistant en un investissement de 38,45 MF pour 26,88% du capital , est le suivant:

1) en mai 1987: achat de 15% du capital pour 18,45MF sur la base d'une valorisation de 123MF .

2) en juin 1987: augmentation du capital de 20 MF réservée aux investisseurs qui détiendront 26,88% , en valorisant à 17 fois les résultats 1987;

$$17 \times 8,4 = 143 \text{ MF}$$

3) en octobre 1987: introduction en bourse sur la base d'une valorisation à 17,8 fois les résultats 1987 ou 13,6 fois les résultats 1988. Les 10% introduits proviendront pour moitié des actionnaires actuels et pour moitié des investisseurs.

Les investisseurs détiendront alors 21,88% du capital et le chargé d'affaires pense que le multiple boursier atteindra rapidement une valeur d'équilibre de 23 à 25 dès la première année de cotation au second marché. Ce multiple représente le rapport entre la valeur boursière de la société et le bénéfice net. Sur cette base , la société devrait capitaliser 253 MF en 1988 , soit une plus-value de 75% sur le prix d'entrée.

Les investisseurs conserveront toute liberté à l'intérieur des clauses habituelles du pacte d'introduction en Bourse . Les risques sont une dégradation du contexte boursier , en particulier le second marché et une incertitude sur les résultats futurs de la société .

Le chargé d'affaires considère en fait que la valeur est chère mais de qualité. Une discussion interne au groupe est engagée avec deux holdings filiales de capital-risque. Elle s'avère difficile car les multiples enregistrés sur la Bourse de Londres pour les sociétés du secteur sont de

12-13 , tirés par les résultats du leader dont la politique de valeurs résiduelles est beaucoup plus risquée. L'une des filiales accepte de s'engager sur la base d'un multiple de 15-16 alors que la seconde cherche à tirer le prix d'entrée vers le bas afin de rejoindre les tarifs boursiers du moment, soit 12-13. Mais même sur la base d'un multiple de 15 , il n'est pas évident que les dirigeants de l'entreprise acceptent la proposition.

Cette opération est un cas typique de l'évolution financière du métier de capital-risque. Il ne s'agit plus ici de financer une entreprise en phase de démarrage ou de première croissance, mais de réaliser une plus-value à relativement court terme , en introduisant en Bourse avec un risque non négligeable une société qui a , certes, déjà fait ses preuves , mais qui ne possède que peu d'actifs. La situation présente n'exclut pas une perte partielle de l'investissement.

L'investisseur prend un risque ici moins sur l'équipe dirigeante ou sur le produit que sur l'évolution du contexte boursier. En particulier, l'avantage relatif dont peut être créditée l'entreprise, qui a une attitude prudente, ne sera pas obligatoirement valorisé par la Bourse. Il est alors possible qu'une baisse des cours sur un concurrent "moins sage" , baisse justifiée, se répercute sur le cours d'introduction et l'évolution future.

AGORA S.A.

AGORA est un groupe européen de distribution , second sur son marché national. Les produits distribués sont surtout des produits alimentaires. Il y a quelques années le groupe a pris le contrôle d'une chaîne de supermarchés américaine: FOOD AGORA INC. Cette filiale est dans les vingt premiers distributeurs américains et est un des leaders aux USA en termes de croissance et de rentabilité depuis 10 ans, avec un taux de croissance de 25 à 30% par an. AGORA en a acquis le contrôle avec 46% des parts et 50% des droits de vote. Cette participation génère 60% du chiffre d'affaires consolidé et 80% du résultat net consolidé du Groupe. Malgré des résultats en Europe assez stables, le chiffre d'affaires du Groupe a progressé au taux de 18% en moyenne ces dernières années , en francs constants, tiré par les performances de la filiale américaine. Le groupe possède également une participation de 40% dans une chaîne portugaise, et a pu profiter d'opportunités de diversification en Europe (produits frais en service, libre-service de produits d'hygiène et de beauté). AGORA gère surtout en Europe des supermarchés de taille 1500/2000 m² . Le concept marketing est fondé sur des produits de qualité et un accueil irréprochable de la clientèle. FOOD AGORA aux USA fait peu de non-alimentaire (seulement des produits d'hygiène et de beauté) et propose les prix les plus bas; ses concurrents sont locaux.

Le capital du Groupe est détenu par la famille des fondateurs à hauteur de 36%, le reste étant détenu par des institutionnels et le public. Un des institutionnels propose la revente de 6% du capital au cours de 425 FF, soit un montant global de 250 millions de FF. Le cours proposé est en deçà de la cotation officielle. L'affaire parvient dans notre organisme d'accueil par l'intermédiaire d'un consultant extérieur.

Le marché national de AGORA paraît saturé. L'avenir du Groupe se joue donc sur la croissance externe , en particulier FOOD AGORA est une bonne base pour des acquisitions aux USA. En 1986 , le résultat net hors USA du Groupe est de 48 MFF, soit une marge de 0,5% sur le chiffre d'affaires. Les estimations des notes d'agents de change , comme des dirigeants du Groupe, sont que les résultats 1987 seront identiques. Le résultat aux USA, par contre, est en 1986 de 60M\$, ou 360MFF, soit une marge exceptionnelle de 2,5% sur le chiffre d'affaires. Ce résultat, d'après

les prévisions de croissance, devrait atteindre 80M\$ en 1987.

On obtient ainsi, avec 1\$ = 6 FF:

Résultats estimés	86	87
FOOD AGORA total	62M\$	80M\$
part Groupe 45%	28M\$ (167MFF)	36M\$ (216MFF)
AGORA SA	48MFF	48MFF
	215MFF	264MFF

Aujourd'hui FOOD AGORA est cotée à un multiple exceptionnel de 28 fois le résultat estimé 1987, vu les perspectives de croissance et de rentabilité. En valorisant la branche européenne à 10 fois le résultat net courant, le Groupe subirait une décote de holding de 33% au prix proposé par les vendeurs. En ramenant la valorisation de FOOD AGORA à un multiple de 20 fois les résultats 1987, estimation prudente, la décote de holding est ramenée à 10%.

Au cours de 425 FF, le Groupe est valorisé à 20 fois le résultat 86 et 16,5 fois le résultat estimé 87.

Au cours de 400 FF, le Groupe est valorisé à 19 fois le résultat 86 et 15,5 fois le résultat estimé 87.

Une analyse concurrentielle aux USA montre que FOOD AGORA possède la meilleure marge du secteur, le meilleur retour sur investissements (ROA: return on assets), la meilleure rentabilité sur fonds propres (ROE: return on equity), et la croissance la plus importante. FOOD AGORA met l'accent sur le contrôle rigoureux des coûts.

Ces résultats remarquables sont liés à 5 facteurs clés:

- une politique d'achat performante (forward buying)
- un personnel non syndicalisé
- des positions concurrentielles locales exceptionnelles
- un management de qualité
- une image consommateur de leader sur les prix.

Par sa croissance à la Darty, FOOD AGORA a dépassé en taille

et en rentabilité sa maison-mère. Actuellement, FOOD AGORA gère 400 magasins et devrait atteindre rapidement 600 à 700 magasins en entrant dans le club des 5 plus gros distributeurs américains, sans que les conditions de sa réussite soient perturbées. Le management de FOOD AGORA possède 10% du capital et est très motivé.

L'analyse concurrentielle effectuée aux USA par le consultant extérieur par lequel l'affaire est arrivée, qui est également le conseil en stratégie de AGORA, est élogieuse, tout comme les notes d'agents de change américains :

- " Value Line" indique que la croissance, qualifiée d'exceptionnelle, devrait se poursuivre pendant au moins cinq ans. De plus la marge réalisée est le double de la norme sectorielle.
- " L.F.Rothschild" indique que le concept actuel est très rentable.
- " Goldman Sachs" indique que la seule concurrence potentielle à craindre est celle des hypermarchés , concurrence peu probable à court terme . Le danger le plus grand pour l'avenir proviendrait d'une hausse notable des taux d'intérêt , freinant les plans de développement et réduisant par là-même les opportunités. Cette note considère enfin que la culture d'entreprise y est digne du " Prix de l'excellence " et parle de croissance sans précédent.

L'investissement paraît attrayant, surtout parce que le Groupe détient un actif très valorisant dans une affaire U.S. remarquable, avec un taux de croissance de 25-30%, tirant les résultats du Groupe comme on a pu le voir ci-dessus. L'élément déterminant est donc la croissance de cette filiale américaine.

Outre l'analyse financière classique en terme de PER (cf cas précédent pour la définition) , une analyse par un modèle d'évaluation des entreprises est décidée (cf annexe sur ces modèles). Il faut alors prendre la précaution de séparer les activités U.S. et hors U.S. dont les caractéristiques diffèrent notablement. Le modèle appliqué ici prend comme valeur de revente la valeur comptable ou situation nette au moment du désinvestissement. Nous verrons d'ailleurs que le choix de la valeur de revente peut conduire à des résultats très différents, aussi faut-il être prudent sur ce choix.

Sur FOOD AGORA , les hypothèses sont les suivantes:

- situation nette actuelle : 305 M\$
- dividendes: 10% du résultat
- rentabilité sur fonds propres: 23%
- visibilité (horizon de sortie) : 10 ans

On obtient une valeur objective de la filiale US de 750M\$.

La capitalisation boursière , à 14\$ par action , est de 2240M\$, soit trois fois la valeur objective obtenue, ce qui est très cher, mais justifié. Nous reviendrons toutefois sur cette évaluation.

Sur les activités européennes:

- situation nette actuelle : 368 MFF
- dividendes: 100% du résultat
- rentabilité sur fonds propres: 10%
- visibilité (horizon de sortie) : 10 ans

Il n'y a donc pas de croissance, puisque tout le résultat est distribué.

On obtient une valeur objective de la branche européenne de 416 MFF.

Puisque la filiale US est détenue à hauteur de 45%, la valeur objective totale du Groupe est de:

$$V.O. = 0,45 \times 6 \times 750 + 416 = 2441 \text{ MFF}$$

avec 1\$ = 6 FF

La capitalisation boursière du Groupe est de 4832 MFF, à 472 FF l'action, cours affiché au moment de la proposition, soit un peu moins de deux fois la valeur objective obtenue du Groupe.

Le rapport CB/VO, soit la capitalisation boursière sur la valeur objective, est inférieur à celui obtenu pour la filiale américaine seule, ce qui souligne encore une fois la décote de holding. Il apparaît ici qu'il est plus avantageux d'investir dans le holding industriel européen plutôt qu'en direct dans la filiale américaine. Néanmoins le rapport obtenu ne paraît pas encore, tel qu'il est, très favorable à une prise de participation.

Ce qui est remarquable par contre, c'est que la valeur d'actifs des participations obtenue en réévaluant le seul actif FOOD AGORA est de:

$$0,45 \times 6 \times 2240 = 5808 \text{ MFF} ,$$

soit 20% de plus que la capitalisation boursière du Groupe (4832 MFF).

Une remarque est que l'on peut corriger le résultat CB/VO obtenu précédemment sur le modèle, en prenant comme valeur de revente, non pas la situation nette, mais un multiple du résultat, par exemple 10 fois (multiple de maturité). Cette valeur de revente paraît plus réaliste. On obtient, avec cette correction, un rapport CB/VO voisin de 1 pour le Groupe; ceci signifie une rentabilité de l'investissement, sur des hypothèses prudentes, voisine de 10%. Cette remarque relativise quelque peu l'utilisation des modèles pour évaluer une entreprise; un changement de l'un des paramètres, changement pouvant refléter une opinion différente de la situation, a une influence assez importante sur le résultat de l'évaluation. Il est clair qu'il faut rester prudent dans l'utilisation de tels modèles.

L'analyse financière classique, beaucoup plus fréquente lors de l'étude d'une prise de participation, raisonne par contre en termes de PER pour fixer une valeur juste de l'action. Elle donnerait les résultats suivants:

-une évaluation actuelle:

14\$ par action FOOD AGORA, soit une capitalisation boursière de 28 fois le résultat estimé 1987. La part du Groupe est de 45%, soit un montant de 1000 M\$.

La valeur de la branche européenne, à 10 fois les résultats 1987, soit 480 MFF.

Avec un dollar à 5FF, on obtient une valorisation de l'action de 538 FF.

Avec un dollar à 6FF, l'action vaudrait 653 FF.

-une évaluation prudente:

Une valeur FOOD AGORA à 20 fois le résultat 1987, soit 10\$ par action. La part de groupe est alors de 725 M\$.

Soit pour un dollar à 5FF, une valorisation de l'action du Groupe de 400 FF et pour un dollar à 6FF, une valorisation de 472 FF.

Sur ces dernières bases , les chargés d'affaires ont 10 jours pour présenter le dossier au Comité des Participations. Il est certain que la confiance accordée au consultant extérieur , par qui est arrivée l'affaire, a joué un rôle prépondérant dans la prise en considération du dossier. Notre organisme d'accueil travaille en effet depuis longtemps avec ce consultant et , si ce passé commun n'avait pas existé, le dossier aurait probablement été accueilli différemment.

On désire d'abord négocier une légère décote par rapport au prix proposé de 425 FF, soit un prix de 400 FF; ceci est justifié en tenant compte des moyennes boursières sur une certaine période. Les arguments présentés dans le rapport, en faveur d'une prise de participation, sont les suivants:

- notre organisme d'accueil est absent du domaine de la distribution.
- la croissance de la filiale américaine est exceptionnelle (et c'est l'élément déterminant).
- la valorisation prévisible du Groupe à moyen terme.
- le groupe détient une bonne position sur son marché national.
- Amélioration aisée du rendement immédiat.

Le rapport indique de plus que l'opération est opportune car, outre l'intérêt financier, elle est souhaitée par l'actionnariat familial. Le dossier répond donc à la plupart des critères de participation. Le seul point délicat provient du fait que le montant proposé de rachat, soit 250 MFF, correspond à une participation de 6% au capital. D'un côté, avec 6% du capital , notre organisme d'accueil ne peut pas prétendre jouer un rôle significatif dans les prises de décisions importantes du Groupe et la participation ne serait pas véritablement une participation "stratégique". D'un autre côté, le montant de l'opération est déjà élevé et on ne peut pas considérer cette opération comme un placement. La distinction entre participation stratégique et placement paraît donc quelque peu rigide alors que l'opération proposée est elle-même intermédiaire.

En regard de ces arguments , l'opération présente quelques risques non négligeables; outre le risque de change lié à une baisse importante du dollar, 3 questions fondamentales apparaissent:

- la croissance de FOOD AGORA va-t-elle durer?
- quel sera l'influence de notre organisme d'accueil?
- comment se passera la succession prochaine des dirigeants?

Deux solutions sont donc envisagées :

- la première consiste à syndiquer l'investissement auprès de holdings filiales ou d'investisseurs "amis" , comme des compagnies d'assurance et à attendre une éventuelle restructuration du capital (nouvelle proposition par exemple) pour acquérir une part plus significative, quoique toujours minoritaire.
- la seconde est de considérer l'opération comme un placement et de prendre un pourcentage plus faible du capital.

En fait , avant même que le dossier soit présenté au Comité des Participations, la filiale américaine publie ses résultats 1986, ce qui se répercute par une hausse sensible du cours de l'action du Groupe. Les vendeurs révisent alors leur proposition et montent le prix de vente à 480FF au lieu de 425FF.

Notre organisme d'accueil opte alors pour la seconde solution , c'est à dire un placement et tente de négocier le rachat de 2% des parts au prix de 450FF. Le cours poursuit néanmoins sa hausse et l'opération se fait finalement à 480FF.

Un mois plus tard , le cours atteint la valeur de 545 FF, et on s'attend à ce qu'il monte encore après la publication des résultats consolidés 1986.

On peut s'étonner de la volonté de refuser un prix de 10% plus cher , alors que les perspectives de croissance sont de 20% l'an pendant plusieurs années; par exemple si le rachat est intéressant au prix de 450FF, il l'est également au prix de 480FF avec de telles prévisions. Mais c'est là le type même du raisonnement a-posteriori, alors qu'il faut se

fixer des limites au moment de la négociation.

LE CAPITAL RISQUE

LE CAPITAL-RISQUE

DEFINITION

Une définition souvent retenue est la suivante : le capital-risque est le financement en fonds propres d'entreprises soit en phase de démarrage, soit en phase de croissance avant la cotation en bourse. Cette définition est très vague. Il faudrait la compléter sur au moins deux points : la nature de l'expertise utilisée ; un horizon de temps. L'expertise repose sur l'évaluation des perspectives futures et jamais sur l'analyse du passé. L'horizon de temps nécessaire à la réussite est un moyen terme, de l'ordre de cinq ans.

Cette définition aurait sans doute été parfaite au début des années soixante-dix aux Etats-Unis. Depuis la technique a considérablement évolué. Les projets financés étaient au départ de nature plutôt scientifique et technique. La notion d'innovation s'étend largement maintenant à bien d'autres domaines, par exemple celui des services. Ces investissements immatériels ont donné une dimension nouvelle à l'activité et la connaissance souvent plus rapide de l'échec ou de la réussite, le développement du "produit" étant assez réduit, bouscule un peu la notion d'horizon à moyen terme. Ajouté à cela, le financement de plus en plus fréquent d'entreprises déjà constituées avec l'espérance d'une réussite rapide, par exemple avec une introduction au second marché, renforce un phénomène souvent appelé de financiarisation de l'activité.

Les cas exposés précédemment reproduisent cette évolution: un financement du développement de nouveaux produits technologiques, un financement de développement commercial et industriel, un financement de service.

L'idée du capital-risque est donc simple : investir en fonds propres dans les entreprises à fort potentiel dans un souci de plus-value.

La mise en oeuvre de cette idée a deux exigences : le choix de l'organisation, le travail au quotidien, c'est-à-dire les choix d'investissement. Avant d'aborder ces deux points, il faut commencer à s'intéresser à l'actionnariat des opérateurs en capital-risque.

I.1.LE POINT DE VUE DE L'ACTIONNARIAT

Le capital-risque est-il rentable ?

C'est une question légitime. On peut examiner à ce sujet le passé de cette technique aux Etats-Unis. Le cas de la France n'est pas encore significatif. Le démarrage de l'activité est généralement jugé trop récent comme le montrent les études chiffrées du secteur. Certains succès très brillants sont néanmoins déjà apparus.

Le capital-risque historique, symbolisé par l'ARD du général Doriot a montré une rentabilité assez inhomogène suivant les périodes d'activité. Pour un actionnaire entré au départ (1946) la rentabilité annuelle sur vingt cinq ans est de 15%. Les dix premières années connurent un départ difficile et la rentabilité (calculée à partir des évaluations annuelles des parts) est de 3% pour cette période. Par contre, la période 1957-71 montre une rentabilité de 26%. Cette rentabilité est essentiellement construite autour de l'investissement dans DIGITAL EQUIPMENT réalisé en 1957. Sans cet investissement, la rentabilité est de 7,3% seulement alors que le Dow Jones progressait de 8 % l'an sur la même période. Une question importante sera de comprendre comment l'opérateur en capital-risque peut espérer réaliser au moins un excellent investissement générateur d'un retour global élevé.

En annexe 1 sont réunis des éléments retraçant l'histoire de cette société. L'annexe 2 montre sur trois exemples une rentabilité de 19% environ sur la période 1960-75. Ces exemples montrent aussi que la rentabilité est construite autour de quelques investissements remarquables.

Le capital-risque des années 70, symbolisé par l'émergence de la Silicon Valley, a connu une bonne réussite. C'est en tous les cas l'idée généralement répandue. Différentes statistiques montrent qu'une rentabilité de 25 % l'an n'était vraiment pas exceptionnelle pour cette période.

Il reste que deux éléments échappent complètement à l'expertise de l'opérateur. Le premier est l'état de l'offre en capital-risque : une trop grande abondance conduit à la raréfaction des bons dossiers. Le second est le niveau du marché des entreprises, en particulier des marchés boursiers, à terme, lorsqu'il faudra réaliser

les plus-values. Sur ces deux points, on peut enregistrer des variations importantes et brutales.

Ainsi, si l'on se rapporte à la période 1973-1983 aux Etats-Unis, un gestionnaire de fonds levés en 1973 aura investi entre 1973 et 1977 à un moment où l'offre était basse et désinvesti en 1980-1982 lorsque les marchés étaient en pleine explosion (voir annexe 3). Compte tenu d'une inflation assez élevée sur cette période, on peut se demander quelle aurait été la rentabilité du capital-risque s'il y avait eu au départ surabondance de l'offre, puis une dépression des marchés boursiers au moment de la liquidation des fonds. Par ailleurs, aucune information n'est vraiment disponible sur les opérateurs qui n'ont pas réussi. Enfin, l'activité du capital-risque ne peut pas se concevoir de façon uniforme, quel que soit le pays. L'étroitesse d'un marché national peut être un handicap majeur. Ce facteur est considéré comme l'un des éléments importants dans le démarrage très lent du capital-risque en France. L'EED, l'homologue européen de l'ARD, et les premières SFI françaises se sont heurtés à cet obstacle: des marchés trop restreints pour valoriser pleinement un produit nouveau ou un service.

Le capital-risque est donc une activité cyclique. On peut donc difficilement envisager sa rentabilité, et le niveau de risque, pour la décennie à venir.

Pourquoi investir ?

Compte tenu de l'incertitude décrite précédemment, pourquoi investir ?

Il y a d'abord le phénomène de mode qui suit généralement un cycle prospère. Ce fut le cas au début des années 80 aux Etats-Unis. Il faut aussi retenir les modifications de la fiscalité qui ont un effet incitatif majeur (voir annexe 4). Ces deux éléments réunis peuvent concourir à un déséquilibre de l'état de l'offre et de la demande et donc ouvrir un cycle peu prospère de l'activité. On peut toujours se demander si les brusques variations du montant des fonds levés correspondent à un besoin véritable de l'économie.

Parmi les pourvoyeurs de fonds traditionnels, on trouve logiquement des investisseurs pour lesquels les sommes engagées restent peu importantes et qui peuvent accepter de les bloquer assez longtemps (voir annexe 4). Ainsi les fonds de retraite, les compagnies

d'assurance,...

Il resterait à examiner comment un investisseur choisit un opérateur en capital-risque et comment il le contrôle. Avant d'aborder ce point, il faut analyser les pratiques et la nature des expertises.

I.2. LES REGLES DE BASE ET LA PREMIERE SELECTION

L'activité repose sur la réalisation de plus-values. C'est la philosophie de chaque placement. Cet aspect est fondamental car l'opérateur, face à un investissement potentiel, doit avant tout se fixer un horizon de sortie. L'expertise consiste à dégager un schéma possible d'évolution de l'entreprise et de ses marchés à moyen terme et, les conditions de la réussite. Souvent, cette volonté de "sortir" à terme est mal perçue par l'entrepreneur. C'est en tous les cas ce que déclare volontiers le *venture capitalist*.. Il est en fait difficile de faire des généralités. Sur les cas que nous avons rencontrés en situation, nous n'avons pas croisé deux fois le même entrepreneur. En annexe 5 sont reprises quelques-unes des tendances qui ressortent de deux enquêtes sur le sujet. La première a été réalisée par un syndicat professionnel auprès de ses adhérents; la seconde par une école de commerce auprès d'entrepreneurs ayant déjà fait appel à ce mode de financement. Nous avons eu la chance de participer au dépouillement de la première enquête. Notre sentiment est que l'idée de l'entrepreneur à propos du capital-risque est le résultat de contacts peu nombreux. La situation était en tous les cas contrastée. Nous avons pu croisé ce jour-là un entrepreneur particulièrement satisfait d'une opération de RES (reprise par les salariés) réalisée avec le concours du capital-risque, mais aussi un chef d'entreprise déclarant froidement que le chômage vous menace à terme si vous faites appel plusieurs fois à cette technique de financement...

L'expertise est une étape longue. L'opérateur ne l'effectue que si la proposition a dépassé le stade de la première sélection, phase qu'il faut ici détailler.

Les réseaux d'information

Les opérateurs ont en général une structure très légère. Les équipes sont composées de chargés d'affaires ayant pour la plupart une expérience de la gestion d'entreprise ou de projet assez importante.

L'organisation, par ses affiliations à des groupes bancaires ou industriels ou encore d'autres organisations de capital-risque, mais aussi par le jeu des carnets d'adresses des chargés d'affaires, est au centre d'un vaste réseau d'information, écoutant et sondant un marché très fermé, celui où se manifestent et où se préparent les projets d'entreprise. Les affiliés, c'est-à-dire les sociétés dans lesquelles les participations ont été prises, peuvent aussi participer à cette fonction d'écoute. L'activité en France se caractérise en particulier par des opérateurs en capital-risque dont les actionnariats ont souvent des liens étroits mais aussi par une proportion importante d'investissements réalisés suivant la méthode du cofinancement (50% environ contre 30% en Grande-Bretagne).

La collecte de l'information est très consommatrice de temps. Les dossiers qui arrivent par les réseaux de l'organisation ou qui ont été directement prospectés par les chargés d'affaires sont par là même soumis à un premier filtrage. A l'inverse, les dossiers provenant de l'extérieur, sans recommandation particulière, les dossiers externes, sont plus difficilement analysables au départ, en particulier par absence de recoupements immédiatement possibles. La première phase de l'analyse est souvent, pour les dossiers externes, plus difficile et donc moins favorable. Les opérateurs déclarent investir, en proportion, davantage dans les dossiers directement prospectés que dans les dossiers externes. Un opérateur donnait les chiffres suivants: 5% seulement des dossiers sont directement prospectés mais conduisent à 30% des investissements.

La gestion du temps

L'étude complète d'un dossier représente une charge de travail qui n'est pas corrélée avec le montant des fonds à investir. 2,5 à 3% de l'actif net est une valeur moyenne acceptable pour le montant global des frais de gestion. La somme des éléments à réunir et des vérifications à effectuer est assez identique pour un montant faible ou moyen. Cela vaut aussi pour le suivi des investissements réalisés. Le manque de temps, expression de la contrainte imposée par les frais de gestion, conduit donc naturellement à éliminer les dossiers trop peu importants : il faut éviter l'éparpillement de l'activité des chargés d'affaires. Les opérateurs définissent un montant unitaire minimum qu'il faut généralement respecter. La tendance actuelle est vers une augmentation du montant moyen des investissements. Les opérateurs considèrent ce point comme un objectif à tenir. C'est aussi l'une des

conclusions exposées en annexe 2.

La gestion du temps a une conséquence sur la constitution du portefeuille. En effet, une création d'entreprise mobilise en général moins de liquidités qu'un deuxième tour de financement pour une entreprise déjà en croissance. De plus, une création d'entreprise nécessite parfois au départ une attention plus grande de la part du chargé d'affaires. Ce phénomène explique partiellement le glissement général de l'activité vers des placements plus mûrs, une certaine financiarisation.

La couverture de risque

A la contrainte précédente s'ajoute le problème de la couverture de risque. Un montant maximal de 2 à 3 % du capital de l'opérateur pourra être investi dans une même entreprise. Le montant pourra être légèrement augmenté en cas de refinancement. La diversification des capitaux engagés est connue comme une des clefs de la réussite (voir annexe 2). Au cas où un investissement nécessiterait des sommes plus importantes, la syndication entre investisseurs en capital-risque est la solution utilisée. Elle se réalise entre des opérateurs qui ont l'habitude de travailler ensemble et ont établi des relations de confiance. Cette pratique se répand même largement pour des investissements plus faibles : chaque organisation fait profiter quelques partenaires privilégiés de ses propres dossiers et attend en juste retour, d'autres opportunités. Cette pratique s'accompagne éventuellement de la désignation d'un meneur parmi les investisseurs, personne qui suivra plus particulièrement l'affaire en occupant par exemple un poste d'administrateur.

La sectorisation

Les organisations privilégient assez naturellement certains secteurs. Cela provient soit de la compétence propre des chargés d'affaires, soit de capacités d'investigation particulièrement développées dans certains domaines. Un opérateur rencontré poussait encore plus loin la démarche: choisir et étudier a priori des secteurs, puis en sélectionner quelques-uns pour aller y chercher les opportunités, au besoin en constituant l'équipe devant conduire le projet ainsi sélectionné. Cette démarche semble assez développée aux Etats-Unis. Elle est à rapprocher d'une technique de suivi des investissements plus interventionniste, le *venture-capitalist*

participant activement aux décisions de l'entreprise. En France, l'intervention très active de l'opérateur est semble-t-il davantage réservée aux situations de crise.

L'intérêt de la sectorisation est le gain de temps et souvent une meilleure expertise. Le danger est de se limiter à des secteurs trop étroits et de tarir le flot des investissements potentiels. Maintenir un niveau suffisant est une priorité : le manque de dossiers conduit fatalement à un dérapage dans les critères d'investissement surtout si une mécanique, par exemple fiscale, pousse à investir. Cette politique d'investissements sectoriels peut parfaitement être le fruit d'une volonté délibérée. Dans ce cas, les investissements sont souvent réalisés avec un objectif plus large que la simple plus-value. Les exemples observables sont un souci de diversification de diversification pour un groupe industriel, ou bien l'accompagnement d'une activité bancaire,... L'intrusion d'objectifs non financiers conduit généralement à une gestion plus difficile de l'activité.

A la démarche précédente peut s'ajouter le phénomène des modes. Le capital-risque américain est particulièrement illustratif de l'ampleur que peut prendre une "hypersectorisation". Ainsi des vagues successives ont pu être observées: les microprocesseurs, les stations de travail, les PC et les disques durs, les biotechnologies, la bureautique. Ces domaines correspondant souvent à une avancée technologique importante, les réussites ont pu être exceptionnelles. Les échecs aussi d'ailleurs. Historiquement c'est le développement des microprocesseurs qui a accompagné l'essor du capital-risque américain au début des années soixante-dix.

Le choix des secteurs est le lien entre le capital-risque et l'état de l'économie locale. Ils peuvent varier suivant les pays, par exemple la France et les Etats-Unis. Ainsi les secteurs de l'informatique et de la communication ont-ils été bien davantage favorisés aux Etats-Unis qu'en France (voir annexe 6).

L'exigence de rentabilité

Une dernière règle est l'exigence pour chaque dossier d'une rentabilité très élevée. Cette rentabilité **n'est pas égale** à la rentabilité globale exigée de l'opérateur.

Un premier facteur d'ordre technique explique pour partie cette différence. Les investissements sont en général effectués pour des périodes plus courtes que la durée totale d'immobilisation des fonds par l'opérateur en capital-risque. Par exemple, un fonds d'une durée de

vie de dix ans est investi dans des affaires qui dépassent rarement sept ans entre l'entrée et la sortie. On peut considérer ainsi que pendant trois ans les fonds levés sont rémunérés au taux du marché, en principe inférieur à la rentabilité de l'opérateur, d'où une première décote par rapport à la rentabilité moyenne des opérations en capital-risque réalisées.

Cette exigence de rentabilité correspond à l'idée que l'on a de la composition d'un fonds qui a "réussi". Ainsi, l'analyse de fonds américains considérés comme dans la moyenne met en évidence quelques proportions (l'analyse à laquelle il est le plus souvent fait référence est reprise en annexe 2). Grossièrement, on observe un tiers d'échecs (pertes totales ou partielles), un tiers de réussites médiocres (plus-values nulle ou très faible), un tiers de belles réussites (plus de trois fois la mise initiale). La rentabilité du fonds se construit autour des bonnes opérations. Nous essaierons d'établir plus loin pourquoi quelques bonnes opérations concentrent à elles seules la plus grande partie de la plus-value totale réalisée par l'opérateur.

Il faut donc tester la capacité de l'investissement à réaliser cette performance minimale d'environ trois fois la mise: viser pour être potentiellement en présence d'une de ces bonnes opérations. Pour une période de cinq ans, cela représente une croissance annuelle de 25 à 30 %. Evidemment, suivant la nature précise de l'opération et sa visibilité, c'est-à-dire l'horizon de temps supposé nécessaire au succès, ce critère peut être adapté. Une création d'entreprise avec un succès possible à cinq ans doit ainsi répondre à une exigence de rentabilité plus élevée qu'un tour de financement pour une entreprise dont on peut espérer la cotation dans les deux ans. Il y a une notion de prime de risque. Ainsi une rentabilité de 20% peut être admissible pour la reprise d'une entreprise déjà bien établie; une rentabilité de 35% doit être visée pour un démarrage qui exige par exemple 5MF de mise de fonds au départ avec un objectif de 50MF de chiffre d'affaires à cinq ans. Ces ordres de grandeur sont couramment utilisés. Mais le facteur temps n'est pas le seul élément fixant le niveau de la prime de risque.

Un processus d'élimination

Les exigences du métier sont donc nombreuses : montant minimal, appartenance à des secteurs, justification d'une rentabilité élevée. Ces critères permettent une première sélection des dossiers qui parviennent à l'opérateur. Il est difficile de donner un taux de rejet

précis. En effet, le premier contact avec un investissement potentiel peut être un document complet comme un business-plan à l'américaine, ou une rencontre rapide ou bien encore un simple coup de téléphone. On peut quand même retenir l'idée que huit à neuf dossiers sur dix sont rejetés.

Lors de la première sélection, l'avis se forme sur la base des éléments apportés par l'entrepreneur et les vérifications ne sont pas vraiment effectuées à ce stade.

Une proposition est toujours réputée "honnête". Le chargé d'affaires doit établir les conditions de la confiance très tôt, au cas où la relation devrait se poursuivre.

Cette phase de sélection est assez rapide car presque mécanique et le chargé d'affaires investit souvent moins d'une demi-journée de travail pour manifester son intention de poursuivre ou d'abandonner l'étude: une lecture attentive du *Business Plan* (voir annexe 7) et dix coups de téléphone bien placés doivent suffire. C'est à ce stade que commence l'expertise. Elle conduira encore à l'élimination d'environ deux dossiers sur trois. Il faut enfin noter que cette première sélection est comparable à un effet d'entonnoir. Les critères sont appliqués plus ou moins strictement suivant le volume des dossiers qui parviennent à l'opérateur. C'est un point faible de la technique de sélection. Un manque de vigilance peut entraîner des dérapages sensibles.

I.3. L'EXPERTISE

L'état de l'art

Le chargé d'affaires doit répondre à deux questions :

- le projet est-il raisonnable ?
- l'équipe réunit-elle les compétences nécessaires ?

Il dispose de deux outils de travail : la discussion avec les entrepreneurs ; des moyens d'investigation.

L'utilisation des moyens d'investigation correspond à la partie la plus méconnue de l'activité. Il s'agit de vérifier point par point tous les éléments avancés par l'entrepreneur. Cela inclut bien évidemment des évaluations de marché, des avis sur la technique ou les produits proposés. Une très grande attention est aussi portée à l'élément

temporel : vitesse de mise en route, délais d'implantation industrielle ou commerciale,... Souvent les opérateurs constatent que des échecs sont occasionnés, non pas par un événement qui ne se serait pas produit, mais par un retard important de son arrivée. Chaque information est elle-même "qualifiée" suivant sa provenance et le degré de confiance qui peut lui être attribué. Il s'agit d'un véritable travail de bénédictin. Le réseau d'information de l'opérateur et les relations personnelles du chargé d'affaires sont déterminants. Cette démarche ne peut se conduire véritablement que pour les quelques secteurs bien connus de l'opérateur. C'est ce qui explique pour partie le phénomène de sectorisation : le chargé d'affaires rejette les dossiers pour lesquels il pense ne pas pouvoir mener à bien l'expertise. On peut ici se reporter au cas présenté de CAPTEURS.S.A. : il y avait manque de temps et absence d'une bonne connaissance du secteur.

Cette phase d'investigation doit permettre de dégager un cheminement "raisonnable" du projet d'entreprise à moyen terme. Raisonnable ne veut pas dire exact. Le chargé d'affaires ne cherche pas à démontrer. Il cherche d'abord à se protéger contre tout élément qui serait un obstacle non contournable pour le projet. Au nombre de ces obstacles on peut citer une mauvaise protection industrielle, le ralentissement de l'activité des secteurs dont le produit est directement dépendant (c'était la question importante dans l'étude de la société B.E.), liquidité à terme nulle de l'entreprise ... Puis par analogie avec des situations proches déjà rencontrées et pour lesquelles certains points clefs de réussite ou d'échec ont pu être déterminés, il essaie de pousser sa connaissance dans quelques directions privilégiées. La difficulté est que le degré de similitude entre différents projets d'investissement n'est lui-même connu complètement qu'a posteriori.

Enfin, raisonnable n'a pas la même signification quels que soient le type de projet et le montant d'investissement. Ainsi pour un projet dans le domaine des biotechnologies réclamant au moins cinq années de développement, le risque technique et scientifique mais aussi le risque provenant d'éventuels changements de réglementation en la matière doivent être acceptés. Il y aurait aussi le risque d'être dépassé par un projet de meilleure qualité qui rendrait l'innovation développée obsolète. Par contre l'avantage offert par le produit, s'il franchit tous ces obstacles, doit garantir l'existence certaine d'un marché et une rentabilité exceptionnelle. Pour un projet de service qui

ne présente pas de risque technique de réalisation, l'incertitude est uniquement d'ordre commercial. La rentabilité exigée n'en sera pas moins très élevée, même si l'horizon potentiel de la réussite est à très court terme, si le risque est jugé très important. Un projet de reprise d'entreprise déjà mûre, sans perspectives exceptionnelles suivant les standards du capital-risque, devra offrir des garanties très solides dans tous les domaines. L'exemple de la société B.E. montre une démarche de cette nature.

Les moyens d'investigation permettent aussi de s'informer sur le passé des membres de l'équipe. De plus en plus, les entrepreneurs sont des cadres qui ont eu la responsabilité de projets significatifs. Les cas d'inventeurs géniaux "sortant de leur garage", sans référence particulière, sont assez rares. L'observation d'un cas précis montre quelques-uns des problèmes que peut poser une situation de ce genre. Le produit était astucieux et devait permettre à terme d'atteindre un niveau de ventes raisonnable. Il y avait quand même une incertitude importante à ce sujet (pénétration de marchés d'Etat). L'inventeur ne possédait par ailleurs aucune culture commerciale et financière. Il voulait pour cela s'en remettre au *venture capitalist* qui aurait trouvé l'homme idéal (service qui n'est pas considéré en France comme du ressort de l'opérateur financier). Il désirait conserver le contrôle par le biais d'un brevet qui n'aurait pas été définitivement cédé à la société dans laquelle l'opérateur devait investir. Il n'y avait donc aucune garantie sur son comportement futur et en particulier sur sa fidélité au projet.

Ainsi, sauf exception, on connaît dans une certaine mesure les qualités personnelles prouvées de l'équipe. Un entrepreneur nous a raconté comment, après avoir essuyé le refus de plusieurs investisseurs qui ne le connaissaient pas, il avait obtenu des décisions de principe favorables sur un simple coup de téléphone à deux investisseurs, un particulier et un institutionnel, qui avaient traité avec lui quelques années auparavant. Ces décisions devinrent définitives après les vérifications d'usage.

La phase d'investigation, assez délicate, peut être dans la plupart des cas facilitée par l'entrepreneur lui-même. C'est l'un des objets du *Business Plan*, document qui ne doit pas se résumer à des prévisions. Ce document doit avant tout contenir l'origine de chaque information. L'entrepreneur doit aussi communiquer tous les contacts de nature à éclairer la situation : relations d'affaires, scientifiques,...(voir annexe 7).

La discussion avec les entrepreneurs peut alors véritablement s'engager. Le chargé d'affaires a acquis une connaissance de l'environnement du projet. Il a déterminé un futur raisonnable à ses yeux, souvent différent des prévisions des entrepreneurs. Il a relevé des points qu'il juge faibles, ou même des incohérences dans le projet proposé. Le chargé d'affaires utilise ces éléments pour faire réagir l'équipe. Les réactions observées sont la base du jugement porté globalement. Il y a évidemment aussi une part d'affinité personnelle. Mais, une équipe qui passe à côté d'éléments jugés essentiels par l'opérateur est nécessairement disqualifiée. Ces échanges de vue, plus ou moins longs et sophistiqués, réduisent les écarts de conception entre le chargé d'affaires et les entrepreneurs, par rapport au futur possible du projet. La discussion doit conduire à un schéma final cohérent.

La discussion fait aussi une part importante aux conditions futures de sortie de l'opérateur financier et bien sûr au prix d'entrée. La nécessité pour l'opérateur de réaliser une plus-value à terme doit être comprise par l'entrepreneur. La voie royale, la cotation en bourse, laisse en général le contrôle à l'équipe mais n'est pas toujours possible. Il faut envisager l'éventualité de l'entrée en capital d'un industriel. La perte de contrôle plus ou moins importante qui en résulte pour l'équipe en place lui apparaît souvent difficilement acceptable. Certains entrepreneurs préfèrent alors partir. Sachant qu'une entreprise ne peut éventuellement valoir que par son équipe dirigeante (par exemple dans le cas de savoir-faires technologiques difficilement transmissibles), la situation peut se bloquer à terme... Comme l'investisseur ne peut pas tout négocier dans le protocole d'accord qui accompagne l'entrée au capital, il prend un risque non négligeable à travers la confiance qu'il accorde à l'équipe sur ce point : rester bloqué dans l'entreprise.

Le problème du prix d'entrée est à moitié réglé lorsqu'il y a déjà accord autour des prévisions de croissance, de chiffre d'affaires, de résultat pour un échéancier donné. Il reste à valoriser l'entreprise. Personne ne sait calculer le prix d'une entreprise mais plusieurs méthodes sont reconnues. La méthode du PER est utilisée très souvent comme dans le cas de la société B.E. Les différents résultats possibles sont plus ou moins favorables à l'opérateur financier.

Parfois le rapport de force qui existe entre les deux partenaires permet de trancher. Par exemple, l'entrepreneur peut

mettre en concurrence plusieurs investisseurs. A l'inverse, il peut aussi n'avoir été retenu pour expertise que par l'un d'entre eux. De façon générale, le financier ne peut pas se laisser aller à la surenchère: le *shopping around* (allers et retours successifs entre plusieurs investisseurs) dont l'objet est de faire monter les prix est très mal vu par la profession.

Enfin, la souplesse et la variété des moyens d'entrée au capital est un élément important qui permet encore au dernier moment de "couper la poire en deux". Le risque peut par exemple être limité au départ par l'utilisation d'OBSA (obligations à bons de souscription d'actions) qui font de l'opérateur un simple créancier (avec les garanties qui y sont attachées) et lui laisse la possibilité de devenir actionnaire ultérieurement.

Quelques remarques

La description précédente appelle quelques commentaires. En pratique, le chargé d'affaires joue des deux outils à la fois : la recherche des éléments se mélange aux contacts avec des personnes. Si l'avis final est favorable, ce n'est pas par sommation de critères et obtention d'une note minimale. A tout moment de l'expertise, le chargé d'affaires a une opinion plutôt bonne ou plutôt réservée. L'ordre dans lequel les informations arrivent est important. Les éléments recueillis ne sont jamais sûrs, en particulier les appréciations concernant le développement des marchés. Il faut les interpréter. La première qualité du chargé d'affaires doit donc être l'objectivité. Ce besoin d'objectivité est clairement ressenti. Certains chargés d'affaires pensent qu'il n'y a que par un suivi très fin des secteurs et une évaluation en relatif que l'on peut y parvenir.

Dans le même ordre d'idée, on observe souvent qu'une décision de principe se prend, plus ou moins ouvertement, à un moment de l'expertise. Suivant l'expression consacrée, le chargé d'affaires a envie "d'y aller" ou "de ne pas y aller". La deuxième qualité du chargé d'affaires doit être de ne pas confondre vitesse et précipitation : l'expertise doit être menée à son terme. Ce serait une banalité en l'absence des deux éléments suivants. Premièrement, une certaine concurrence tend à réduire de plus en plus les délais admissibles pour la prise de décision; deuxièmement, il n'y a pas de terme logique à l'expertise. A ce sujet, on verra le rôle que peut jouer un organe de décision.

La très grande force de l'expertise est le raisonnement par analogie. Il s'applique aussi aux personnes : certains profils sont davantage recherchés. Le dialogue avec les entrepreneurs et le climat de la négociation sont dans la mesure du possible rapportés à des cas antérieurs. L'ancienneté du chargé d'affaires dans le métier du capital-risque est toujours un facteur important. Une pratique souvent rencontrée est le travail en binôme, l'un des chargés d'affaires étant plus expérimenté dans la technique du capital-risque.

La très grande faiblesse est le choix des hypothèses de travail. Il serait trop simple pour le chargé d'affaires d'abandonner les projets pour lesquels les prévisions sont totalement insaisissables. En effet, bon nombre de réussites exceptionnelles proviennent d'investissements réalisés sans éléments chiffrés, mais sur la crédibilité de l'équipe et l'attrait du produit. Doriot déclarait : "dans bien des cas, nous avons financé et nous financerons des projet dans des domaines entièrement nouveaux, pour lesquels il n'y a vraiment pas d'expert". Quelques-unes de ces innovations sont restées célèbres: Digital Equipment, Apple, Federal Express...

Les organes de décision

La plupart des opérateurs font appel à un comité de participation ou d'investissement. Le passage des propositions d'investissement devant ces commissions a en général un caractère obligatoire. Ces commissions peuvent être réduites simplement aux chargés d'affaires, elles peuvent inclure des représentants de l'actionnariat ou encore d'autres membres reconnus pour leur expertise.

Pour le bon fonctionnement d'un opérateur en capital-risque, il est important de savoir qui est véritablement l'instigateur et le responsable des décisions prises. Quelle peut être la contribution d'un membre de la commission d'investissement ?

Quelques remarques livrées par des chargés d'affaires ou par des responsables de sociétés de capital-risque sont précieuses. Un responsable ayant peut-être le goût du paradoxe, nous a déclaré que plus le débat d'un comité d'investissement était conflictuel, les membres s'opposant nettement sur la décision à prendre, et plus l'investissement lui semblait souhaitable: un conflit marqué permettrait de mieux évaluer les convictions, en particulier celle du chargé d'affaires. Un autre responsable répond qu'on ne transmet pas la

notion de confiance à un comité d'investissement. Travaillant toujours en binôme, les décisions sont prises par cet opérateur lorsque le troisième homme de l'équipe ne fait pas opposition. Enfin, un troisième responsable, tenu statutairement d'obtenir l'aval de son comité d'investissement essentiellement composé de représentants des actionnaires, fait présenter les dossiers avant que l'expertise ne soit totalement terminée: l'autorisation du comité déclenche la phase finale de l'expertise et éventuellement l'investissement.

En principe, le chargé d'affaires ne soumet le projet que s'il est convaincu de son intérêt. Il doit démontrer aux membres de la commission la cohérence du projet. Eventuellement les entrepreneurs l'assistent dans ce travail.

Sans aucun doute, il peut s'agir d'un examen difficile : aucun problème soulevé par la commission ne devra rester sans réponse. Il s'agit de la recherche d'une garantie ultime contre une expertise insuffisante.

Mais sur deux points, une telle commission est probablement inopérante. Concernant les entrepreneurs, l'avis du chargé d'affaires sera difficilement remis en cause. La commission ne dispose pas du temps nécessaire pour juger à nouveau des qualités de l'équipe. Concernant les hypothèses de travail, le chargé d'affaires aura intégré des éléments quantitatifs mais aussi bon nombre d'éléments qualitatifs. La commission pourra discuter de la vraisemblance des prévisions. Mais, là encore, le crédit accordé au chargé d'affaires doit encore l'emporter : les prévisions pourront être révisées mais dans des limites restreintes.

Il semble donc que ces organes de décision fonctionnent essentiellement comme des gardes-fous. La confiance nécessairement accordée au chargé d'affaires le rend responsable de la décision d'investissement, étant entendu que les expertises sont couramment conduites en binôme.

**Financer la croissance ou financer le déficit ?
ou encore**

Comment concentrer la plus-value ?

Parmi les décisions d'investissement, la question du refinancement tient un rôle à part. Les montants investis pour des refinancements représentent une part importante des capitaux investis

par l'opérateur, du même ordre de grandeur que les premiers financements. Ceci est tout à fait naturel puisque les investisseurs financent de plus en plus souvent une étape du développement d'une entreprise, soit des engagements à plus court terme qui permettent de faire régulièrement le point sur l'état général du projet à chaque stade du financement. Ces étapes peuvent être par exemple le développement d'un prototype, la mise en place d'une force de vente,...

La situation du refinancement a ceci de particulier que l'opérateur connaît déjà l'entreprise et l'équipe dirigeante. Le refinancement, comme cela a été dit plus haut, doit de plus être considéré comme une des étapes normales de la vie de l'entreprise : un taux de croissance élevé conduit en général à une sous-capitalisation, un besoin en fonds propres supplémentaires. Ce besoin en refinancement peut traduire aussi un retard dans les prévisions : difficulté imprévue d'ordre technique, lancement commercial mal préparé, ... Mais le projet peut rester excellent aux yeux de l'opérateur.

En pratique, il faut savoir si une "mauvaise situation financière" (i.e. une situation qui exige un financement) traduit des investissements matériels ou immatériels importants qui préparent l'avenir ou bien une situation chroniquement déficitaire. Il faut refaire l'expertise. Un exemple célèbre est Federal Express, société spécialisée dans l'acheminement rapide du courrier sur de longues distances. Cette société fut très longtemps déficitaire et demanda plusieurs tours de refinancement avant de devenir un succès éclatant. Mais chaque refinancement devait remettre en cause l'intérêt du service proposé et l'horizon de la réussite.

L'opérateur connaît déjà les entrepreneurs puisque l'un des chargés d'affaires suit régulièrement l'investissement. Connaît-il mieux les produits et les marchés ? Oui, dans une certaine mesure. Mais souvent cette connaissance est acquise par l'intermédiaire des entrepreneurs. Le chargé d'affaires n'en fait pas table rase. L'expertise qui précède le refinancement risque d'être plus courte, reprenant comme évidents des éléments qui mériteraient d'être analysés à nouveau. La situation de refinancement est propice au manque d'objectivité.

L'existence d'un premier financement n'est pas neutre. Si l'opérateur choisit de ne pas suivre à nouveau, cela peut se traduire par l'arrêt de l'entreprise donc par la perte pure et simple du premier

investissement. Ou encore, si d'autres opérateurs acceptent de refinancer avec des conditions très sévères sur le prix d'entrée, l'investisseur initial est victime d'un "coup d'accordéon" : la mise initiale est diluée dans des proportions telles qu'on peut la considérer comme perdue.

Souvent on constate un arbitrage entre une perte sèche et un investissement juste nécessaire pour rendre l'entreprise viable et s'en séparer rapidement, récupérant ainsi tout ou partie de la mise de départ. Nous aborderons ce point plus en détail.

Le refinancement est donc une situation normale mais toujours délicate à gérer. Mais c'est à ce stade que se situe une très grande part du savoir-faire de l'opérateur: il doit identifier puis miser à nouveau sur les bonnes opérations et au contraire abandonner rapidement les opérations moyennes ou médiocres. En principe, à chaque tour de refinancement d'une bonne opération, la prise de risque est diminuée car on se rapproche progressivement de l'horizon de la réussite. Ceci autorise l'investisseur à concentrer ses fonds sur quelques affaires et explique, dans une large mesure, pourquoi la plus-value totale se réalise sur quelques coups. Ce n'est pas un hasard.

Refinancement et syndication

La confiance dans les entrepreneurs mais aussi l'attachement au projet de l'entreprise peuvent donc créer une barrière entre la vision de l'opérateur et les réalités de l'entreprise. Il est difficile de maintenir toute la fraîcheur aux informations qui motivent l'intervention de l'opérateur. Dans ce cas, la pratique de la syndication, qui permet de partager les risques entre opérateurs, se traduit par une difficulté supplémentaire. En général, l'un des opérateurs est désigné comme leader pour suivre l'investissement. Les autres n'assurent qu'un suivi plus lâche. Participer à un refinancement préparé essentiellement par le leader ne se conçoit que s'il existe une très solide relation de confiance entre les opérateurs. Le leader ne doit pas devenir un écran entre l'entreprise et les autres opérateurs.

Nous avons notés à propos d'une étude d'investissement les comportements suivants. La société était déjà constituée et il s'agissait de financer un nouveau projet à un terme assez éloigné. Il y avait deux groupes d'investisseurs: des opérateurs déjà actionnaires et de potentiels nouveaux entrants. Les deux groupes correspondaient à

deux ensembles séparés de relations de confiance. L'expertise était conduite séparément par les deux groupes. A l'intérieur de notre groupe, l'un des investisseurs ne prenait pas une part active à l'expertise et suivait la décision. L'évaluation amena un refus. Les opérateurs déjà actionnaires financèrent le projet. Les échanges d'information restèrent limités entre les deux groupes.

Le désinvestissement, alternative au refinancement

Les cas extrêmes des sociétés mourantes ou au contraire florissantes se traitent naturellement (en tous les cas, lorsqu'il y a un marché boursier). Si l'entreprise est introduite en bourse il reste quand même à choisir le meilleur moment pour se séparer définitivement des parts. Les fluctuations du second marché sont difficiles à anticiper. Mais un opérateur, correspondant d'opérateurs anglo-saxons, nous expliqua que la création du second marché motiva seule leur implantation en France. Pour des entreprises moins brillantes ou ne trouvant pas naturellement de place en bourse, l'opérateur devra travailler beaucoup pour trouver le bon repreneur. La sortie peut rester du domaine de l'opportunité.

Le cas des sociétés "tout juste" viables (c'est à dire un investissement qui n'est pas perdu mais qui offre une rentabilité faible et souvent une mauvaise liquidité) sont les plus difficiles à gérer. Une idée a souvent cours à ce sujet : les fonds américains qui auraient le mieux réussi seraient les fonds qui ont pu identifier rapidement ces situations et se débarrasser des entreprises correspondantes. Le *venture capitalist* américain Adler est ainsi considéré comme l'un des champions de la technique. Cela peut se comprendre en regardant la composition d'un portefeuille "mûr" : un tiers d'échecs, un tiers de réussites très moyennes (entreprises viables), un tiers de belles réussites. Récupérer rapidement une proportion importante des fonds investis dans des réussites moyennes pour les réinvestir dans de nouveaux projets reviendrait à passer d'une rémunération faible à une rémunération en capital-risque généralement créditée de 20 % l'an. La question fondamentale serait donc de détecter rapidement ces entreprises pour s'en débarrasser.

Mais souvent, pour revendre, il faut commencer par refinancer l'entreprise. De plus, la revente de parts d'une entreprise peu florissante demande beaucoup d'énergie et de temps qui pourraient être employés à des projets plus stimulants. On peut y voir autant

d'encouragement à laisser dormir dans le portefeuille des affaires très moyennes. L'arbitrage que doit rendre en permanence l'opérateur est une discipline difficile.

Avec la question du désinvestissement, s'achève cette analyse de la pratique du capital-risque. La nature de l'expertise utilisée par les opérateurs, en particulier la mise en évidence des points fragiles de cette technique, mais aussi la responsabilité quasiment exclusive du chargé d'affaires dans les choix fondamentaux doivent être naturellement mis en relation avec la question du choix de la structure pour un meilleur exercice du métier.

I.4. LES STRUCTURES

Il y a bien sûr le choix du statut juridique. Quel que soit le pays et la réglementation, le choix d'un statut privilégié peut avoir des conséquences non négligeables à certaines périodes du fonctionnement de l'opérateur. Souvent ces statuts s'accompagnent de contraintes sur le niveau de liquidités, le taux de rotation du portefeuille, l'obligation de réinvestir rapidement les sommes désinvesties. Le cas redouté est évidemment une abondance de liquidités suite à la sortie d'une belle réussite et l'absence d'opportunités pour investir.

La fiscalité est certainement l'élément moteur qui a permis le développement de l'activité dans la plupart des pays. Mais la question principale pour un opérateur est la nature du contrôle que l'actionnariat (en fait ses représentants) exerce sur lui. L'actionnariat peut-il et dans l'affirmative comment doit-il intervenir dans la gestion de l'opérateur ?

La nature de l'expertise développée par cette activité du capital-risque fait que le chargé d'affaires est la seule personne légitime pour défendre un investissement. En effet, il délimite le champ d'investigation et choisit les hypothèses de travail. Il fait réagir les entrepreneurs et par la même les juge. Un organe de décision ou une hiérarchie ne peuvent que vérifier la cohérence du projet.

La gestion globale de l'opérateur ne fait pas intervenir

d'arbitrage particulier : chaque décision d'investissement ou de désinvestissement est prise de façon intrinsèque. Les principales interactions entre les décisions d'investissements sont la gestion du temps des chargés d'affaires et aussi, un bon équilibre du portefeuille en termes de création, deuxième financement,... ce qui est d'ailleurs très lié. Mais ces deux points sont déjà partiellement pris en compte lors du processus initial de sélection et ne sont pas des contraintes suffisamment fortes pour influencer véritablement sur les choix d'investissements.

La valeur ajoutée d'une hiérarchie dans la gestion quotidienne est donc assez faible. On ne voit pas comment un actionnariat, a priori non expert, pourrait intervenir concrètement dans cette gestion quotidienne sauf peut-être à provoquer des dérapages.

Il nous a souvent été cité le problème du mélange de l'activité avec une approche bancaire. Un ancien responsable d'EED nous a signalé que l'important échec qui avait été à l'origine de la liquidation prématurée de cette société de capital-risque était le résultat d'une politique de prêts consolidés par des apports en fonds propres. L'actionnariat d'EED était exclusivement composé de banquiers.

Evidemment un membre du conseil d'administration lui-même de la profession peut intervenir comme le ferait un membre d'un comité d'investissement, en surveillant la cohérence des expertises ou en faisant bénéficier l'opérateur de son propre réseau d'information et de relations.

Un contrôle à court terme de l'activité se heurte évidemment au fondement même du capital-risque : réaliser des plus-values à moyen terme. Les données comptables sont mal adaptées. En particulier, l'activité normale de l'opérateur est qualifiée comptablement d'exceptionnelle.

Peut-on remplacer ces données par des ratios : niveau de provision, nombre d'investissements réalisés dans l'année, taille moyenne...? Une évaluation non comptable pourrait être comparée à des courbes statistiques représentatives de l'activité. Il y a peu de statistiques connues et utilisables. Il faudrait en particulier pour cela que l'activité du capital-risque soit peu fluctuante. Or, il semble qu'elle soit profondément cyclique. Et puis, le respect de ces ratios peserait d'un poids insupportable pour des décisions critiques : refinancements qui éviteraient de provisionner, investissements bouclés rapidement pour atteindre un volume minimum,...

Dans la pratique, de tels outils sont couramment utilisés. Certains statuts prévoient même le calcul obligatoire de la valeur unitaire des parts de la société ou du fonds. Mais ils sont utilisés à titre indicatif et ne modifie pas la gestion de l'opérateur qui reste libre de s'écarter de façon importante de telle ou telle valeur théorique ou souhaitable. On peut difficilement alors parler de contrôle de l'actionnariat, au sens d'un écart par rapport à des objectifs, mis à part les obligations à caractère juridique (audit par les commissaires aux comptes).

La réalité est que l'actionnariat doit faire confiance totalement à l'opérateur : la technique du capital-risque est fragile et des dérapages pourraient se manifester rapidement si le respect d'une valeur indicative devenait un objectif en soi. Par rapport à un investissement, l'opérateur ne doit pas être obligé d'arbitrer avec des contraintes externes. Il est naturel de penser que l'actionnariat ne puisse exercer un contrôle qu'à moyen terme.

Une solution simple au problème précédent est l'organisation en fonds. L'argent est bloqué pour une période de temps déterminée, sept à dix ans. Pendant cette période, un opérateur réalise les investissements et n'a pas de compte à rendre à l'actionnariat. A l'échéance, les participations auront été revendues et l'argent redistribué aux actionnaires. La garantie offerte par l'opérateur tient à l'intéressement aux pertes et aux bénéfices : l'opérateur doit participer à la constitution initiale du fonds mais récupère une partie de la plus-value totale réalisée à terme, dans un rapport bien supérieur à la mise initiale. L'opérateur est l'équipe des chargés d'affaires. On peut considérer que ce type d'organisation permet de réaliser les investissements de façon indépendante, suivant des critères purement financiers.

La seule critique vient de la nécessité de liquider à terme. Le fonds doit être investi rapidement pour permettre aux investissements de mûrir suffisamment pour être revendus dans des conditions satisfaisantes. Si l'activité est déprimée pendant cette première période, par exemple par manque de bons dossiers, le résultat final en sera lourdement affecté. Mais, après tout, c'est de la responsabilité de l'actionnariat de choisir la période pour investir en capital-risque. Par contre, ni l'opérateur ni l'actionnariat ne peuvent prévoir l'état des marchés boursiers à termes.

La deuxième réponse observée est l'organisation en société. Théoriquement, c'est peut-être la meilleure solution. En effet, on peut admettre que, comme il n'y a pas de contraintes particulières, l'activité se développe parfaitement.

Mais dans la pratique, certains problèmes sont plus difficilement gérables dans ces conditions. Ainsi, l'intéressement des chargés d'affaires ou le problème de la liquidité des parts des actionnaires. Sur ce dernier point, la cotation en bourse a pu apparaître comme une solution. Mais au moment où la première société française de capital-risque entrait au second marché, la dernière société américaine à être cotée abandonnait la bourse... L'évaluation d'un niveau raisonnable de la valeur d'une société de capital-risque est l'éternel problème. Le général Doriot écrivait dans le rapport annuel d'ARD, au sortir d'une année 1970 difficile: " Quelques-uns des experts qui veulent encore faire des prévisions anticipent une meilleure année 1971, d'autres une année encore pire. Quelques-uns, peut-être plus avisés, ne donnent pas l'impression de savoir. Les actionnaires peuvent faire leur choix."

LES HOLDINGS FINANCIERS

LES HOLDINGS FINANCIERS

PRELIMINAIRES

Par holding financier (ou encore compagnie financière ou opérateur financier dans le texte) on n'entendra pas ici n'importe quel opérateur qui achète puis vend des titres de sociétés cotées ou non. En effet, bien que notre terrain d'accueil conduise presque toutes les activités possibles de financier, nous n'avons suivi précisément que le fonctionnement d'un département particulier. Par ailleurs, les intervenants que nous avons rencontrés à l'extérieur furent choisis pour leurs interventions dans un domaine sinon identique du moins très proche de l'activité que nous avons suivie.

Parmi tous les opérateurs, une première différenciation doit être opérée entre les activités dites de placement et de participation. L'activité de placement repose sur une approche uniquement boursière des sociétés. Les décisions sont prises avec un horizon à court terme. Le taux de rotation du portefeuille est très élevé. La part de la société détenue par l'opérateur est faible et n'excède qu'exceptionnellement 2 à 3% des titres. L'activité de participation s'oppose sur tous les points cités précédemment. L'horizon est à moyen et long terme. Les critères d'évaluation tiennent compte de l'évolution à terme du secteur d'activité de l'entreprise, son positionnement et la qualité de sa gestion. Le taux de rotation du portefeuille est faible: une participation se conserve plusieurs années en moyenne, typiquement cinq ans mais peut rester en portefeuille beaucoup plus longtemps. Ce portefeuille est bien moins diversifié. La part de la société détenue est très significative.

Ceci permet d'introduire une deuxième différenciation. Il faut en effet définir l'expression participation significative. Par rapport à un simple placement, une participation fait sortir l'opérateur financier de l'anonymat général des porteurs de parts. Se pose alors cette question: quel rôle et quelle influence doit-il avoir au sein de l'entreprise?

On peut ainsi décliner plusieurs situations: le contrôle majoritaire; le contrôle de fait c'est à dire le contrôle effectif de la conduite de l'entreprise par l'intermédiaire d'une participation forte

mais minoritaire face à un actionnariat atomisé; la minorité de blocage qui correspond à une situation juridique donnant des droits à l'opérateur, droits éventuellement complétés par certaines autres dispositions; la situation de minoritaire avec une participation au conseil d'administration ou de surveillance et parfois à d'autres organes moins officiels mais tout aussi importants; la situation de minoritaire passif.

Abandonnant le dernier cas, on distingue donc deux groupes: les participations de contrôle et les participations minoritaires actives. Avec l'activité de placement, on arrive ainsi à l'existence de trois métiers très différents.

Pour être complet, il ne faut pas oublier deux métiers hybrides par rapport aux définitions précédentes. C'est d'abord l'activité de maison de titres, comme Duménil-Leblé, qui réalisent des placements-participations à court-moyen terme, par exemple pour faciliter des opérations de prise de contrôle par des tiers. Enfin, c'est l'activité de banque d'affaires, comme Lazard, qui sans acheter de titres interviennent dans des opérations de fusion-acquisition.

En pratique aucun intervenant ne se limite à une activité unique. Si l'on tient compte des opérations occasionnelles, beaucoup sont présents dans tous les domaines.

Si l'on se limite aux opérations les plus courantes, on peut illustrer la classification sur quelques exemples. Suez et Paribas réalisent des opérations de placement, des prises de participation minoritaires dans l'industrie et les services, contrôlent majoritairement ou totalement des banques, compagnies d'assurances et sociétés immobilières. La Banexi réalise des prises de participation minoritaires. La CGIP contrôle des entreprises industrielles : du fait de cette implication très élevée, c'est en fait un holding industriel.

Ce bref descriptif permet de revenir à notre définition de holding financier. Il s'agira de l'activité de prise de participation minoritaire *active*. Il faut bien sûr préciser la notion de partenariat actif. C'est cette activité que nous avons suivie de façon privilégiée dans le domaine des industries et services.

INTRODUCTION

Avant de commencer l'analyse de cette activité de prise de participation minoritaire, il faut en préciser le contexte. En toile de

fond, on trouve ainsi deux éléments importants: la place relative de l'activité par rapport à d'éventuels autres métiers exercés par l'opérateur financier; la Bourse.

Sur le premier point, l'exercice de métiers différents vis à vis d'une entreprise peut devenir périlleux, particulièrement en situation de crise. L'opposition la plus nette est certainement entre les positions de prêteur et d'apporteur de fonds propres. Parfois un opérateur est soupçonné d'avoir mélangé les genres à propos de telle ou telle affaire... Des arbitrages sont donc parfois nécessaires. Il doivent tenir compte de la structure de l'opérateur, en particulier de l'importance relative des activités. Ces arbitrages n'entrent pas dans le champ de cette étude. Nous considérerons par la suite que l'investisseur qui rentre au capital de l'entreprise en devient également le banquier.

La Bourse, quant à elle, reflète pour partie la santé des entreprises mais aussi, de façon importante, des éléments externes comme la conjoncture politique ou les perspectives générales de l'économie. L'accroissement important du nombre des opérateurs ces dernières années pourrait être interprété comme une évolution importante du métier. En fait, si l'on observe les vingt dernières années, on note pour un opérateur comme Suez trois phases. De 1967 à 1976, une période très active est caractérisée par quelques opérations très importantes: en 1967 l'entrée dans Saint-Gobain faisant échec à la tentative de prise de contrôle par BSN; en 1970 les entrées dans Bouygues et la Lyonnaise des Eaux; en 1975 une prise de position dans Beghin-Say. De 1977 à 1982, une période peu propice aux grands mouvements correspond à un climat boursier alourdi par "l'hypothèque politique", combiné par ailleurs dans le cas de notre terrain à l'organisation d'Indosuez, principale filiale bancaire de la Compagnie. De 1983 à 1987 une période de plus en plus animée accompagne l'explosion du marché boursier: prises de position importantes dans Accor ou Havas; mise en place de filiales spécialisées comme Astorg pour le capital-développement.

Cette succession de périodes d'activité intense et de périodes d'activité déprimée paraît assez générale chez les opérateurs. La période actuelle a attiré un nombre accru d'opérateurs séduits par la perspective de plus-values boursières faciles. Par rapport à la période précédente, quelques grands mouvements de rapprochement ont été enregistrés. On peut citer l'OPA de BSN sur Général-Biscuit, la reprise de Lesieur par Saint-Louis Bouchon, l'affaire des Presses de la Cité, la prise de contrôle de Valéo par Cerus holding nouvellement créé.

La capacité des opérateurs à passer d'une période de sur-activité à une période de sous-activité traduit une différence fondamentale par rapport aux métiers industriels. L'industriel doit en permanence produire mais aussi investir s'il ne veut pas disparaître à terme. L'opérateur financier peut observer une quasi-immobilité pendant une assez longue période s'il juge qu'aucun mouvement d'importance n'est opportun. Très grossièrement, l'opérateur a deux exigences: liquidités pour satisfaire en dividendes ses actionnaires et pour couvrir ses frais de fonctionnement; la progression de la valeur réelle de ses actifs qui se traduit par la progression du titre du holding en bourse. Si la situation du portefeuille est telle que les participations versent des dividendes en quantité suffisante et si la croissance de leurs valeurs boursières assure celle du holding, il n'y a pas de raison objective à bouleverser le portefeuille. Ceci est bien sûr un cas d'école mais permet d'illustrer ce particularisme des compagnies financières.

Donc l'opérateur a le choix entre un certain immobilisme et l'action. Cela peut être considéré comme un avantage: une très grande souplesse de gestion. Mais c'est aussi un inconvénient. Il y a une limite acceptable à l'immobilisme. Deux exemples peuvent être cités: Imétal qui fut le plus beau fleuron d'un opérateur autrefois bien connu et dont la valeur passa de plusieurs milliards à un milliard, sans que l'opérateur ne s'en dégage; inversement, les actifs sidérurgiques que Marine-Wendel a pu réinvestir à temps dans d'autres activités.

Les opérateurs déclarent souvent que seule une attitude pragmatique est possible: jouer les opportunités qui se présentent, tirant profit de situations fugitives. Cette démarche essentiellement opportuniste est parfois complétée par une attitude volontariste par rapport aux choix de cessions et d'acquisitions.

L'analyse qui est développée par la suite à propos de l'exercice de ce métier montre comment les opérateurs s'inspirent des deux options à la fois.

Les principales étapes du processus de décision sont démontées: repérage des opportunités, expertise et négociation, suivi et désinvestissement.

II.1. LE REPERAGE DES OPPORTUNITES

L'emploi du temps

Dans l'exercice quotidien du métier, le chargé d'affaires est confronté à la conduite simultanée de plusieurs dossiers d'investissement. Il assure aussi le suivi de quelques-unes des participations du portefeuille. L'emploi du temps peut donc se répartir grossièrement en trois tiers: repérage, expertise, suivi. Il faut par ailleurs conserver une certaine disponibilité pour les "coups de feu", c'est à dire les opérations qui ne sont pas traditionnellement un élément de l'activité comme les fusions-acquisitions. Les chargés d'affaires sont des gens pressés. L'observation met surtout en évidence des comportements individuels. Cette tendance naturelle à l'éclatement doit être contrebalancée par l'organisation. Schématiquement les opérateurs se décrivent comme une "équipe" de chargés d'affaires. La régulation toujours rencontrée est la réunion de travail hebdomadaire. Elle a un caractère obligatoire, créneau horaire figé qui est exclu de l'emploi du temps personnel du chargé d'affaires. Même si tous les dossiers ne peuvent être abordés à fond, cette réunion permet de faire le point sur l'activité générale de l'équipe. Il faut aussi mentionner l'habitude de travail en binôme ou en trinôme, les *task-forces*. Enfin, suivant les organisations, on trouve des comités d'investissement qui valident finalement les décisions prises. Ces comités font le lien avec les autres activités de l'opérateur, qui peuvent être ponctuellement en conflit sur des dossiers particuliers. Globalement, l'activité est un mélange d'actes individuels et collégiaux.

Les opportunistes

Le repérage des opportunités est avant tout une affaire de personne. Notons au passage que le flot des dossiers et leur qualité sont, comme en capital-risque, le nerf de la guerre. L'opérateur par les membres de son équipe a accès à plusieurs cercles de connaissances. Il y a les participations en portefeuille qui peuvent alerter de tel ou tel projet. Dans le même rôle d'alerte on peut ranger les affaires où l'opérateur possède un administrateur. Il y a les affaires qui font seules la moitié du chemin en venant frapper à la porte de l'opérateur, sur recommandation ou simplement compte-tenu de l'image de marque du financier. La taille de l'opérateur, son implantation, son comportement habituel participent à la constitution d'une rente de

situation qui est loin d'être négligeable. Il y a le recours à ces super-journalistes que sont les cabinets de conseil en stratégie. Enfin, il y a le carnet d'adresses personnel des chargés d'affaires.

Tous ces contacts sont d'ordre personnel. Ceci explique pourquoi la synergie a priori évidente entre une compagnie financière et le réseau bancaire d'une banque qui ferait partie de la même entité financière, ne fonctionne pas si facilement. La banque est en effet en relation avec le financier de l'entreprise. Ce n'est pas nécessairement la bonne personne pour monter des "coups" ensemble ou envisager la question de l'entrée au capital.

Parmi les dossiers auxquels nous avons eu accès ou qui nous furent cités, la majorité parvenait à l'opérateur par l'intermédiaire de la fonction d'observation décrite précédemment. Le dossier présenté de la société Agora était parvenu par l'intermédiaire d'un consultant. Ce dossier est le type même de l'opportunité qui se manifeste en dehors de toute volonté propre de l'opérateur.

Un autre genre d'opérations souvent citées est le cas des opérations de défense sur offre publique d'achat. L'opérateur peut alors être sollicité par les dirigeants de l'entreprise sujette à l'OPA. Eventuellement il peut songer à intervenir de lui-même. Nous n'avons pas rencontré de telles opérations. A ce sujet, signalons que les opérateurs se distinguent par leur capacité d'intervention, niveau de liquidités ou capacité d'appel au marché.

Les volontaristes

Certains opérateurs se déclarent totalement satisfaits par une attitude uniquement opportuniste. D'autres adoptent une attitude plus active. Ceci est rendu possible par le caractère ouvert du marché. Les groupes sont connus et des informations financières sont disponibles. L'opérateur peut essayer d'agir pour créer les conditions favorables au déclenchement d'une opportunité, comme on le verra par la suite. Il peut aussi plus couramment anticiper ce déclenchement.

Une disposition pratique souvent rencontrée est le recours à des chargés d'affaires spécialistes de secteurs. Les secteurs généralement sélectionnés sont des secteurs dits de croissance. On trouve ainsi l'informatique, les services, la distribution, les télécommunications...Le choix de l'opérateur de distinguer quelques domaines ne signifie pas que les opérations les plus importantes y seront réalisées. Il s'agit d'une simple orientation sans contrainte

particulière, de budget par exemple. Ainsi l'opération la plus importante réalisée sous nos yeux par notre terrain n'appartenait à aucun des secteurs choisis.

Le découpage par secteur peut sembler un grand pas vers une approche logique et méthodique du marché. Mais pour le chargé d'affaires le problème reste entier. On pourrait imaginer a priori bien des opérations dans le seul secteur agroalimentaire par exemple. De quels outils supplémentaires dispose-t-on pour fixer son attention sur une entreprise ?

La position d'investisseur minoritaire impose quelques règles de prudence. Elles sont en général respectées. Tout part de la constatation que le minoritaire ne peut pas faire la loi dans l'entreprise. Il ne pourra pas gérer à la place d'une équipe déjà présente. D'où un premier critère qui est la réputation de l'entreprise, plus particulièrement de ses dirigeants. Comme corollaire il y a la capacité à plaider l'opération auprès de ces mêmes dirigeants. Il faudra susciter leur appétit de voir l'opérateur financier entrer à leur capital. Le chargé d'affaires prépare ce moment en recherchant à l'avance le moyen d'obtenir un contact privilégié: utilisation du dédale des participations en portefeuille, des relations bancaires, des connaissances personnelles... Tous ces contacts devront rester confidentiels. Le chargé d'affaires ne peut pas trop s'éloigner des cercles traditionnels de connaissances de l'opérateur.

La deuxième règle de prudence est l'analyse de l'actionnariat. Sur un coup important, un minoritaire ne rentre pas face à un majoritaire. Même assortie de conventions d'entrée au capital, cette situation peut devenir très vite inconfortable. La situation idéale est un actionnariat divisé qui pose le problème du contrôle immédiat ou à terme de l'entreprise. Le financier pourra peser d'un poids plus important et son entrée sera parfois souhaitée.

Un secteur passé au crible précédent peut laisser apparaître quelques rares entreprises et parfois, aucune. Dans les situations observées de démarche active, le chargé d'affaires accumule de l'information sur l'entreprise cible. Il faut préparer le dossier pour le plaider auprès de l'entreprise, mais aussi auprès des organes de décision de l'opérateur financier qui jugera auparavant du caractère opportun de la démarche. Les informations accumulées sont d'abord d'ordre financier puis d'ordre "stratégique".

L'évaluation de la situation financière d'une entreprise n'est pas très facile. Elle l'est d'autant moins lorsque le chargé d'affaires ne dispose que des informations publiques, typiquement des rapports

annuels. Toute une technique doit être développée pour dépoussiérer les bilans et les comptes de résultats. Il faut rectifier les phénomènes parasites: état des provisions et plus-values latentes, évaluation des stocks, situation fiscale de l'entreprise, risque de change... La participation à quelques exercices de ce genre nous a montré que, loin d'être négligeables, ces retouches pouvaient inverser des tendances même sur une longue période, expliquer une mauvaise santé apparente,... Des cas précis montrent que secteur par secteur, créneau par créneau, il était possible d'avoir une idée sur le caractère plus ou moins optimiste des comptes et parfois sur la prudence de la gestion des dirigeants: estimation de la valeur résiduelle pour des affaires de location-vente, amortissements immatériels, provision pour hausse des prix...

A partir de cette analyse grossière de la situation, l'avenir de l'entreprise est envisagée à travers l'évolution plus ou moins probable de quelques-uns des chiffres clefs de l'activité. Le chargé d'affaires a couramment recours à un cabinet conseil pour ce genre de travail, si sa connaissance du secteur est insuffisante. A ce stade une analyse plus fine n'est pas nécessaire. D'ailleurs certains représentants d'opérateurs financiers nous ont déclaré que les dirigeants de l'entreprise sont les mieux placés pour ce travail. Mais l'expertise finale doit tenir compte d'éléments de ce type. L'opérateur devra ainsi faire confiance soit à l'industriel, soit au chargé d'affaires, soit à un tiers expert.

II.2. EXPERTISE ET NEGOCIATION

L'audit

Le démarrage de l'expertise traduit la prise en considération de l'investissement. Les éléments nécessaires sont déjà partiellement réunis, surtout si l'opérateur a suivi une démarche active.

La présentation du cas d'Agora dans la première partie montre quels types d'éléments sont recherchés. Il y a d'abord l'audit financier qui permet de s'assurer qu'aucune surprise désagréable n'est à craindre. Cet audit s'effectue parfois avec l'aide d'un tiers. En général il conduit à un retraitement poussé des données financières. Cette démarche permet de comparer la situation de l'entreprise à d'autres entreprises du secteur. Le résultat de cette analyse n'est pas le seul élément

important dans la valorisation . En effet cette valorisation n'est pas donnée par le seul calcul d'une valeur patrimoniale mais aussi par l'appréciation des résultats futurs.

Cette appréciation tient compte des tendances enregistrées dans le passé: ensemble des derniers résultats et des facteurs clefs qui ont pu influencer leur évolution. Il reste à se déterminer sur la visibilité de l'entreprise et l'évolution à venir des facteurs clefs. Dans le cas d'Agora, il y avait clairement unanimité pour prédire une évolution brillante de l'activité avec des prévisions d'augmentation du chiffre d'affaires supérieure à 20% pendant plusieurs années. De plus les observateurs externes attribuaient la nette progression relative par rapport à la concurrence à l'excellence de l'équipe dirigeante.

La difficulté dans ces conditions est que la Bourse anticipe largement cette croissance et le prix d'entrée est nécessairement élevé. L'absence de risque se paye très cher.

Le degré d'influence

Par ailleurs, un critère important de l'investisseur est le degré de participation à la gestion de l'affaire. Dans le cas présenté, le pourcentage modeste (environ 6%) aurait demandé par la suite à être complété pour permettre de peser d'un poids plus lourd dans la gestion. La participation dans le holding européen offrait une décote de holding importante sur la société américaine mais, en contrepartie, écartait un peu plus l'obtention d'une forte position d'influence dans la filiale américaine, principal intérêt de l'affaire. Cette situation aurait conduit naturellement l'investisseur à passer à un engagement plus important dans le futur de manière à ce que le degré d'influence soit jugé convenable. A ce niveau d'engagement la participation aurait pu devenir l'une des plus importantes du portefeuille. L'analyse de la culture de l'investisseur montre alors clairement que l'engagement est a priori établi pour un terme éloigné, par exemple dix ans. Un élément qui rentre en ligne de compte à ce stade est la capacité à conduire en commun des opérations futures: investissements, prises de participation, lancement de sociétés... Un flot régulier d'affaires communes met plusieurs années pour s'établir et les participations qui remplissent cette dernière condition sont extrêmement rares. Des relations de confiance doivent au préalable être tissées entre l'opérateur et l'industriel.

La nécessité de participer aux décisions importantes s'explique facilement. L'intrusion d'un horizon à long terme rend tout à fait

aléatoire un calcul de rentabilité établi à partir des dividendes à percevoir et surtout de la valeur de revente à terme de la participation. L'opérateur doit donc assurer en permanence un suivi très fin de la participation et peser sur certains choix, pour éviter un "réveil brutal" à terme.

A propos de l'évaluation de la valeur de revente et du calcul de rentabilité d'une prise de participation à long terme, l'annexe 8 détaille quelques-unes des difficultés pour l'utilisation de modèles. Ceux-ci présentent néanmoins l'énorme avantage d'offrir une approche intrinsèque et non boursière de l'évaluation de l'entreprise.

La reconnaissance d'un droit de surveillance et de participation est une des conditions sine qua non d'une participation importante envisagée pour le long terme. Ce droit peut en partie être négocié dans le protocole d'accord (nombre de places au conseil,...). Mais de telles garanties ne sont pas suffisantes. Le véritable élément est le jugement personnel de l'opérateur sur la volonté qu'a l'équipe dirigeante de suivre cette règle. Par ailleurs, l'opérateur doit évaluer l'envie et le besoin des dirigeants de voir l'opération se réaliser.

Le rendement courant

Le dernier point important dans l'évaluation était le rendement courant, soit le niveau de distribution de dividendes. L'opérateur a en effet besoin de satisfaire un premier besoin en liquidités qui est la distribution de dividendes à ses propres actionnaires. Cette distribution s'effectue à partir de la société mère (l'opérateur est constitué en groupe financier généralement) dont les bénéfices proviennent de dividendes versés par les filiales et les participations, mais aussi des bénéfices sur opérations en capital. Un taux de distribution acceptable (un à trois pour cent de la capitalisation boursière du groupe financier) représente très souvent un niveau proche de celui du résultat courant de la société-mère. Or cette distribution doit s'effectuer uniquement à partir du résultat courant car une distribution à partir de profits en capital obligerait à supporter un taux d'imposition de 45% (barème société) sur ces plus-values normalement imposées à 15%. La participation qui entre en portefeuille doit donc répondre à ce critère de rendement courant. L'opérateur peut se permettre de ne pas exiger un taux élevé pour des participations faibles en montant. Mais, dès que la participation est importante, un rendement trop faible pourrait déséquilibrer l'édifice par rapport à ce besoin en liquidités.

Sur ce dernier point, la société Agora ne donnait pas entière satisfaction à court terme car un accord entre la maison mère et la filiale prévoyait un taux de distribution faible, une fois rapporté à la capitalisation boursière. Ceci devait permettre à la filiale d'assurer son développement par autofinancement. Cela ne se révélait pas trop grave dans la mesure où l'accord devait cesser dans les trois ans.

Remarques

Tous ces critères qui apparaissent lors de la prise de décision sont utilisés par la suite pour le suivi des participations, dont l'objet final est éventuellement le désinvestissement.

L'investissement dans Agora restait néanmoins difficilement appréciable quand à la rentabilité long terme, critère toujours prépondérant. Plusieurs approches furent essayées. D'abord par le biais d'un modèle dont l'utilisation se révélait délicate, la maison mère et sa filiale ayant des perspectives très différentes. Mais les chargés d'affaires privilégièrent une approche classique par les PER ou Price Earning Ratio, c'est à dire le rapport entre la capitalisation boursière de la société et son résultat net. Il ressortait toujours que la visibilité ou l'horizon de l'investissement était excellente à court et moyen terme mais qu'à long terme rien ne permettait de prévoir la tenue du cours en bourse si la croissance du secteur se ralentissait fortement. Les considérations précédentes motivèrent une proposition très prudente de la part de l'investisseur, qui fut refusée par les sortants qui voulaient concrétiser une hausse récente de l'action .

Une prise de participation très légère fut néanmoins réalisée par l'équipe placement et diverses filiales financières.

Le cas Agora et plus généralement les investissements de cette catégorie diffèrent d'investissements mettant en jeu des montants beaucoup plus faibles. Il y a deux différences principales.

Dans le cas d'investissements plus faibles, le seul critère vraiment important est le rendement global de l'opération: valeur de la plus-value réalisable à moyen terme. L'approche financière de ces investissements est plus "dure", la sortie à moyen terme étant davantage une évidence dès le départ.

Deuxièmement, le fonctionnement de l'opérateur est d'une autre nature. Dans le cas d'Agora, une opération d'un montant aussi élevé dans un laps de temps aussi court ne pouvait être envisagée que parce qu'un

haut dirigeant de l'opérateur financier entretenait des liens de confiance personnels avec l'intermédiaire proposant le rachat. Le contact direct avec Agora était établi par ce dirigeant qui se prononçait sur les critères énoncés plus haut. L'équipe de chargés d'affaires réalisait quant à elle l'expertise technique et financière d'où il ressortait une recommandation que l'opérateur était libre de suivre ou de ne pas suivre. Pour des affaires plus légères, les contacts s'établissent directement au niveau du chargé d'affaires et l'organisation lui délègue sa confiance.

II. 3. SUIVI ET DESINVESTISSEMENT

Les cinq critères d'investissement

L'investissement est donc décidé sur les cinq critères principaux suivants: rentabilité à long terme, rendement courant, degré d'influence et participation aux choix stratégiques de l'entreprise, synergies d'investissements futurs et retombées bancaires.

- La rentabilité à long terme est basée sur l'idée que l'on se fait de la croissance de l'entreprise sur les différents secteurs dans lesquels elle sera présente lors des prochaines années, croissance que l'on prévoit par extrapolation à partir de l'historique des résultats passés. Il est à ce titre assez rassurant de pouvoir disposer des bilans et comptes de résultats passés de l'entreprise.

- Le rendement courant, évalué à partir des prévisions de résultats également, mais aussi du taux de distribution de dividendes que l'on s'efforce de négocier au moment de la prise de participation. Ce rendement courant est évidemment destiné à alimenter les charges courantes du holding financier ainsi que ses propres charges de distribution: le holding a également des actionnaires qu'il faut rémunérer.

- Le degré d'influence sur les décisions importantes de l'entreprise est la justification même d'un investisseur qui se veut être un agent jouant un rôle actif dans l'économie. Cette influence s'exerce au travers d'un ou de plusieurs sièges au Conseil d'Administration qu'il faut négocier au moment de rentrer, mais

également au travers de la mise en place de Comités de réflexions et de décisions stratégiques entre dirigeants et investisseurs. Il s'agit d'être associé aux décisions plutôt que de "tirer toutes les ficelles". Il est clair qu'à ce stade, la confiance entre ces différentes personnes doit être totale. Les liens personnels sont déterminants dans l'établissement et le maintien du niveau de confiance.

L'un des points les plus importants est la composition du capital. Dans un cas extrême, il peut être très éclaté et, avec une participation minoritaire, de 20% par exemple, l'investisseur peut très bien se retrouver actionnaire principal. Par contre, l'investisseur peut également, pour une part semblable, avoir en face de lui un actionnaire majoritaire détenant plus de 50% des parts ou des droits de vote. A moins d'avoir une minorité de blocage, c'est à dire 34% des parts donc un pourcentage déjà notable, l'investisseur ne peut prétendre être associé aux décisions. En outre, dans certaines situations, l'investisseur ne peut même plus avoir les garanties minimales de liquidité en termes de dividendes. Dans de tels cas, qui aboutissent à de véritables crises, particulièrement lorsque la participation n'est pas cotée, l'investisseur peut rester bloqué dans une participation dont la rentabilité est sujette à caution. C'est pourquoi les investisseurs évitent de rentrer au niveau d'une filiale d'un Groupe industriel.

- Les synergies d'investissements futurs sont recherchées également. L'opérateur financier peut concevoir l'ensemble de ses participations "stratégiques" comme les différents éléments d'un réseau industriel de veille, par comparaison aux filiales bancaires constituant un réseau de drainage d'opportunités pour les PME-PMI. Les membres de ce réseau, groupes industriels à part entière, sont très à même de dénicher des opportunités dans leurs secteurs.

Ils peuvent, dans certains cas où la confiance entre la participation industrielle et le holding financier est totale, devenir des avant-postes d'observation de celui-ci. Des coups peuvent être montés en commun, comme on a pu le voir récemment lors de la présentation du dossier Métropole TV sur la sixième chaîne de télévision entre la Compagnie Financière de Suez et La Lyonnaise des Eaux (détenue à 20% environ par Suez). Il est d'ailleurs frappant de constater que les divers investissements de la Lyonnaise des Eaux dans le domaine de la communication ont été effectués en tandem avec Suez: Pathé-cinéma, Vidéospace (location d'antennes satellites).

De plus, un échange d'informations important peut être mis en place entre le holding et sa filiale industrielle. En particulier, les industriels sont à même de donner des avis éclairés sur certaines caractéristiques

de leurs secteurs et constituent à ce titre des correspondants , experts ou utilisateurs, que l'on peut consulter lors de la prise en considération d'un nouveau dossier par exemple.

Il s'agit donc d'une conception de "Club à la Japonaise", comparable aux *soga-shoshas*, ces fameuses maisons nippones de commerce international.

- Les retombées bancaires enfin ne sont pas négligeables pour un holding qui possède également des filiales bancaires. Il s'agit essentiellement d'assurer le bas de bilan des entreprises: lignes de crédit, gestion de trésorerie, crédits court terme, sans compter les diverses opérations financières de l'entreprise, lors d'acquisitions par exemple.

Il est évident que le premier critère, la rentabilité à long terme, vaut à lui seul tous les autres, particulièrement pour les participations moyennes, de l'ordre de quelques dizaines de millions de francs, où l'on se préoccupe moins de synergies d'investissements ou de retombées bancaires. Pour ces participations , les désinvestissements sont plus aisés : le critère de rentabilité mis en défaut peut engendrer une volonté de désinvestir à lui seul.

Le suivi

Parmi tous les niveaux de pourcentage au capital envisageables, il existe deux niveaux seuils:

Le niveau de 10% à partir duquel on peut bénéficier du régime mère-filiale et ne pas être imposé sur les dividendes de la filiale au taux de l'impôt sur les sociétés en les intégrant au résultat net et, en cas de redistribution par la mère, d'assortir ces distributions de l'avoir fiscal sans paiement du précompte; il faut simplement imputer sur ces produits de la filiale une quote-part de frais et charges.

Le niveau de 20% à partir duquel on peut bénéficier du régime d'intégration proportionnelle. On intègre alors dans le résultat consolidé du holding, non pas seulement les dividendes distribués par la filiale, mais le résultat net de celle-ci à hauteur du pourcentage détenu. Ceci contribue à améliorer le résultat consolidé et, par voie de conséquence, les performances boursières .

La synergie d'investissements est l'expression d'un niveau de confiance exceptionnel entre les industriels et les financiers. Elle peut

très bien être inexistante sans qu'aucune défiance ne s'instaure entre eux.

Tant que le niveau de confiance subsiste entre les uns et les autres, les participations "stratégiques" ne sont pas remises en cause. On acceptera éventuellement de ne plus peser sur les choix importants de la filiale industrielle, en ne siégeant plus au Conseil par exemple, c'est à dire de devenir un partenaire passif si des garanties minimales de croissance et de liquidité existent et assurent l'équilibre général du portefeuille. En effet, la valorisation de l'action de l'opérateur financier dépend essentiellement de la valorisation boursière de ses actifs, à la décote de holding près, et il n'est pas nécessaire de réaliser la plus-value en vendant une participation pour valoriser cet actif. La satisfaction de l'actionnariat du holding passe donc par la recherche de garanties quantitatives au niveau des participations: croissance et liquidité (au sens de dividendes).

Le désinvestissement pose un problème d'autant plus délicat que le montant de la participation est élevé et la part de capital détenue importante. Aussi reste-t-il exceptionnel pour les participations "stratégiques" pour lesquelles l'intimité de pensée a existé ou existe encore.

Le processus qui aboutit à une volonté "sociale" de désinvestir de la part de l'opérateur est très lent; par volonté sociale , il faut ici comprendre que l'opérateur, en temps qu'institution financière, veut ou a besoin de désinvestir.

La durée de vie des participations lourdes reste en effet indéfinie au moment de la décision d'investissement. Historiquement, les participations les plus lourdes semblent être les plus stables, typiquement 10 à 20 ans. Par exemple, la Lyonnaise des Eaux a intégré le Groupe Suez en 1970. Cette durée de vie dépasse largement le temps de passage des chargés d'affaires. Les participations lourdes sont suivies par deux personnes au moins: un haut responsable de l'institution financière, siégeant au Conseil d'Administration et ayant souvent des liens personnels ou de confiance avec les dirigeants de la participation; puis un chargé d'affaires sans implications directes ou personnelles qui doit attirer l'attention lorsque la participation ne remplit plus les objectifs purement financiers; ce n'est pas le rôle de ce dernier de remettre en cause la participation, il ne pourra que tirer une sonnette d'alarme.

Le désinvestissement

La cession d'une participation lourde apparaît en effet plus comme une décision stratégique que comme une décision de résultats financiers. Outre les retombées bancaires et les liens personnels établis, le holding est soucieux de son image de marque. Celle-ci s'est forgée et se forge encore sur le comportement du holding vis à vis de ses participations les plus lourdes, celles qui se voient "comptablement" de l'extérieur et qui influent considérablement sur le résultat consolidé. Une bonne image de marque est indispensable: c'est en effet l'un des facteurs-clés d'arrivée des dossiers.

La cession résulte alors plutôt d'une différence de point de vue sur les choix industriels importants de la participation, voire d'un conflit personnel et l'instauration d'un climat de défiance. La prudence est alors de règle. L'investisseur ne peut se permettre de sortir brutalement d'une participation à la connaissance anticipée d'un fait significatif car il pourrait être accusé de "délit d'initié" par la COB (Commission des Opérations de Bourse). En outre, un désinvestissement brutal, sans prévenir les dirigeants de la participation, a toutes les chances d'être ressenti comme une trahison par ces derniers et par toute la communauté financière, même si le désinvestissement est simplement motivé par un désaccord sur les grandes orientations industrielles de la participation. C'est ce qui s'est passé lors de la prise de contrôle de Général-Biscuit par BSN, par échange des parts d'une institution financière importante de la place de Paris, ceci intervenant à la suite d'un désaccord, malgré un long passé commun où elle avait aidé le Groupe à se développer. Le désinvestissement est d'autant plus mal ressenti que l'investisseur fait partie du noyau dur d'actionnaires, noyau d'alliés capables d'intervenir en cas d'OPA sauvages. Il est très probable que l'investisseur reçoive alors les honneurs de la presse, relayée par la bonne parole des institutions financières concurrentes.

Outre le souci de préserver l'image de marque, la Direction doit faire preuve de prudence: s'il paraît facile de vendre, il est certainement plus difficile de racheter une bonne affaire à un prix intéressant; les bonnes affaires sont chères. L'opérateur financier connaît relativement bien les participations qu'il détient, mais connaît peu celles qu'il pourrait acheter.

Ainsi tout comme pour l'investissement, la volonté de

désinvestir ne suffit pas. Afin que la cession se passe "correctement", il faut attendre une opportunité ou la préparer, comme dans le cas de la cession partielle par Suez de ses parts dans Valeo au profit de Carlo De Benedetti, cession résultant encore une fois d'un désaccord sur les choix stratégiques. Cette opportunité peut être une succession des dirigeants ou une modification de la géographie du capital, événements propices à une dégradation du niveau de confiance ou à une rupture de liens personnels longuement établis. On préférera également ne pas sortir au moment où tout va mal, mais attendre qu'un plan de redressement soit achevé, ou encore une restructuration, et que ce soit salué par la Bourse. Ceci a été le cas de la cession par Suez de ses parts dans Imetal, cession effectuée avec l'assentiment du Président d'Imetal alors qu'un groupe s'était déclaré repreneur.

Chaque année, l'opérateur financier définit des budgets d'investissements et de désinvestissements par consultation de tous les chargés d'affaires. Ceux-ci expriment alors leur opinion sur les dossiers de participations qu'ils suivent. Ces budgets sont définis en fonction d'objectifs de taux de rotation ou de croissance des actifs, ou bien d'équilibre du portefeuille entre les actifs industriels, bancaires, immobiliers ou de placement. Ces budgets ne constituent pas des objectifs à tenir absolument, à l'inverse de la gestion budgétaire pratiquée par les Groupes industriels. L'opérateur tient en particulier à éviter toute pression à l'investissement.

Les participations moyennes sont, par contre, très sensibles à ce critère de rotation d'actifs. L'image de marque, l'intimité de pensée, les liens personnels et les retombées bancaires jouent ici beaucoup moins et la cession de telles participations, lorsque les perspectives deviennent moins encourageantes, peut être provoquée par les simples besoins en liquidités.

Dans tous les cas, les dirigeants sont avertis lorsque l'investisseur est soucieux de sa propre image de marque. Il peut alors passer par le Président de la participation industrielle pour trouver un acquéreur privilégié, plutôt que de sortir en Bourse en influant considérablement le cours. Lorsque le Président est prévenu, aucun commentaire déplaisant n'est à craindre et la cession peut être bien ressentie.

Si aucune opportunité ne se profile à l'horizon, et qu'on ne peut pas en provoquer, le désinvestissement s'opère en douceur, par dilution en ne souscrivant pas aux nouvelles augmentations de capital ou par

vente progressive de titres en Bourse.

En conclusion, le désinvestissement paraît être une discipline difficile dans la mesure où il oblige l'investisseur à remettre en cause ses participations. Comme nous l'avons vu dans l'introduction, l'opérateur doit sans cesse manoeuvrer entre deux écueils: la prise de risques inconsidérés et le vieillissement du portefeuille du fait d'un trop grand immobilisme. Le désinvestissement est le seul garant contre le vieillissement du portefeuille.

CONCLUSION GENERALE

Le capital-risque et l'activité de prises de participations s'opposent naturellement par le niveau des engagements pris et très souvent par l'horizon de la réussite. Plus fondamentalement encore, ces métiers s'opposent quant à la place relative des critères d'investissement et la nature du risque.

Le capital-risque se définit par la perte possible de la mise alors que l'activité de compagnie financière l'exclut en principe, du moins à court terme. L'exclusion du risque pour ce dernier métier s'obtient par une approche financière qui n'est pas possible pour le capital-risque. Mais l'analyse financière n'est pourtant pas suffisante pour décider, comme cela a été vu. De plus, les incertitudes d'un investissement en capital-risque diminuent avec son vieillissement: ceci permet la concentration des plus-values sur les meilleures affaires. A l'inverse, le vieillissement d'un investissement est la plus grande source de difficultés pour une compagnie financière: il faut être capable de désinvestir à temps, alors que l'affaire est encore bonne et malgré les liens quasi-structurels qui ont pu s'établir avec la participation. Le désinvestissement n'est évident que lorsque il est souvent trop tard. L'opérateur doit exercer sa vigilance pour ne pas trop s'habituer à des situations acquises.

Cependant, sur deux points, les activités se rejoignent: le besoin d'information et les jugements sur les personnes et les organisations, expression de la confiance.

Le besoin d'information traduit la nécessité de toujours drainer un flot d'opportunités qu'il faudra au besoin provoquer. Le *venture capitalist* aura essentiellement recours à son carnet d'adresses, véritable fonds de commerce. Pour une compagnie financière, cette nécessité est plus difficile à satisfaire. Il faut constamment veiller au renouvellement des réseaux. Ainsi c'est un travail de longue haleine que de préparer des collaborations actives avec les participations en portefeuille: l'entrée au capital n'est vraiment pas suffisante. On mesure ici le rôle déterminant que peut jouer une participation lourde

pour la réalisation de ces collaborations. Ceci explique d'ailleurs pourquoi le désinvestissement ne se fait pas aussi naturellement qu'en capital-risque: des liens presque structurels peuvent s'établir.

Sur le deuxième point, l'observation montre que, pour l'un et l'autre des métiers, le véritable décideur est toujours celui qui peut porter un jugement sur les personnes. Dans le cas d'une compagnie financière, ce jugement vient compléter l'approche financière brute et lui est indispensable. La perte de confiance est souvent le signal du désinvestissement, parfois bien avant qu'aucun clignotant financier ne se soit allumé. Mais cela ne saurait surprendre personne puisque le décideur, celui qui accorde la confiance, s'identifie pour les affaires les plus importantes au sommet de la hiérarchie. Pour l'activité du capital-risque, c'est le monde à l'envers. Le chargé d'affaires, décideur naturel car le mieux placé, doit s'imposer à sa structure et ses éventuelles contraintes. Certains opérateurs ont ainsi eu la sagesse, pour mieux les protéger, de les mettre dans des coquilles.

ANNEXES

ARD

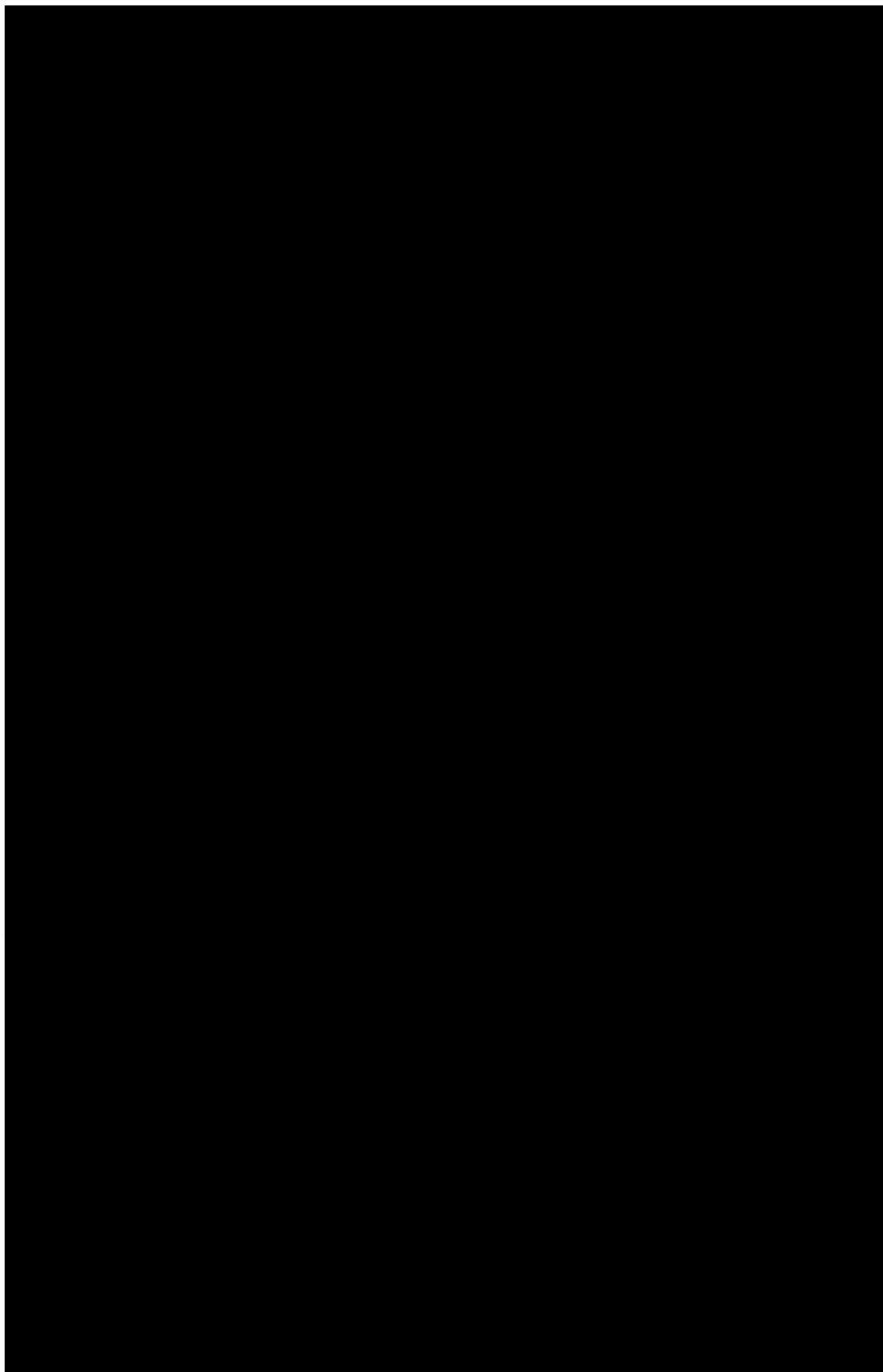
L'American Research and Development Company fut fondée en 1946. Dans l'un des textes qui suivent, intitulé Early years of ARD, sont présentées les raisons qui présidèrent au démarrage de cette première société professionnelle de capital-risque. La déclaration du Sénateur FLANDERS au moment de la fondation définissait ce grand projet qui devait se développer pendant plus de vingt-cinq ans et donner tant d'autres adeptes au capital-risque. La suite du texte présente rapidement le fonctionnement de la société.

Un extrait du rapport annuel de l'année 1946 montre l'état d'esprit des dirigeants à cette époque: méthode de travail mais aussi mesure de la difficulté de l'entreprise engagée.

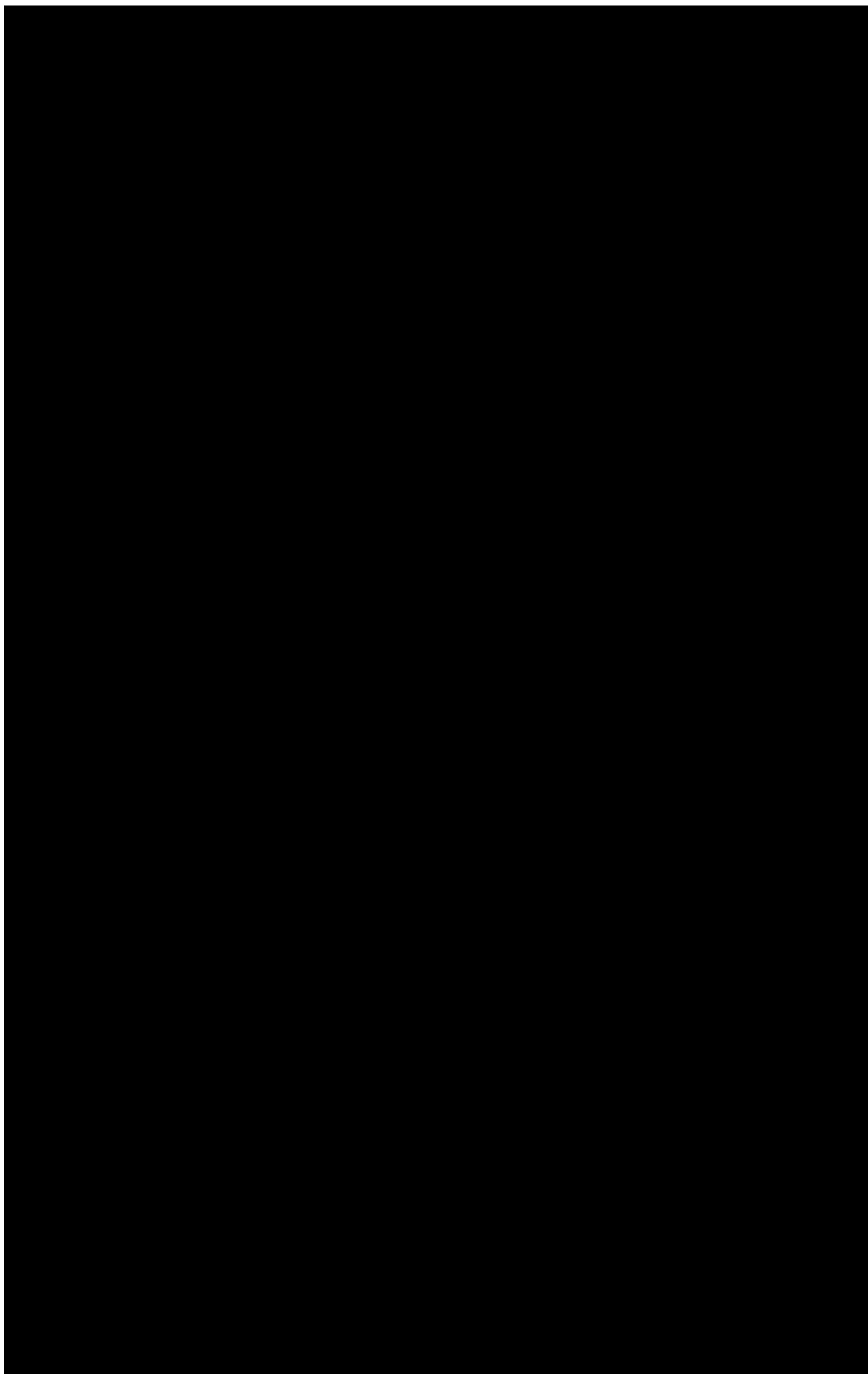
History of ARD montre l'évolution financière sur vingt-cinq ans. Les premières années furent beaucoup plus difficiles que prévu. Le décollage véritable exigea presque dix ans. ARD est le plus souvent connu pour l'investissement réalisé dans DIGITAL EQUIPMENT, investissement redistribué en 1971 sous forme d'actions pour un montant total de 382 millions de dollars soit 80% environ des actifs d'ARD à cette période.

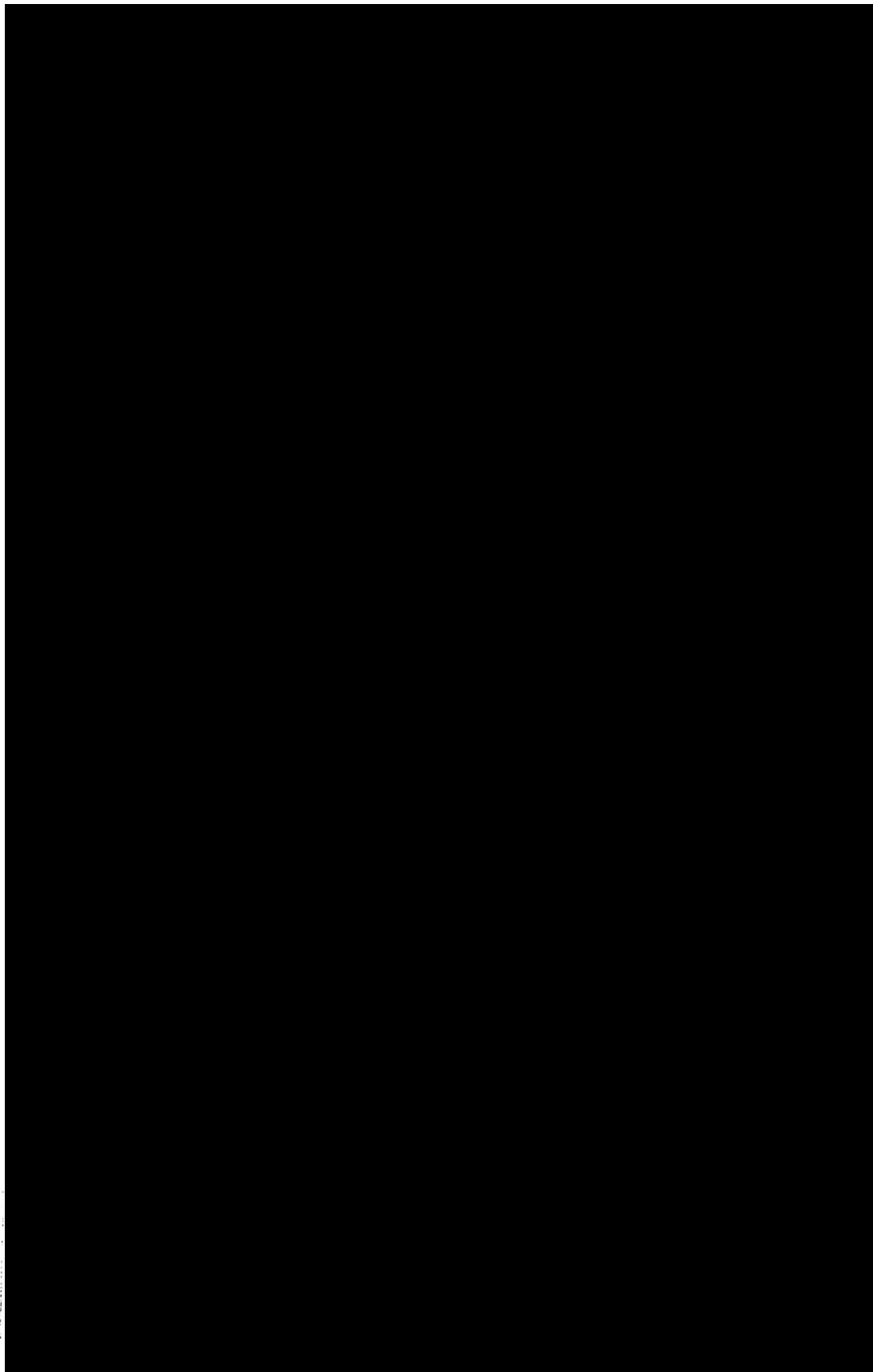
Method of Operation détaille les méthodes de travail utilisées.

Un extrait du mot du Président, tiré du rapport annuel 1971, montre comment un mauvais état général de l'économie, répété sur plusieurs années consécutives, nuit au développement de l'activité du capital-risque. A ce moment ARD est une société cotée en bourse (introduction à New-York en 1961). Deux raisons conduiront les dirigeants à abandonner la cotation en 1972 et à se faire racheter par une société industrielle, Textron. D'abord la grande difficulté à faire des prévisions sur l'évolution de la société et à expliquer sa conduite entraînent des rapports difficiles avec un actionnariat public. Puis, le statut d'*investment company* peu intéressant par rapport aux statuts de *partnership* ou de département de capital-risque d'un groupe (essentiellement pour des raisons fiscales).

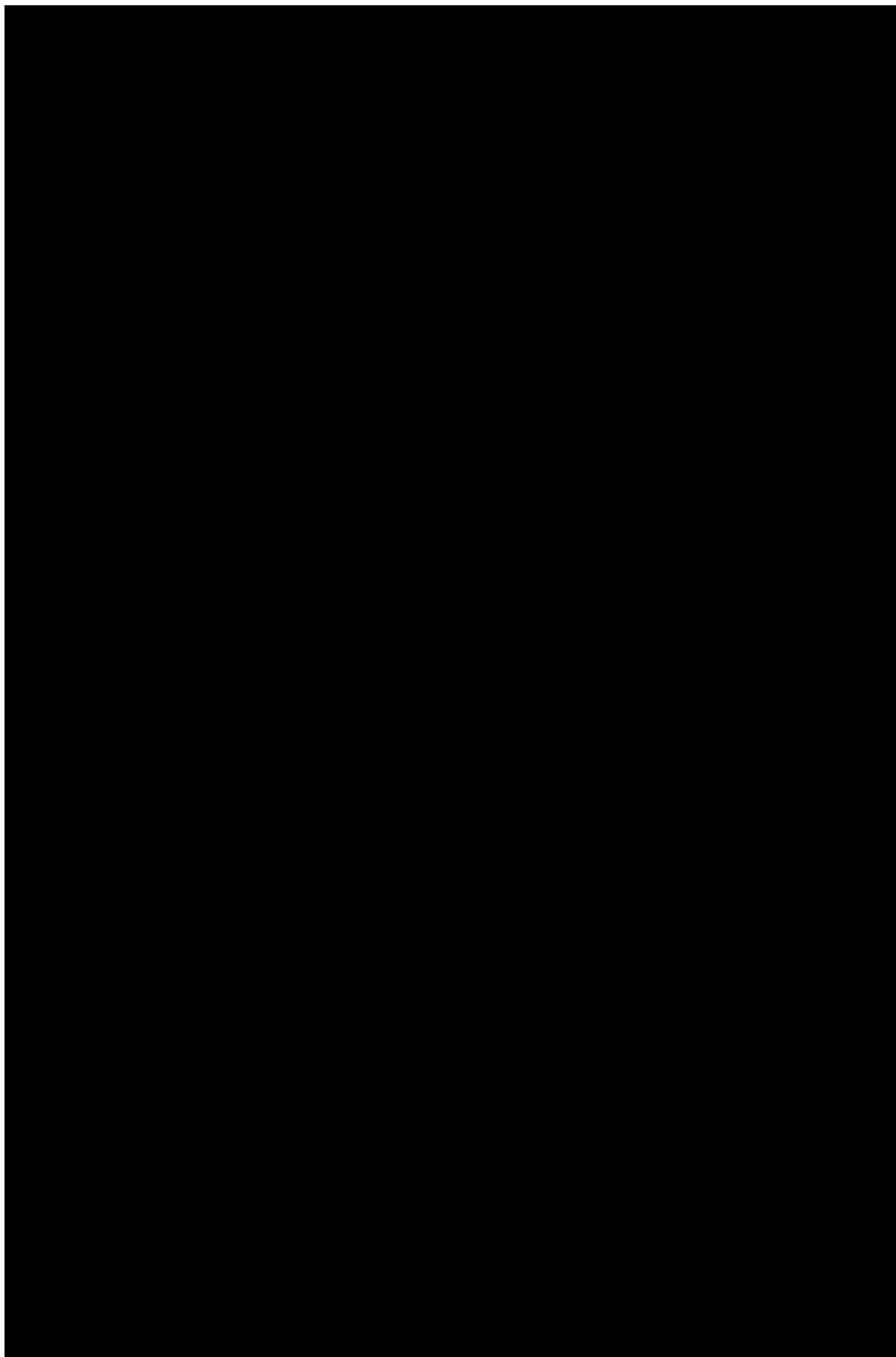


X





X

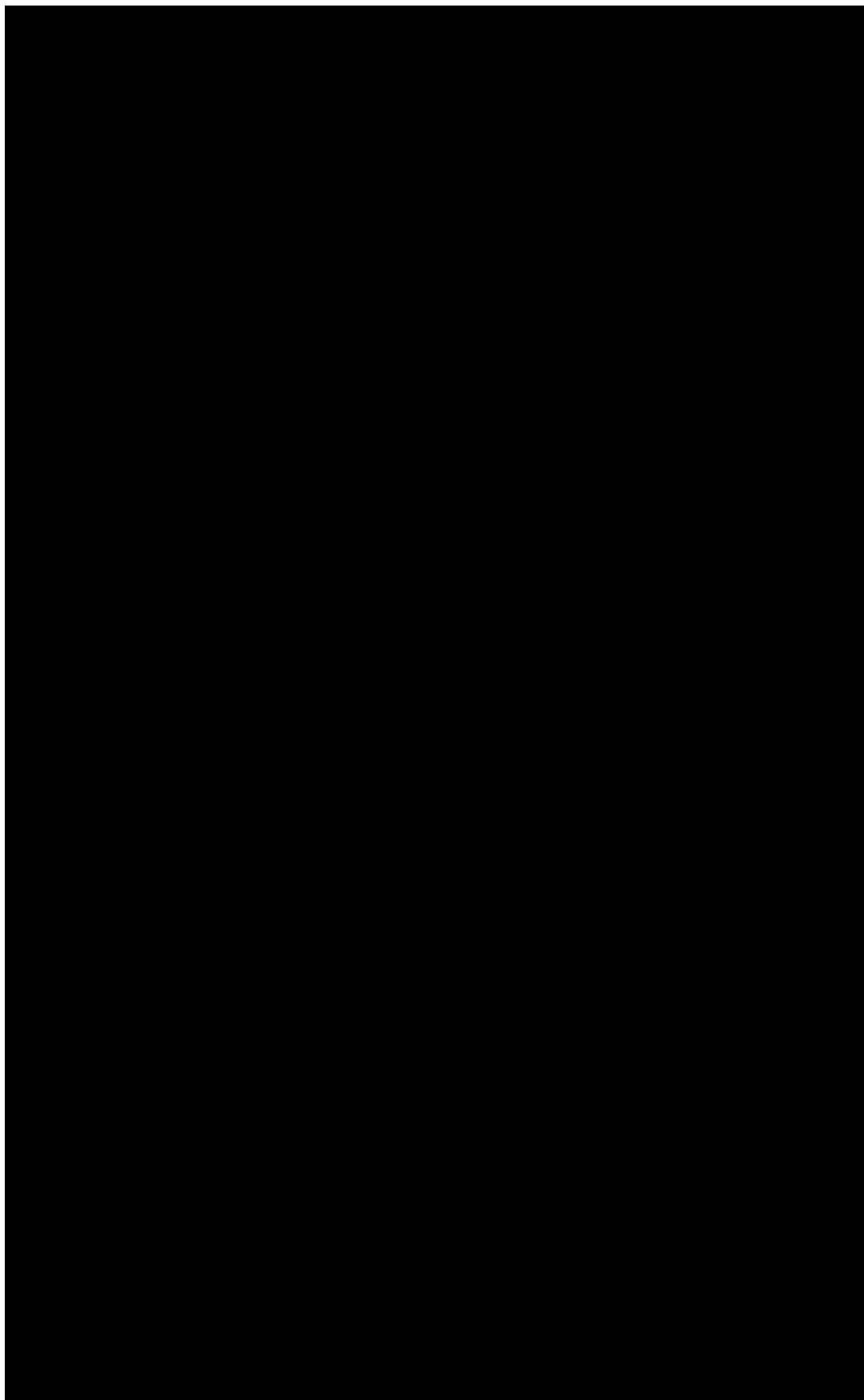




X



X



LA RENTABILITE DES FONDS AUX USA

ARD fournissait un exemple d'opérateur tout à fait intéressant par la permanence et la durée de sa présence dans le domaine du capital-risque.

Pour juger de la rentabilité de cette technique d'investissement, il serait idéal de disposer de données statistiques. Le grand obstacle est que la plupart des opérateurs agissent pour des personnes privées ou bien ne sont qu'une petite partie d'une entité financière ou industrielle beaucoup plus grande.

Par ailleurs certains opérateurs ont connu une réussite tout à fait éclatante et d'autres un échec. On connaît très mal le nombre et l'ampleur des échecs. La sanction généralement observée pour des opérateurs très malheureux est l'incapacité à lever de nouveaux fonds. La disparité des résultats empêche de définir une rentabilité moyenne. Par contre, à supposer que l'on puisse définir une notion d'opérateur "ayant réussi" et choisir un échantillon de tels opérateurs, il devient possible d'analyser la réussite de l'opérateur c'est à dire d'observer comment la réussite de l'activité se construit.

L'étude la plus sérieuse dans le domaine a été réalisée par deux professeurs de finances, Messieurs HUNSTMAN ET HOBAN. cette étude a été publiée dans le Financial management de l'été 1980. Voici résumés rapidement ici les résultats de cette étude.

Trois opérateurs furent sélectionnés représentant trois types d'organisation: une société de capital-risque cotée en bourse, un partnership et la division en capital-risque d'une banque. L'analyse portent donc sur 110 investissements qui furent réalisés entre 1960 et 1968. L'évaluation finale d'un investissement est mesuré en général lors de sa cession par l'opérateur, la plupart des cessions intervenant avant 1975. Les auteurs de l'étude évaluent les frais de gestion à 4% et utilisent les résultats avant impôts pour gommer les disparités fiscales entre les différents opérateurs.

Le taux de retour annuel moyen de ces investissements sur la période 1960-75 est de 18,9%. La figure 1 montre la distribution des investissements en fonction de la durée de conservation dans le portefeuille. En général, les investissements réalisés dans les entreprises les plus jeunes exigent une durée plus grande pour obtenir un taux de retour satisfaisant.

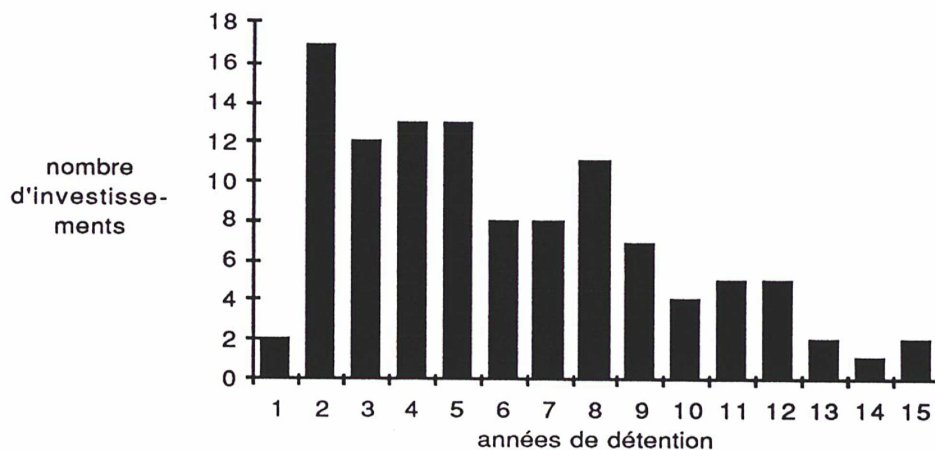
La figure 2 montre la distribution des investissements en fonction de la mise de fonds. Sur l'échantillon analysé, la moyenne est de 228 000 dollars (en 1980, les professionnels estimaient au double cette mise de fonds moyenne et, aujourd'hui elle a encore doublé). 60% des entreprises demandèrent un ou plusieurs tours de refinancement.

La figure 3 est de loin la plus intéressante. Elle montre la distribution en fonction du taux de retour. Deux observations importantes peuvent être faites: un taux très élevé d'échec total; un petit nombre de réussites exceptionnelles. Ces dernières ont un effet considérable sur le taux de retour global de l'opérateur. On observe qu'en éliminant les neuf investissements ayant le plus fort retour en dollars, le taux de retour global du portefeuille devient nul. Ceci met en évidence la sensibilité extrême à un petit nombre d'investissements. Enfin, seulement 25% des investissements ont un taux de retour supérieur à 18,9%.

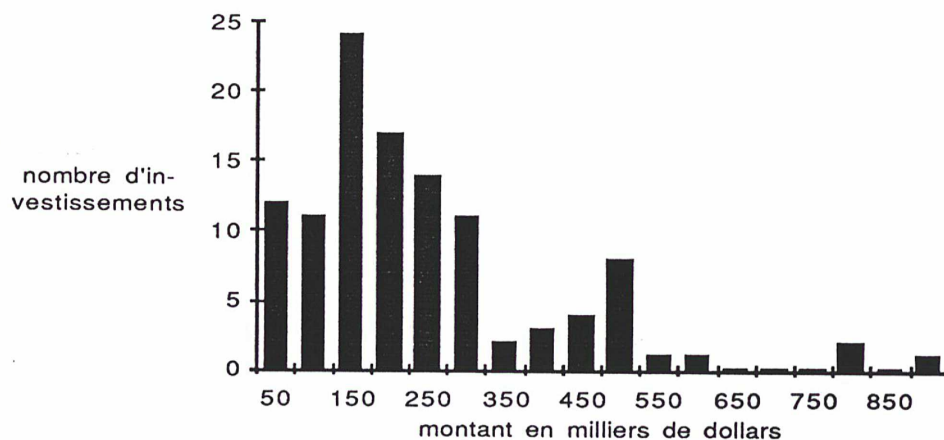
Certains auteurs ont par ailleurs démontré qu'avec un portefeuille boursier d'une dizaine de valeurs, on pouvait obtenir des résultats tout à fait comparables à des portefeuilles beaucoup plus diversifié. Il était donc intéressant de voir la rentabilité de portefeuilles composés de dix investissements tirés au sort parmi les 110 investissements étudiés. Les résultats montrent que 20% des portefeuilles ont un retour négatif et qu'une proportion importante a un taux de retour inférieur au taux du marché. Ceci montre l'importance d'une très grande diversification du portefeuille, une trentaine d'investissements minimum. Combiné avec l'exigence de mises minimales pouvant supporter les frais de gestion, ceci montre la difficulté de réussir pour des fonds modestes de quelques millions de dollars seulement.

Il reste que la principale question soulevée par cette étude est de savoir si l'obtention des très bons investissements est le résultat d'une simple approche statistique ou au contraire le résultat d'un savoir faire.

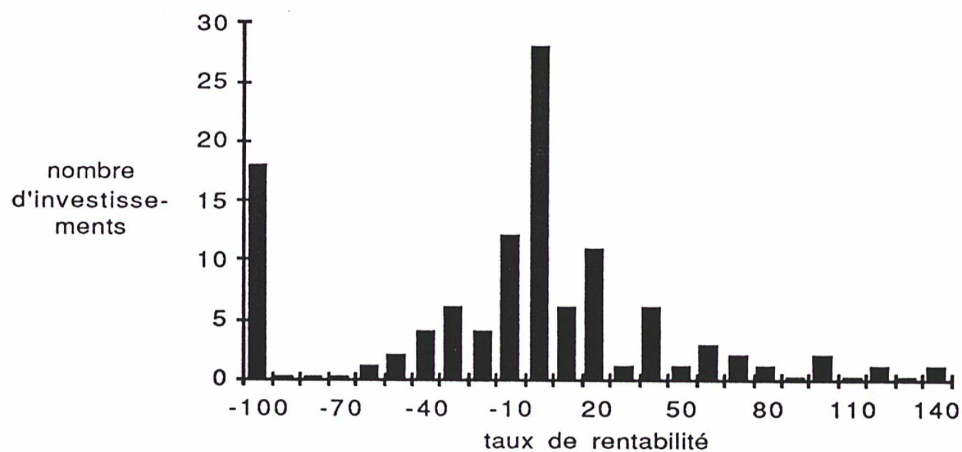
graphique 1: nombre d'années de
détention des investissements



graphique 2: investissements en
dollars



graphique 3: taux de rentabilité des
investissements de capital-risque



source: financial management / summer 1980

LES INTRODUCTIONS EN BOURSE

La santé des marchés boursiers est un élément important pour le métier du capital-risque. Le démarrage du second marché est l'une des causes de l'essor de l'activité en France.

Le tableau 1 montre l'évolution du nombre d'introduction aux Etats-Unis sur la période 1980-83.

Le tableau 2 montre qu'une conjoncture boursière favorable permet la cotation d'entreprises jeunes, y compris des démarrages réalisant des chiffres d'affaires très faibles.

Tableau 1

Année	Nombre d'introductions en bourse
1980	237
1981	445
1982	221
1983	900

Tableau 2

Taille de l'entreprise	Chiffre d'affaires	% du total
Start-up	< 0,4 M \$	36%
Petites	0,4 à 2,5 M \$	13,2%
Moyennes	2,5 à 10 M \$	13,3%
Grandes	> 10 M \$	37,5%

MONTANTS INVESTIS EN CAPITAL-RISQUE AUX ETATS-UNIS

Le tableau 1 montre l'évolution des montants investis de 1980 à 1985. On peut observer le pic de 1983 provoqué par une modification de la fiscalité des plus-values à long terme: taux d'imposition ramené de 28% à 20%.

Le tableau 2 montre l'origine des fonds investis de 1981 à 1984.

Tableau1

:	:	:
: Année	: Montants en milliards de \$	:
: 1980	: 0,9	:
: 1981	: 1,3	:
: 1982	: 1,7	:
: 1983	: 4,5	:
: 1984	: 4,0	:
: 1985	: 3,1	:

Tableau 2

:	:	:	:	:	:
: Origine	: 1981	: 1982	: 1983	: 1984	:
: Fonds de pension	: 23	: 33	: 31	: 36	:
: Particuliers	: 23	: 21	: 21	: 15	:
: Etranger	: 10	: 13	: 16	: 20	:
: Assurances	: 15	: 14	: 12	: 11	:
: Universités	: 12	: 7	: 8	: 5	:

LE POINT DE VUE DES ENTREPRENEURS

On trouvera résumées ici les tendances mises à jour par deux enquêtes réalisées auprès d'entrepreneurs et d'entreprises, à propos des problèmes relatifs à l'ouverture du capital.

Enquête 1

La première enquête a été réalisée en 1987, auprès d'affiliés d'une organisation patronale. L'échantillon ne recouvrait que des entreprises de taille moyenne. 50 entreprises avaient répondu. Pour 80% d'entre elles, l'entrepreneur détenait plus de 51% du capital .

Il apparaissait:

1- qu'une nette majorité était susceptible de connaître dans un avenir proche un problème de développement et de financement.

2- sur ces problèmes d'investissement, de développement et de financement, l'expert comptable, le conseil juridique, les organismes spécialisés sont considérés comme les meilleurs conseils. La banque ne vient qu'après.

3- moins de 10% songent à ouvrir leur capital comme solution à leur problème. Cette solution est considérée généralement comme insuffisante et pose à terme le problème du contrôle de l'entreprise. L'autofinancement et l'emprunt sont considérés comme les méthodes traditionnelles et normales.

4- L'ouverture du capital se conçoit de toute façon avec un partenaire minoritaire. Un partenaire passif est souhaité dans 40% des cas, actif dans 25%. Un financier est préféré (50%) à un industriel (15%) ou à une banque (10%).

5- parmi les entreprises de l'échantillon mises en contact avec le capital-risque, la moitié avait conclu une entrée au capital.

6- 75% déclarent avoir une idée de la valeur de leur entreprise. L'entreprise est la valeur la plus importante de leur patrimoine à plus de 90% des cas. La réalisation facile du capital n'est considérée comme facile que dans 25% des cas.

Enquête 2

La deuxième enquête a été réalisée en 1985 auprès d'affiliés de sociétés de capital-risque (i.e. ayant ouvert leur capital à ce mode de financement). 540 entreprises furent sollicitées et le taux de réponses fut de 17%. Ces réponses concernaient 36% des opérateurs en capital-risque recensés en 1985. Il apparaissait en particulier que:

1- la raison invoquée pour l'ouverture du capital était le financement du développement dans 43% des cas et très curieusement, pour l'image de marque de l'entreprise dans 27% des cas.

2- le nombre de réunions formelles avec l'investisseur était (par an) de: 1 dans 22% des cas; 2 à 4 pour 46% et plus de 5 pour 32%. Ceci confirme le fait qu'en France les investisseurs en capital-risque sont assez peu interventionnistes dans la gestion des entreprises.

3- 42% déclarait avoir une idée de la date de sortie de l'actionnaire et 56% ne pas savoir.

4- 70% déclarait avoir réalisé une bonne affaire et 3% une mauvaise. On pourra rapprocher ce chiffre de l'enquête précédente où il apparaissait que ce mode de financement n'était pas souhaité en majorité.

Il est difficile de donner une valeur scientifique à ces enquêtes car les échantillons ne sont pas connus précisément. Les réponses obtenues ont néanmoins le mérite de soulever les points importants.

LES SECTEURS D'INVESTISSEMENTS EN CAPITAL-RISQUE

On trouvera ci-après une répartition de l'activité de capital-risque aux USA et en Europe par secteurs en 1984.

Secteurs industriels	en pourcentage	
	USA	Europe
Communications	16,0	4,8
Informatique	43,0	18,8
Electronique	13,0	10,9
Génie Génétique	2,0	4,5
Médical-Santé	8,0	1,8
Energie	2,0	3,4
Robotique	2,0	9,2
Plastique-Chimie	3,0	6,8
Autres	11,0	38,8
dont:		
grande consommation	6,0	6,1
agroalimentaire		1,5
publication		2,5
hôtels-restaurants		3,5
services financiers		4,0
distribution		12,9
équipement-machines		8,3
divers	5,0	

Source: Venture Economics (pour les USA)
Peat Marwick (pour l'Europe)

LE PLAN D'ENTREPRISE

A) INTRODUCTION

L'une des premières étapes de la création d'entreprise consiste en la rédaction d'un plan d'entreprise ou *business plan* selon la terminologie anglo-saxonne. Ce plan d'entreprise est devenu une étape nécessaire lorsque l'entrepreneur cherche des capitaux à risques, mais est également très utile pour l'entrepreneur lui-même qui se force ainsi à réfléchir sur son entreprise et à se munir d'une base solide pour développer des opérations futures. Les investisseurs potentiels doivent y retrouver non seulement toute l'information dont ils ont besoin, mais également la réponse aux questions spécifiques qu'ils se posent lors d'une prise de participation.

Un plan d'entreprise correct doit mettre en évidence les points forts de l'entreprise, mais également les problèmes potentiels. Les objectifs de l'entreprise, ainsi que les moyens employés pour les atteindre doivent apparaître clairement. Ceci doit permettre aux investisseurs potentiels d'évaluer le risque qu'ils prennent en participant au capital.

B) CONTENU

- 1) le résumé
 - 2) la description de la société
 - 3) l'analyse du marché et de ses tendances
 - 4) la stratégie marketing
 - 5) la R&D et les produits
 - 6) la fabrication
 - 7) l'équipe dirigeante et les actionnaires
 - 8) l'organisation et le personnel
 - 9) les données financières
 - 10) l'utilisation des fonds requis
 - 11) les risques et opportunités
 - 12) les annexes
-

I. LE RESUME DU PLAN

Les investisseurs apprécient un résumé de 2 à 3 pages qui souligne les caractéristiques importantes de la société: quels sont ces objectifs et les moyens qu'elle se donne pour les atteindre. Ce résumé doit être convaincant car il est lu en premier et peut conditionner l'investisseur. Il contient une présentation rapide des produits, des marchés, des hommes et surtout de l'avantage dont dispose l'entreprise en précisant la nature et le montant des besoins financiers et la rentabilité espérée de l'opération.

II. LA DESCRIPTION DE LA SOCIETE

Cette partie est destinée à présenter la société: son historique avec la date de création et les grandes étapes de l'évolution, mais également son état actuel avec l'équipe dirigeante, les produits et leurs applications, les marchés visés. Il faut souligner les facteurs distinctifs de la concurrence et décrire les forces et les faiblesses de l'entreprise. Le statut juridique de la société doit y figurer également.

III. L'ANALYSE DU MARCHE

-description du secteur industriel

C'est une présentation du secteur industriel et de l'environnement économique dans lequel va évoluer l'entreprise.

Les données les plus importantes concernent la taille et le taux de croissance du marché, ses caractéristiques principales, les clients (grands groupes industriels , PME ou consommateurs finaux), et les grandes tendances du secteur. L'évolution de la technologie employée doit y figurer également ainsi que les changements intervenus ou à venir.

-segmentation du marché

Il s'agit de définir, pour chaque produit ou service , les segments du marché ciblés par la société, avec les exigences particulières des clients , leurs habitudes d'achat, l'avantage qu'ils pourraient retirer à utiliser le produit, en terme de gain de temps ou d'argent, et l'impact qu'une telle utilisation aurait sur leurs habitudes de travail.

-la concurrence

C'est une liste des sociétés concurrentes avec une description de leurs forces et faiblesses et une étude comparative des produits sur le marché. Indiquer les parts de marché de chaque concurrent et prouver qu'il existe une place sur le marché pour l'entreprise.

IV. LA STRATEGIE MARKETING

-les prix

Indiquer les prix de vente des produits ainsi que leur évolution envisagée et les comparer à la concurrence. Evaluer l'élasticité de la demande aux prix et décrire la politique de ristournes de l'entreprise. Préciser le prix de revient des produits.

-la promotion

Indiquer les efforts promotionnels et de la publicité envisagés, à travers quels médias. Préciser l'éventuelle présence à des salons, forums...

-la pénétration géographique

Indiquer les marchés sur lesquels les produits seront vendus.

-les services et garanties

Présenter la politique et le coût du support technique envisagé, ainsi que du service après vente. Préciser les garanties liés à l'achat du produit.

-le mode de distribution

Présenter la façon dont le produit atteindra le client: vente en direct ou par des distributeurs, détaillants. Indiquer l'effort de vente: appels téléphoniques, démonstrations, courrier direct. Décrire l'administration des ventes: escompte, crédit-clients, facturation. Préciser la politique de rémunération des vendeurs.

V. RECHERCHE ET DEVELOPPEMENT. PRODUITS.

Présenter les produits existants et en développement : présentation physique et fonctionnelle en soulignant les avantages compétitifs. Indiquer sur quoi se porte l'innovation, ainsi que l'évolution probable de la technologie.

En matière de protection industrielle, indiquer les brevets et marques déposées en France et à l'étranger. Présenter les brevets concurrents ou empiétant sur une partie des produits. Préciser les contentieux juridiques éventuels.

Evaluer la durée de vie des produits, leur coût de R&D, ainsi que le savoir faire intégré qui est difficilement copiable.

VI. PRODUCTION

Indiquer ce que la société fabrique elle-même et ce qu'elle

sous-traite. Présenter les outils de production de la société avec leurs avantages. Donner la capacité de production et la possibilité d'accroissement de cette capacité.

Chiffrer les investissements nécessaires pour la mise en place de l'outil de production correspondant aux nouveaux produits et les détailler.

Indiquer les parties critiques de l'outil de fabrication, la longueur du cycle de fabrication.

Pour la sous-traitance, préciser le degré d'indépendance de la société et présenter les termes des accords de sous-traitance, ainsi que les contrôles de qualité.

Détailler les prix de revient en précisant comment ils varient en fonction du niveau de production.

VII. EQUIPE DIRIGEANTE. ACTIONNAIRES

Présenter les personnages-clés de l'entreprise avec une description de leur expérience professionnelle, leur échecs et succès, leur formation. Présenter leur fonction actuelle et expliquer comment leurs qualités sont mises en valeur. Indiquer l'organigramme. Présenter le système de rémunération de ces personnes-clés. Indiquer si certains membres de l'équipe ont encore des contacts divers avec leurs anciens employeurs.

Préciser les conseillers extérieurs de l'entreprise: juridiques, comptables, ou scientifiques.

Présenter enfin les membres du Conseil d'Administration et la géographie du capital de la société.

VIII. ORGANISATION. PERSONNEL

Indiquer le nombre d'employés, actuellement et dans l'avenir. Préciser le mode de gestion du personnel: niveaux de rémunération, politique de recrutement, organisation.

IX. LES DONNEES FINANCIERES

Le plan financier à 5 ans résume les différents aspects du projet et reflète l'idée que l'entrepreneur se fait de l'avenir. Ce plan est particulièrement regardé par les investisseurs. Les prévisions doivent reposer sur des hypothèses *raisonnables et vérifiables*.

Le plan financier doit contenir la synthèse des prévisions de vente , et une estimation des besoins-ressources de l'entreprise. Il doit contenir également une structure prévisionnelle du bilan et des comptes de résultats. Faire une analyse détaillée des divers coûts associés au fonctionnement de la société: coûts de production, de commercialisation, d'administration et budgets d'investissements et de R&D. indiquer enfin la sensibilité des résultats prévisionnels aux facteurs-clés sur lesquels reposent les prévisions.

X. LES FONDS REQUIS

Cette section présente le montant des fonds requis et leur utilisation. Détailler la part recherchée en fonds propres et la part recherchée sous forme d'emprunts ou de crédits bonifiés. Indiquer le montant du capital proposé et sous quelle forme. Préciser la rentabilité espérée des capitaux engagés. Indiquer s'il existe un régime de stock-options pour les employés et comment les investisseurs pourraient concrétiser leur plus-value: sortie par introduction en Bourse ou autre possibilité.

XI. RISQUES ET OPPORTUNITES

Une section doit être consacrée à l'identification et à la discussion des risques liés au projet: risques industriels, marketing, financiers. Parmi ces risques , on peut citer les coûts de production ou de R&D plus élevés, la guerre des prix des concurrents, les mauvaises prévisions de vente, les tendances négatives du secteur, les frais fixes de la société. Fournir une étude de leur impact sur les prévisions de résultats et la réussite globale du projet. Cette présentation des risques accroît de manière sensible la crédibilité du projet auprès des investisseurs.

XII. ANNEXES

- Présentation physique des produits
- Articles de presse, articles scientifiques
- Détail des brevets , marques déposées
- Etudes de marché

- Liste des clients et fournisseurs actuels
 - Liste des contacts et références
 - CV des dirigeants
-

MODELE D'EVALUATION DES ENTREPRISES

Il existe de nombreux modèles cherchant à établir la valeur d'une entreprise de manière objective, en dépassant la simple valeur boursière qui reflète non seulement les données internes à la société, mais également des données qui lui sont exogènes, en particulier les anticipations monétaires, la situation politique, les derniers articles de presse parus...

Ces modèles reposent en général sur l'hypothèse d'un investissement à long terme et d'une constance des grandeurs caractéristiques de l'entreprise sur un certain horizon de temps recouvrant la durée de la participation. Cet horizon de temps peut être qualifié de "visibilité" de l'entreprise. Il est clair que ces modèles sont intéressants surtout lorsqu'on se pose la question d'un investissement de montant assez élevé et on les applique donc souvent à des groupes industriels. Parmi les grandeurs caractéristiques que ces modèles supposent constantes, on trouve en général:

- le taux d'endettement de l'entreprise ou rapport entre les dettes à long terme et les fonds propres (D/CP).
- le prix moyen de la dette ou taux d'intérêt moyen auquel elle a été contractée (i).
- le taux de distribution des dividendes mesurant la part du bénéfice net de l'entreprise qui est distribuée aux actionnaires (d).
- le taux d'injection de capital externe ou rapport moyen entre l'augmentation externe de capital et les fonds propres (k).
- la rentabilité des capitaux engagés ou capitaux permanents qui sont la somme des fonds propres et des dettes à long terme (r).
- les différents taux d'imposition (Impôt sur les Sociétés; Impôt sur les Plus-Values; Impôt sur les Dividendes dans le régime mère-fille).
- le taux de croissance de l'entreprise (c).

Cette liste n'est pas exhaustive et les paramètres cités ne sont pas tous indépendants, comme nous le verrons. D'autre part, ils sont obtenus à partir d'un historique des bilans et des comptes de résultats, modifiés éventuellement par une analyse qualitative plus fine de la société, stratégique ou commerciale par exemple. Ainsi l'essence de tels modèles repose sur l'extrapolation des paramètres principaux de la société sur un horizon de temps au bout duquel la participation est revendue. Selon les

modèles, le prix de revente peut être la situation nette (valeur comptable) ou un multiple du résultat net (valeur de rendement) ou toute combinaison des deux.

Le raisonnement modélisé est alors le suivant: Une opération consistant à acheter une part de l'entreprise-cible, à la revendre après n années, tout en tenant compte de la perception des dividendes, de la participation aux augmentations de capital à hauteur du pourcentage détenu, du paiement des impôts divers pendant la durée de la participation. La valeur objective obtenue est alors la valeur d'achat qui annule le bilan actualisé des sorties et rentrées d'argent liées à la participation. Le taux d'actualisation utilisé est le taux de rentabilité moyen x exigé par l'actionnaire sur ses investissements. Ceci correspond exactement à un placement réalisé au taux propre de l'actionnaire.

On a :

$$\begin{aligned} \text{Valeur Objective (VO)} = & \text{Dividendes perçus} + \text{Valeur de Revente} \\ & - \text{Capitaux externes injectés} \\ & - \text{Impôts sur la Plus-Value} \\ & \quad (\text{correspondant à une valeur} \\ & \quad \text{d'achat égale à VO}) \end{aligned}$$

On peut alors comparer la valeur objective obtenue avec la valeur boursière pour diverses entreprises et détecter celles d'entre elles qui sont intéressantes, c'est à dire sous cotées.

Reprenons en détail cette modélisation:

Soit r la rentabilité des capitaux permanents

et R la rentabilité des capitaux propres:

$$r = B / (D+CP) \quad \text{où } B \text{ est le bénéfice net avant intérêt et après impôt} \\ \text{et } D+CP \text{ la somme dettes long terme et fonds propres}$$

$$R = (B - i/2 * D) / CP \quad \text{pour un taux d'intérêt } i \text{ et un IS de 50\%}$$

On obtient alors:

$$R = r + (r - i/2) * D/CP$$

On appelle levier financier le rapport D/CP et cette relation met en évidence le levier obtenu sur la rentabilité par l'endettement.

La croissance de l'entreprise est la somme d'une croissance interne par incorporation du résultat non distribué dans les réserves et d'une croissance externe par injection de capital extérieur. Ainsi le taux c de croissance des fonds propres de l'entreprise vaut:

$$c = R(1-d) + k$$

Avec un taux d'imposition des dividendes de 3,75% dans le régime mère-fille, et un impôt sur la PVLT de 15%, on peut avoir:

$$\text{Dividendes perçus} = CP * \sum_{i=1}^n (1+c)^{i-1} / (1+x)^i * 0,9625 \text{ Rd}$$

$$\text{Valeur de Revente (comptable)} = CP * (1+c)^n / (1+x)^n$$

$$\text{Injection de Capital Extérieur} = k * CP * \sum_{i=1}^n (1+c)^{i-1} / (1+x)^i$$

$$\text{Impôt sur PVLT} = 0.15 / (1+x)^n * [CP (1+c)^n - k.CP \sum_{i=1}^n (1+c)^{i-1} - VO]$$

D'où la valeur objective:

$$\begin{aligned} VO = & CP * \sum_{i=1}^n (1+c)^{i-1} / (1+x)^i * 0,9625 \text{ Rd} \\ & + CP * (1+c)^n / (1+x)^n \\ & - k * CP * \sum_{i=1}^n (1+c)^{i-1} / (1+x)^i \\ & - 0.15 / (1+x)^n * [CP (1+c)^n - k.CP \sum_{i=1}^n (1+c)^{i-1} - VO] \end{aligned}$$

On notera que cette valeur objective VO est très sensible à la "visibilité" (n), et par voie de conséquence le classement des sociétés intéressantes par le rapport VO/CB décroissant également. Il pourrait être plus astucieux de calculer le rendement y du capital investi, en supposant que l'achat est effectué à la valeur boursière. Un petit calcul montre alors que le rendement y est moins sensible à la visibilité, mais que les sociétés intéressantes (celles pour lesquelles le rendement y est

supérieur au taux propre x) sont les mêmes que dans le cas précédent. Cependant le classement de ces sociétés par y décroissant diffère quelque peu et est plus proche de la réalité. Le couple (n,y) permet alors d'avoir une bonne photographie de la situation: opération d'autant plus risquée que n est faible (mauvaise "visibilité" de l'entreprise) et d'autant plus avantageuse (en terme de rendement) que y est élevé.

De nombreuses critiques peuvent être émises à l'égard de ces modèles. Outre l'hypothèse de constance des paramètres sur un horizon de temps dont le choix est dicté par l'opinion que l'investisseur a de l'entreprise-cible, de tels modèles restent rigides et ne tiennent pas compte en général des particularités des secteurs industriels et des groupes considérés.

Trois exemples permettront d'éclairer ces remarques:

- La façon de calculer le prix de revente est très différente selon les secteurs envisagés alors qu'un modèle choisit un mode de calcul une fois pour toutes et s'y tient. Aussi bien la valeur comptable ou valeur d'actifs est appropriée pour une société détenant de nombreux biens matériels comme une société de gestion hôtelière par exemple, qu'une valeur de rendement pur l'est mieux pour une société de services, en particulier informatiques, sans actifs matériels. Il faut dans ce cas pouvoir paramétrer le rendement m .

valeur de rendement = m * résultat net de l'année de sortie.

On peut prendre comme rendement un PER raisonnable pour le secteur considéré, ce qui pose la question de l'évaluation des PER de sortie ou, d'une manière générale la question de l'anticipation des marchés boursiers. Rappelons que le PER ou Price Earning Ratio est le quotient de la valeur boursière par le résultat net.

- Certains groupes présentent une très bonne rentabilité des fonds propres due à un levier financier significatif lorsque leur taux d'endettement est important. Aussi la valeur objective obtenue est-elle surévaluée . Puisque le risque de solvabilité de l'entreprise devient plus important, il y aurait lieu de moduler le résultat, par exemple en rajoutant au taux propre d'actualisation de l'actionnaire une prime de risque ($x=12\%$ au lieu de 10% par exemple) .

- Ces modèles raisonnent sur des bilans et des comptes de résultats consolidés, ce qui est tout à fait correct lorsque les groupes industriels ciblés ont des activités homogènes. Ce n'est pas toujours le cas et certains groupes présentent des activités très différentes au niveau des résultats; il y aurait alors lieu d'appliquer le modèle utilisé sur chacune des activités du groupe.

Un bon exemple vaut mieux qu'un long discours: Pour un groupe constitué pour moitié d'une filiale à taux de croissance 25% et pour moitié d'une autre filiale à taux de croissance 5%, appliquer le modèle sur le groupe en prenant un taux de croissance "comptable" de 15% donnerait un résultat erroné.

Cependant de tels modèles constituent un utile contrepoids au raisonnement boursier et permettent de procéder à un tamisage sur une liste préétablie de sociétés. Il est à noter d'ailleurs que l'un de ces modèles a constitué une étape d'un processus de décision qui a aboutit à une prise de participation lourde de notre organisme d'accueil.

Enfin , la logique de ces modèles est complémentaire de la logique du spéculateur court terme basée sur des PER moyens par secteurs , leur évolution et une anticipation de différents facteurs. En effet , une fois l'opportunité détectée par un modèle , le critère PER permet d'optimiser le prix d'entrée et d'attendre la meilleure conjoncture.

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

M. ADJOUBEL	Senior partner. Alan Patricof Associés
M. BARRET	Junior Partner. Compagnie Financière du Scribe
M. BERNET	Président Directeur Général de Intel-Automatisme
M. BOUEE	Président Directeur Général de Soginnove
M. BOUISSOU	Directeur des Participations de la Banexi
M. CLEIFTIE	Directeur Adjoint à la Compagnie Financière de Suez
M. DE COINTET	Directeur d' Inovelf
M. COUFFIN	Directeur Adjoint aux Affaires Industrielles Banque Paribas
M. DEBRAY	Directeur Adjoint à la Compagnie Financière de Suez
M. DESJARDINS	Directeur des Etudes Economiques et Financières au Crédit Lyonnais
M. EUGENE	Senior Partner de Alpha Ventures, Groupe Orange Nassau
M. FLEURIET	Directeur Adjoint. Messieurs Worms et Cie
M. FRANCERIES	Directeur Adjoint des Participations à l'UAP
M. GAULT	Attaché de Direction . Compagnie Financière de Suez
M. JACQUIN	Directeur Général de Finovelec
M. JANODET	Directeur à la CGIP, Compagnie Générale d'Industrie et de Participations
M. JEMELLEN	Attaché de Direction. Compagnie Financière de Suez

M. MANDULA	Directeur à la Compagnie Financière de Suez. Délégué Général Adjoint aux Affaires Industrielles
M. MANDIL	Président Directeur Général de l' IDI
M. MARBACH	Président Directeur Général de l' ANVAR
M. MESTCHERSKY	Directeur Adjoint à la Compagnie Financière de Suez
M. MESTRALLET	Directeur Adjoint à la Compagnie Financière de Suez
M. MIRAT	Secrétaire Général Adjoint de la Compagnie des Agents de Change
M. RONDEST	ex-Directeur Général de l' IDICA
M. ROWAN	Directeur Adjoint à la Compagnie Financière de Suez
M. SCHMIDT	Directeur Général de Sofinnova
M. TARDY	Directeur Général de Citicorp Venture Capital
M. THIBAUT	Directeur Adjoint à la Compagnie Financière de Suez
M. VER HULST	Directeur attaché à la Direction Générale. CGIP.
M. VICKERY	affiliate professor à l'INSEAD
M. de VITRY	ex-Président Directeur Général de EED, former partner de ARD
M. V. WORMS	Senior Partner de Paribas Technology Inc
M. G. WORMS	Directeur Général Adjoint à la Compagnie Financière de Suez, Délégué Général aux Affaires Industrielles.