

## ANALYSE

# Les fonds de capital-risque bénéficient-ils d'un effet marque ?



**Véronique Nguyen**, professeur affiliée à HEC, associée chez Finexent, revient sur une étude réalisée par l'école sur l'impact du marketing des fonds de venture. Un effet marque qui semble moins fort en France qu'aux Etats-Unis...

Le foisonnement de structures empêche toute spécialisation sectorielle des

fonds en France et contribue au sous-financement des sociétés innovantes.



voir les liens informels entre leurs participations, à la manière des *keiretsu* japonais.

## Et en France ?

Peut-on observer un effet équivalent en France ? Pour répondre à cette question, Emmanuel Guillemet<sup>(2)</sup> a contacté 325 entreprises françaises qui avaient été répertoriées comme ayant effectué des levées de fonds auprès d'investisseurs. Les 32 entreprises ayant répondu à l'enquête ont ainsi réalisé 42 levées de fonds, dont 32 avec plusieurs offres concurrentes. Dans cet échantillon, la majorité des entrepreneurs (63%) a retenu l'offre proposant la valorisation *pre-money* la plus élevée. Une faible proportion (9%) n'a pas eu à choisir car les offres reçues étaient équivalentes en termes de valorisation. Et, dans les 28% de cas restants, quand l'offre la plus élevée a été rejetée, la réputation du fonds retenu n'a jamais été mentionnée comme concourant au choix du «moins disant». Les raisons de ce choix sont en revanche : des clauses du pacte d'actionnaires moins contraignantes (78%) ou une meilleure entente avec le représentant du fonds (22%).

Aucun effet marque n'a donc été mis en évidence en France. Les dirigeants d'entreprise se préoccupent avant tout du package financier dans son intégralité : valorisation, mais aussi clauses du pacte d'actionnaire («ratchet», liquidation préférentielle, vente forcée, «bad leaver»). Ils ne semblent pas faire grand cas de l'expertise et du réseau des investisseurs. Bien au contraire, à en croire les témoignages recueillis : «Penser que les investisseurs vont avoir un réseau pertinent dans l'industrie est faux. L'investisseur n'est pas en contact avec les personnes clés» ; «Ce sont surtout des financiers. A la rigueur, ils essaient de répliquer ce qu'ils ont déjà vu dans le secteur» ; «Les fonds ne sont pas opérationnels et ne regardent que les comptes». Et ceci quelle que soit l'origine des investisseurs : «Qu'ils soient adossés à une banque ou non, ce n'est pas ce qui va vous aider à dealer avec la banque».

Pourtant, les entrepreneurs français, comme leurs alter-ego d'Outre-Atlantique, sont sensibles à l'apport business des investisseurs et pourrait le valoriser, à l'instar de ce dirigeant interrogé qui déclarait : «J'ai choisi ce fonds car les personnes que j'ai rencontrées avaient à la fois un profil industriel et financier».

## Un écosystème défaillant

Faut-il se satisfaire de l'absence d'effet marque sur le marché français et de cette apparente déconnexion des apports financiers et industriels ? Non, car cela démontre l'absence d'écosystème d'innovation structuré autour de certains acteurs phare du capital-risque. Les fonds français sont non seulement plus petits mais aussi moins bien «reliés» au terrain économique que leurs homologues américains. Et cet état de fait est «entretenu» par les gouvernements successifs qui continuent à appliquer les recettes héritées du passé en multipliant les allègements fiscaux. La profusion de dispositifs juridiques et fiscaux (FIP, FCPR, FCPI, SCR, sociétés de business angels) concourt à la fragmentation du capital-risque alors que l'étroitesse du marché français limite les effets d'échelle et augmente par voie de conséquence les besoins financiers.

Ce foisonnement de structures de financement locales et généralistes empêche non seulement toute spécialisation sectorielle de la part des fonds, mais contribue au sous-financement des sociétés innovantes, qui meurent avant d'avoir atteint une taille critique. Pour rivaliser avec les Etats-Unis et favoriser l'émergence de champions dans les domaines des nouvelles technologies, il est primordial d'élargir l'assise des fonds et de leur donner un champ d'action territorial compatible avec une spécialisation sectorielle. Après la monnaie unique, l'avènement de fonds de capital-risque d'envergure européenne, pouvant faire armes égales avec leurs contreparties américaines, devient une priorité. L'innovation ne peut plus être une problématique franco-française ! ■

(1) What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation, *The Journal of Finance*, Vol. LIX, n°4 (August 2004).

(2) Thèse professionnelle HEC Strategic Management (2007).