

Capital-risque: vit-on la fin du "corporate venture" ?

Jacques Bonvin*

Le Temps, lundi 31 mars 2003

Au plus haut de la Nouvelle Economie, les fonds de «corporate venture» – à savoir les unités de capital-risque des grands groupes industriels et de services – semblaient particulièrement actifs. La crise traversée aujourd'hui par les marchés a changé la donne, mettant en péril cette forme importante de financement.

Le financement des entreprises technologiques est devenu très incertain. Les investisseurs, refroidis par l'éclatement de la bulle spéculative des valeurs de la "Nouvelle Economie" et la crise des marchés financiers, sont devenus très frileux. Les modalités et les conditions du financement des start-ups ont fondamentalement changé: les valorisations ont fortement diminué, les investisseurs sont très sélectifs, les négociations sont longues et, enfin, les protections demandées par les investisseurs sont quasiment sans limite.

Ces deux dernières années, une structure semblait très active : les fonds de corporate venture, à savoir les unités de capital-risque des grands groupes industriels et de services. Mais la donne a changé et ils sont à leur tour affectés par l'instabilité ambiante.

Le corporate venture n'est pas nouveau. Depuis de nombreuses années, les grandes entreprises ont vu l'intérêt de prendre des participations dans des entreprises émergentes. Un double objectif les distingue des capital-risqueurs (financiers) traditionnels : un but financier, tout d'abord, le capital-risque étant un mode alternatif d'investissement qui a prouvé ses capacités à générer des rendements exceptionnels à court terme et un but stratégique, surtout, de veille technologique, de positionnement dans le marché et de pénétration de celui-ci.

L'aspect financier est relativement traditionnel. Les objectifs sont les mêmes que ceux des capital-risqueurs financiers, à une réserve près : la politique d'investissement d'entreprises industrielles ou de services est axée autour de la stratégie avec pour principale résultante une politique à (plus) long terme.

L'aspect stratégique est spécifique (on parle d'ailleurs d'"investisseurs stratégiques"). Les investissements visent à assurer le leadership, le développement ou le maintien d'une position acquise d'un groupe, de ses produits et/ou ses services. Le modèle des fonds de corporate venture orientés autour d'une plate-forme (platform oriented ou platform specific venture funds) en est une belle illustration. Ces fonds soutiennent des start-ups qui utilisent la technologie développée par le groupe concerné. La stratégie est claire: utiliser le capital-risque aux fins de favoriser l'acceptation d'une plate-forme technologique et de créer un réseau. Les entreprises-cibles deviennent des partenaires, des développeurs externes, des distributeurs ou encore des clients. Le tout forme ainsi un écosystème dynamique. IBM, Intel, Microsoft, Novel, Oracle ou encore ABB ont investi dans cette perspective, pariant sur le marché plutôt que le management interne pour décider de l'allocation des ressources.

Des structures variées

On parle habituellement de corporate venture funds, à savoir de fonds de corporate venture. En fait, il s'agit souvent non pas de véritables fonds, mais d'engagements (commitments ou undertakings) de l'entreprise à investir une somme prédéterminée dans des opérations de type private equity ou venture capital. Dans la plupart des cas, l'entité en charge est une unité opérationnelle (division, groupe ou autre) de la société. Parfois, une entité juridique autonome, détenue par le groupe, est créée. De plus en plus souvent, de nombreuses

entreprises créent de véritables fonds sur le modèle des partnerships du droit anglo-saxon dans lesquels elles jouent un rôle prépondérant mais qui sont ouverts à un nombre limité d'investisseurs institutionnels. Elles offrent ainsi leurs compétences dans leur domaine d'activité ou sur des marchés déterminés. Par ailleurs, indépendamment de la structure choisie, nombre d'unités de corporate venture investissent conjointement avec d'autres investisseurs, stratégiques ou financiers.

Sur le plan de la structure des transactions et de la documentation contractuelle, les principes généraux sont les mêmes que dans toutes opérations de capital-risque. Les documents contractuels usuels, à savoir le contrat d'investissement (investment agreement ou subscription agreement) et les conventions d'actionnaires (shareholders' agreement) restent les documents centraux des transactions. De nombreuses entités de corporate venture essaient cependant de modéliser leurs opérations dans la mesure où elles sont appelées à effectuer un nombre de transactions bien supérieur à ceux des capital-risqueurs financiers. Elles tendent aussi à clarifier la collaboration entre les ventures et les unités opérationnelles (business units). Par ailleurs, en fonction des aspects stratégiques et des rapports que le groupe entend développer avec les sociétés dans lesquelles il investit, des contrats particuliers seront nécessaires. Il peut s'agir de contrats de licence, dans le cadre de développement de plateformes, de contrats de vente, de contrats de distribution ou autres. Passés maîtres dans la stratégie dite du keiretsu qui vise à développer les synergies entre les entreprises dans lesquelles ils ont investi, de nombreux fonds de corporate venture prévoient également la conclusion de contrats spécifiques régissant ces relations.

Ainsi vont les marchés...

Ces douze derniers mois on a vu de plus en plus de sociétés abandonner leurs unités de capital-risque. Les raisons sont multiples. Tout d'abord, de nombreux groupes industriels connaissent des difficultés de trésorerie (cash-flows) ou de financement suite à la chute des marchés boursiers ou ont besoin du cash disponible pour leurs activités principales (core business). L'heure est aux réductions de coûts. Par ailleurs, nombreux sont ceux qui ont réévalué l'aspect stratégique de leurs investissements de private equity et leur capacité et leur volonté à maintenir cette activité dans une période trouble.

Ces désinvestissements massifs créent de nouvelles activités. Des opérations de fusions et acquisitions, notamment les bien nommées distressed sales, des management buyouts (MBO), des managements buyins (MBI) ou encore des cessions d'actifs. La palette des acquéreurs est large : capital-risqueurs traditionnels, secondary funds, à savoir les fonds qui rachètent des participations de limited partners dans des fonds de capital-risque, dirigeants ainsi qu'investisseurs financiers ou industriels à la recherche de bonnes affaires. Les banques d'affaires ont même créé de nouvelles unités spécialisées espérant générer des revenus d'intermédiaires, modeste compensation à la chute des commissions dans les grandes transactions de fusions et acquisitions.

Contrairement aux difficultés rencontrées par les investisseurs pour sortir des fonds, notamment en raison de l'absence de liquidités des parts, les structures de corporate venture, rarement de véritables fonds, peuvent être liquidées facilement et rapidement. Cela accélère le mouvement.

De nouvelles perspectives

Les unités de corporate venture qui subsistent tendent à se restructurer. Tout d'abord, l'aspect financier est désormais aussi (sinon plus) important que l'aspect stratégique. Les entreprises

doivent des comptes à leurs actionnaires; elles doivent aussi s'assurer de bilans présentables et, surtout, définir une stratégie claire, qui bien souvent vise à se concentrer sur le core business et entamer une politique de réduction de coûts. De nombreuses unités de corporate venture ont également pris conscience des risques (le marché étant, par nature, volatile et l'externalisation de la R&D souvent risqué) et constaté qu'elles n'avaient pas toujours la capacité de gérer de manière optimale leurs investissements. Définir une stratégie claire et trouver un équilibre entre l'aspect entrepreneurial de capital-risque et les impératifs internes du groupe concerné est délicat. L'arbitrage entre la nécessité d'intégrer des personnes qui connaissent la stratégie de l'entreprise et des personnes qui ont des connaissances suffisantes en matière d'investissements dans des sociétés émergentes, avec toutes les difficultés en terme de rémunération qui y sont liées, s'avère souvent un échec.

Ces difficultés de gestions, couplées aux impératifs de trouver une véritable justification aux entités de corporate venture, ont conduit de nombreuses sociétés à recourir à l'outsourcing. Celui-ci prend deux formes principales : d'une part, l'outsourcing au sens propre, la société concernée déléguant à une société tierce, le plus souvent une société de conseil et de gestion de private equity, la gestion de son "fonds" et de son portefeuille d'investissements et, d'autre part, la collaboration, structurelle ou organisationnelle, de manière générale ou au cas par cas avec d'autres entités. Dans le premier cas, on distingue l'outsourcing simple dans lequel le corporate venture mandate un tiers en vue de fournir certains services de l'outsourcing plus complexe qui implique le transfert d'employés et d'actifs (hardware, software, contrats et licences, etc.). Dans le second cas, la collaboration a lieu soit sous la forme d'un fonds conjoint avec d'autres investisseurs financiers ou stratégiques ou la collaboration plus ou moins régulière avec un investisseur financier visant à répartir les tâches mais également les profits et risques. Les capital-risqueurs traditionnels y trouvent une compensation à leur baisse d'activité propre. Les problèmes pratiques ne sont cependant pas négligeables. Les stratégies, les objectifs et les approches restent fondamentalement différents, si bien que la collaboration est souvent entachée de tensions et de frictions.

Le corporate venture s'inscrit dans le long terme. Paradoxalement, dans une économie de crise où le long terme devrait être prioritaire en termes d'investissement, le court terme étant laissé au programme de réduction de coûts, le corporate venture n'a pas encore trouvé ses (nouvelles) marques. Consultants spécialisés, "fat four" et avocats d'affaires travaillent à de nouveaux business models. Il s'agit en effet maintenant d'adapter et de mettre au point de nouvelles structures et de nouvelles formes de collaboration entre corporate venture et capital risque traditionnel pour raviver cet extraordinaire outil au service des entreprises et de l'innovation.

*Etude d'avocats Tavernier Tschanz
www.taverniertszchanz.com