Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 39 (1981)

Heft: 1

Artikel: L'évolution récente du capital-risque aux USA

Autor: Meylan, Rachel

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-138671

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 11.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

L'évolution récente du capital-risque aux USA

Rachel Meylan,
administrateur de Sigesse Société financière S.A.,
directeur SPEC S.A.,
Lausanne

L'évolution du capital-risque («Venture capital») aux Etats-Unis, durant la dernière décennie, peut être décomposée en deux grandes phases: alors que les années 1970 à 1977 sont marquées par une stagnation, on assiste, dès 1978, mais surtout au cours de l'année 1980, à un regain de succès tout à fait spectaculaire.

La période 1970 à 1977 a déjà fait l'objet de nombreuses études. On tentera d'en faire la synthèse, en situant tout d'abord le problème dans le contexte plus général de la formation du capital (1) puis, en présentant, sous leurs diverses formes, les entreprises de capital-risque, leur évolution dès les origines et leurs activités (2). Il est évidemment plus difficile, faute d'un recul suffisant, de donner une vue d'ensemble de l'évolution des trois dernières années. On s'efforcera, cependant, de dégager quelques tendances (3).

1re PARTIE – LA FORMATION DU CAPITAL

Depuis qu'en 1947–48, les laboratoires de Bell ont élaboré la technologie des semi-conducteurs, la prédominance technologique et scientifique américaine décroît dans des proportions inquiétantes: en 1976, les dépenses globales affectées à la recherche et au développement aux USA se sont élevées à $ 38 milliards, c'est-à-dire 5% de moins en dollars constants qu'en 1968, soit 2,4% du PNB dans les années 1970 contre 2,9% dans les années 1960. Le budget fédéral a affecté 12,6% à la R & D en 1965 contre 5,7% en 1975, en partie à cause des coupes dans les budgets de la Défense et des programmes spatiaux. Dans le même ordre d'idées, les statistiques du Département du Commerce montrent que les brevets octroyés à des citoyens américains sont en diminution dans les années 1970 par rapport aux années 1960. Une étude de la National Science Foundation montre que sur les 500 innovations majeures développées dans le monde entre 1953 et 1973, la part des USA est passée de 82% vers la fin des années 1950 à 55% vers le milieu des années 1960. En 1975, sur le nombre d'étudiants engagés dans un 3e cycle, seulement 3% faisaient de la physique ou des sciences de l'environnement contre 9% 10 ans avant.

Pour beaucoup, ceci est imputable à l'insuffisance d'investissements en capital-risque. On ne saurait assez insister sur le rôle capital que les nouvelles entreprises ont joué et continuent à jouer en matière d'innovation technologique. Depuis la Deuxième Guerre mondiale, la plupart des progrès réalisés en matière de communications, de médecine et d'électronique sont imputables à de nouvelles sociétés: ainsi, le succès de Xerox, Texas Instruments, Hewlett-Packard, Polaroïd, Digital Equipment dans des activités où des géants tels que Kodak, General Electric, RCA et même IBM auraient eu tous les atouts pour mieux

réussir. Ceci n'est pas étonnant en ce sens que les objectifs des sociétés établies, qui tendent d'abord à maintenir les résultats acquis, sont souvent en contradiction avec le développement de nouvelles technologies qui peuvent rendre désuets par là-même les produits qu'elles ont lancés avec succès. Les sociétés nouvelles, au contraire, n'ont pas de passé à protéger et leur succès dépend principalement de leur habileté à faire avancer la technologie par des produits meilleurs et différents.

On constate aussi bien que les entreprises récemment créées affectent en valeur relative davantage de moyens à la recherche et au développement. C'est ce qui résulte notamment d'une enquête exhaustive effectuée par l'American Electronics Association en 1977. Cette association regroupe plus de 950 entreprises de haute technologie dans le domaine des fabricants de composants et d'équipements électroniques. L'ensemble de ses membres emploie plus d'un million de personnes et comprend quelques-unes des plus grandes entreprises du pays, bien que les $^2/_3$ d'entre elles soient de petites sociétés employant moins de 200 personnes. Sur un échantillon de 276 sociétés, les 77 qui ont été créées entre 1971 et 1975 ont affecté, sur $100 d'investissement en 1976, $33 à la R & D comparativement aux sociétés plus anciennes dont les 135 créées entre 1966 et 1970 y ont affecté $20, les 38 créées entre 1961 et 1965 $18 et les 26 créées entre 1956 et 1960 $19.

Or ces entreprises éprouvent des difficultés croissantes à réunir le capital nécessaire à leur formation et à leur expansion. En un sens, ce n'est là qu'un aspect d'une évolution beaucoup plus générale. Mais, d'un autre côté, ce phénomène est aussi déterminé partiellement par certains facteurs spécifiques. On se propose d'examiner successivement chacun de ces deux aspects.

D'une manière générale, les besoins en capitaux ne cessent d'augmenter alors que la formation de capital diminue. Le New York Stock Exchange a estimé que les besoins en capital entre 1977 et 1987 s'élèveraient à $4,5 trillions pour atteindre une croissance moyenne annuelle de l'économie de 3,6% pendant cette décennie. Si l'on sait, qu'à cette même date, on estimait que $ 3,9 trillions proviendraient de l'épargne et des attributions aux réserves des entreprises, le manque de capitaux s'élèverait alors à $600 milliards. Le NYSE estimait que 40% environ, soit $250 milliards, devrait provenir de nouveaux financements en capital d'entreprises, soit $25 milliards par an d'investissements nets. Ce montant est à comparer à l'accroissement net enregistré pendant l'année 1971, qui est une année de référence, de $13,5 milliards. L'investissement en capital fait particulièrement défaut aux entreprises de taille moyenne et petite et il est intéressant de remarquer que le nombre de porteurs individuels d'actions cotées est passé de 32,5 millions en 1972 à 25 millions en 1977. Les investisseurs institutionnels ont acheté en moyenne, pendant 1971, $19,3 milliards de capital et selon les estimations, ces investisseurs investiraient désormais un maximum de $ 20 à $ 22 milliards par an; il faudrait alors se tourner vers les investisseurs privés. Ceux-ci, hélas, ont été des vendeurs nets d'actions dans une proportion moyenne annuelle de $6 milliards entre 1972 et 1977.

En ce qui concerne plus précisément la formation du capital-risque, on constate également, depuis 1970, un phénomène de raréfaction. En effet, l'enquête citée plus haut démontre qu'en dollars constants de 1972 les sociétés créées entre 1971 et 1975 ont pu disposer en moyenne de moins de 30% du capital que les sociétés créées entre 1966 et 1970 avaient trouvé disponible. Pourquoi la formation du capital-risque a-t-elle diminué?

Une série de facteurs généraux influencent de façon décisive la formation de capital, parmi lesquels on peut citer: l'inflation et le climat d'incertitude qu'elle provoque, la récession de 1974–75 et la reprise plus lente qu'escompté, les problèmes de l'énergie, ainsi que des facteurs plus spécifiques, tels le délai de plus en plus long s'écoulant entre l'étude de marché d'un produit et son lancement, la part croissante des budgets de la R & D affectée à des recherches en matière d'environnement et de sécurité du travail. De plus, la formation du capital-risque est fortement influencée par le traitement fiscal des plus-values. En effet, les investisseurs dans des entreprises de haute croissance recherchent la réalisation d'un multiplicateur de leur investissement plutôt que des dividendes.

L'enquête de l'American Electronics Association a démontré que les dividendes payés en 1976 ont représenté 0,8% du capital de toutes les sociétés de l'échantillon, alors qu'ils ont représenté 0,1% du capital des sociétés créées entre 1971 et 1975.

Les risques provenant d'investissements dans des sociétés de haute technologie, particulièrement dans l'électronique, sont très élevés en partie à cause d'échecs possibles en matière de R & D et de l'obsolescence très rapide. De ce fait l'investisseur recherche une rémunération nettement au-dessus de la moyenne pour les risques qu'il prend.

Dans cette enquête, la rémunération moyenne annuelle des fonds investis dans les sociétés composant l'échantillon est la suivante:

Année de fondation	Valeur de marché estimée ($ mio.)	Total investi ($ mio.)	Gain total ($ mio.)	%	Moyenne de l'invest. (nombre d'années)	Gain moyen annuel (%)
1956–60	1266.7	700.6	566.1	81	3.5	23
1961–65	1004.2	360.1	644.1	179	6.5	28
1966–70	1204.7	708.5	496.2	70	3.7	19
1971–75	86.5	66.8	19.7	29	2.2	13

Ces calculs ont été obtenus en multipliant les bénéfices des sociétés par un «Rapport Cours/Bénéfices» adéquat pour ce genre d'activité. Il faut encore ajouter qu'un certain nombre de ces sociétés sont privées et que pour celles-ci l'investisseur ne trouverait pas de marché pour la revente de ses actions, à moins de les vendre à un prix inférieur.

L'imposition des gains en capital avant 1969 était de 25%. A partir de 1969, ce taux a été progressivement élevé jusqu'à atteindre en pratique un taux de 49%. Ce taux était toutefois nettement inférieur aux taux maxima applicables à d'autres catégories de revenus (70%). Or l'augmentation du taux à partir de 1969 coïncide comme on l'a vu avec une diminution très nette de la formation de capital-risque.

Le train des réformes fiscales envisagées par l'Administration Carter, à partir de 1976, prévoyait à l'origine la suppression de ce privilège et l'imposition des gains en capital aux mêmes conditions que les autres revenus. Ce projet suscita une très vive opposition de larges milieux industriels et financiers qui faisaient valoir précisément qu'une telle mesure risquait de décourager définitivement tout investissement dans le capital-risque. Sensible à ces critiques, l'Administration modifia radicalement son projet sur ce point et la loi, finalement

adoptée en 1978, fixe en définitive à 28% le taux maximum applicable aux gains en capital; en outre, le gain n'est imposable qu'à concurrence de 40%.

Un autre facteur qui pèse dans cette formation de capital est la transformation du marché typique de ces sociétés de haute technologie, qui est devenu un marché hautement professionnel. Entre 1965 et 1969, un nombre considérable d'investisseurs privés découragés par le faible taux du dividende payé par les sociétés bien implantées et attirés par les gains énormes réalisés par les entreprises à haut risque se lançaient dans un marché qu'ils connaissaient mal et provoquaient l'avènement de sociétés de haute technologie mal structurées qui ne connurent pas le succès escompté. En conséquence, ces investisseurs peu expérimentés se retirèrent de ce marché qui devint ainsi un marché de professionnels. Dans le même ordre d'idées, il faut souligner que les paramètres d'évaluation des chances de succès de ce type de sociétés sont particulièrement malaisés à quantifier, si bien qu'en définitive seules les personnes ayant une connaissance technique du domaine d'activité où exercent ces entreprises sont en mesure d'investir à bon escient.

La difficulté rencontrée par ces nouvelles entreprises dans leur recherche de capital est d'autant plus grave pour l'économie en général que ces sociétés créent un nombre d'emplois supérieur à celui d'autres entreprises.

L'enquête de l'American Electronics Association montre que, pour 1976, le taux de croissance de la création d'emplois a été de 20 à 40 fois plus important dans les sociétés de l'échantillon, qui avaient entre 10 et 20 ans, que dans les sociétés de plus de 20 ans; pour les sociétés ayant entre 5 à 10 ans, ce taux était de 55 fois supérieur et pour les sociétés ayant moins de 5 ans ce taux était de 115 fois supérieur. L'enquête a également déterminé que chaque poste de travail créé depuis 1955 requiert $32.720 de biens d'investissement.

2e PARTIE – LA SITUATION DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-RISQUE

Généralités

Il est relativement malaisé de se faire une image précise de ce que l'on appelle aux Etats-Unis «l'industrie du capital-risque». L'un des meilleurs connaisseurs de ce secteur, Stanley M. Rubel, dans la quatrième édition de son *« Guide to Venture Capital Source »*, paru en 1977, estime à 3 milliards de dollars, voire plus, le montant total des actifs des entreprises de capital-risque, et entre 5 et 500 millions de dollars le montant des investissements qu'elles réalisent chaque année. Selon le même auteur, on comptait, à cette époque, de 4 à 500 entreprises professionnelles de capital-risque. Ces entreprises se répartissent en diverses catégories.

On distingue ainsi les entreprises privées de capital-risque organisées soit sous forme de corporation, soit sous forme de «partnerships», les entreprises familiales de capital-risque, les entreprises semi-publiques de capital-risque ou *Small business investment companies* (SBICS). A cela s'ajoutent les activités déployées dans ce domaine soit par les départements spécialisés dans le capital-risque de certaines grandes sociétés, soit par les *Investment bankers,* soit par des institutions telles que les banques, des compagnies d'assurances, des fonds de pension et des fonds d'investissement, des conseillers en investissement et des investisseurs individuels.

Il est également difficile de déterminer l'importance exacte de chacune de ces catégories. L'ouvrage précité de Stanley M. Rubel estime à une cinquantaine les entreprises *privées* de capital-risque. Quant aux SBICS, leur nombre était de 393 à fin 1978 et 414 en juin 1979. Toutefois, leur capital propre n'était que de 540 et 600 millions de dollars en chiffres ronds. La part qu'elles occupent dans l'industrie du capital-risque est donc extrêmement faible, ceci d'autant plus que seul ¼ à un ⅓ des SBICS concentrent leurs investissements dans ce domaine.

Il faut relever encore la grande difficulté d'accéder aux données concernant les entreprises de capital-risque, en particulier les entreprises privées (pour les SBICS on peut tirer un certain nombre de données des rapports périodiques publiés par la *Small Business Administration* et il existe déjà quelques études d'ensemble sur le sujet). Dans le domaine de l'information sur les entreprises de capital-risque, la seule base de données importante est celle qu'a constituée la *Capital Publishing Corporation* (CPC), une société fondée par Stanley M. Rubel qui dispose ainsi, dans ce domaine, d'un quasi monopole de fait et ne cède pas les informations qu'elle détient, sinon à des tarifs prohibitifs. C'est d'ailleurs également CPC qui, sous le nom de «Venture Capital», publie une revue mensuelle entièrement consacrée aux entreprises de capital-risque. Enfin, il n'est pas sans intérêt de relever que, dans le courant des années 1970, les entreprises de capital-risque se sont dotées d'une organisation au niveau national, le *National Venture Capital Association.*

LES ENTREPRISES PRIVÉES DE CAPITAL-RISQUE

L'industrie du capital-risque est un phénomène relativement récent dont l'apparition date de peu après la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Les premières entreprises de capital-risque ont été des entreprises à caractère familial, créées par quelques-unes des familles les plus fortunées des Etats-Unis, telles que la famille Whitney (J. H. Whitney and Company, fondée en 1946 par J.H. Whitney et Payson également un membre de la famille Whitney) et Rockefeller.

C'est également de 1946 que date la création, par le Général Doriot, de l'*American Research and Development Corporation* (ARDC), l'une des plus célèbres entreprises américaines de capital-risque, dont les succès (notamment Digital Equipment) sont restés légendaires. ARDC fut la première, et jusqu'en 1960, la seule entreprise de capital-risque dont l'actionnariat ait été ouvert au public; elle servit de référence et de modèle à bien des entreprises de capital-risque créées par la suite et, en 1972, elle fusionna avec Textron.

A l'heure actuelle, le rôle des entreprises familiales de capital-risque a diminué, mais il demeure important. Les sociétés de capital-risque, dont le nombre, on le rappelle, était estimé à une cinquantaine en 1977, appartiennent pour la plupart à des compagnies d'assurances, des fonds de pension, des fonds d'investissement, des investisseurs individuels ou d'autres sociétés.

On considère cependant que la source la plus importante de capital-risque est probablement celle qui provient des syndicats d'investisseurs individuels, organisés généralement par des banquiers d'affaires. Nombreux sont en effet les banquiers qui déploient des activités dans le domaine du capital-risque, soit pour placer leurs propres capitaux ou ceux de leurs clients, soit pour organiser des souscriptions publiques de capital

d'entreprises dans lesquelles ils ont investi. La firme de San Francisco, Hambrecht & Quist, en constitue un exemple.

De nombreuses sociétés industrielles se sont,elles aussi, intéressées au capital-risque et ont parfois même créé leur propre département spécialisé. Ainsi, par exemple, American Broadcasting, Singer, Swift, Alcoa, Coca-Cola, Boise Cascade, Dow Chemical, Dupont, Ford, International Paper, General Electric, Mobil Oil, Standard Oil of New Jersey, Union Carbide.

Il est enfin intéressant de relever que certaines sociétés privées de capital-risque ont créé des succursales organisées sous la forme de SBICS ce qui leur permet, par ce biais, de bénéficier de prêts octroyés par la Small Business Administration. Il arrive aussi fréquemment que des entreprises privées et des SBICS se retrouvent dans un même syndicat d'investisseurs pour financer un projet de capital-risque.

LES SBICS

Déjà durant la Deuxième Guerre mondiale, la nécessité s'était fait sentir d'une aide publique aux petites entreprises. Divers programmes gouvernementaux avaient été mis sur pied. En 1950, un membre du Congrès lança l'idée de créer une source institutionnelle de financement public pour les petites entreprises et proposa l'adoption d'un «Small Business Investment Act». Dans un premier temps, le Congrès se borna cependant à créer en 1953, la *«Small Business Administration»* (SBA). Cette solution s'avéra cependant très vite insuffisante car la SBA n'avait pas le pouvoir de prendre des participations dans des entreprises privées. En définitive, le «Small Business Investment Act» fut adopté par le Congrès en 1958. Il a été, depuis lors, amendé à diverses reprises.

Le Small Business Investment Act a créé une institution nouvelle la *«Small Business Investment Company»* (SBIC). La SBIC est une entreprise créée par l'initiative privée et qui demeure une entreprise privée. Une entreprise ne peut toutefois être créée sous forme de SBIC que moyennant une licence de la SBA. L'octroi de cette licence est subordonné à certaines conditions. Les statuts et tous les amendements qui pourraient leur être apportés par la suite sont soumis à l'approbation de la SBA, ainsi que le rayon d'action de la société, l'ouverture de nouvelles agences et certaines décisions d'investissement. En contrepartie, la SBIC se voit conférer la capacité d'emprunter auprès de la SBA, à taux d'intérêts bas, des fonds jusqu'à concurrence d'un multiple de son capital, multiple qui varie selon les catégories de SBIC. Si, en effet, tous les SBICS ont par définition — et doivent avoir — pour mission de financer des petites entreprises, cela ne signifie pas, tant s'en faut, que tous les SBICS opèrent dans le domaine du capital-risque. On considère au contraire que ¼ à ⅓ seulement des SBICS existantes est actif dans ce domaine. Ce sont évidemment les seules qui présentent un intérêt dans le présent contexte et, par la suite, on limitera l'examen à cette catégorie de SBICS. Plus récemment, la loi a créé une nouvelle catégorie de SBICS, les *Minority Enterprise Small Business Investment Companies* (MESBICS). Destinées à financer les petites entreprises détenues par des membres de minorités ethniques défavorisées, les MESBICS jouissent d'une capacité d'emprunt encore plus élevée. Tout comme pour les SBICS, leur activité n'est nullement cantonnée dans le domaine du capital-risque, mais on rencontre également des MESBICS actives dans ce domaine.

La SBIC peut être organisée soit sous forme de personne morale, soit (il s'agit-là d'une possibilité nouvelle, récemment introduite) sous forme de «Limited Partnership». Le capital doit (depuis 1979) être au minimum de $ 500 000. Les parts d'une SBIC peuvent être acquises soit par les banques nationales, soit par d'autres banques membres ou non du Federal Reserve System. Une banque ne peut toutefois placer plus de 5% de son capital dans les SBICS. De plus, la SBA peut limiter le nombre de parts pouvant être détenues par un même actionnaire ou groupe d'actionnaires. La SBIC doit être créée pour une durée d'au moins 30 ans.

La SBIC doit avoir pour seul but de financer des petites entreprises. Par là, les réglementations édictées par la SBA entendent des entreprises dont les actifs n'excèdent pas 9 millions de dollars et 4 millions de dollars de valeur nette et dont le chiffre d'affaires n'est pas supérieur à 400 000 dollars. La SBIC qui investit au moins 65% de ses capitaux disponibles dans le capital-risque, peut emprunter soit directement auprès de la SBA, soit auprès de tiers avec la couverture de la SBA, jusqu'à 4 fois son propre capital.

Les financements fournis par une SBIC aux petites entreprises peuvent l'être soit sous forme de prises de participation, soit sous forme de prêts à long terme n'excédant pas une durée de 20 ans (avec possibilité de renouvellement pour 10 ans au maximum). Sans autorisation de la SBA, une SBIC ne peut détenir plus de 20% du capital d'une société déterminée. Le programme SBIC a connu des fortunes diverses et l'évaluation de ses résultats est très controversée.

Durant les 4 premières années du programme, le nombre des demandes de licence, d'une part, et le nombre des licences octroyées, d'autre part, ont été en constante expansion: en 1959, respectivement 92–16, en 1960, 125–93, en 1961, 356–194, en 1962, 412–298. En 1963, si le nombre de demandes décroît fortement (56), le nombre d'octroi de licences se monte encore à 101. Depuis lors et jusqu'en 1969, tant le nombre des demandes de licences que celui des licences octroyées, ne cesse de décroître. En 1964, 71–64, 1965, 19–15, en 1966, 16–10, en 1967, 15–7, en 1968, 14–9, en 1969, 12–0. Parallèlement, le nombre des renonciations à la licence ne cesse de croître: 22 en 1963, 11 en 1964, 29 en 1965, 32 en 1966, 89 en 1967, 86 en 1968 et 73 en 1969. On constate donc que le nombre de SBICS en activité est croissant de 1959 à 1964, où il atteint un point culminant avec 722, et depuis lors, il est décroissant, atteignant le chiffre de 454 seulement en 1969. L'ouvrage publié à cette époque (1970) par Charles M. Noone et Stanley M. Rubel a pu parler d'une véritable crise des SBICS. Certes, en 1977, Stanley M. Rubel, dans son guide précité, signale un redressement très net. Toutefois, à fin 1978, le nombre des SBICS en activité n'était que de 302 et, en juin 1979, que de 320. Les 302 SBICS existantes à fin 1978 représentaient un capital total de 475 408 816 dollars.

Les raisons de cette relative désaffection sont multiples. On a incriminé le caractère tracassier des réglementations et des contrôles exercés par la SBA. On a pu déplorer également les changements trop fréquents qui se sont produits à la tête de la SBA, ces changements se traduisant, le plus souvent, par des politiques différentes et par d'incessantes modifications des réglementations de la SBA. On a pu déplorer également que la SBA ne dispose pas d'un organisme de financement indépendant et se trouve ainsi soumise aux aléas du budget fédéral. Aussi bien, le déroulement des programmes de la SBA a-t-il été parfois perturbé par les restrictions budgétaires décidées par telle ou telle administration. On a relevé aussi que les SBICS pourraient être avantageusement exonérées de certaines

restrictions résultant, soit du «Security's Act», notamment en ce qui concerne la revente des actions, soit du «Investment Company Act». Sans doute, sur le premier de ces deux points, certains assouplissements ont-ils été apportés ou sont-ils sur le point de l'être, mais ils sont jugés encore insuffisants par les milieux spécialisés. Enfin, de nombreuses voix se sont élevées en faveur d'un régime fiscal plus libéral. Là aussi ces voix semblent devoir être entendues.

En dépit de ces incontestables faiblesses, il n'en reste pas moins — et des auteurs comme Charles M. Noone et Stanley M. Rubel insistent également sur ce point — que le programme SBIC a produit d'appréciables résultats. Des enquêtes ont révélé que la croissance moyenne des petites entreprises ayant bénéficié d'un financement SBIC était très supérieure à la croissance moyenne des petites entreprises en général pour la même période. Les mêmes enquêtes ont révélé que le nombre d'emplois nouveaux, créés par les petites entreprises ayant bénéficié d'un tel financement, était également très supérieur au nombre moyen d'emplois nouveaux créés par les petites entreprises en général pour la même période. Les mêmes auteurs relèvent que ces résultats spectaculaires ont été obtenus grâce à une mise de fonds relativement modeste de la part du Gouvernement et que les pertes encourues ont été extrêmement faibles.

LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES DE CAPITAL-RISQUE ET LEURS RELATIONS AVEC LES ENTREPRISES DANS LESQUELLES ELLES INVESTISSENT

Il est impossible de poser en cette matière des règles générales, la politique d'investissement et le degré d'intervention dans les entreprises en portefeuille variant d'une entreprise de capital-risque à l'autre. On peut tout de même dégager quelques tendances.

Rares sont les entreprises de capital-risque qui investissent dans des entreprises qui se trouvent encore au premier stade de leur existence, celui du développement d'un prototype (Start-up Financing). On a pu évaluer à quelque 10 à 20% les entreprises de capital-risque qui interviennent déjà à ce stade. Il s'agit, le plus souvent, de sources inorganisées de capital-risque, tels que parents, amis, clients, riches individus, etc. Mais la plupart des sources organisées de capital-risque interviennent à l'étape suivante (First-Stage Financing). La situation sur le marché des émissions publiques paraît jouer un grand rôle. Lorsque ce marché est très animé, les entreprises de capital-risque ont tendance à se concentrer sur le «Start-up» ou le «First Stage Financing». Lorsqu'il est très calme, les entreprises refluent en masse vers les «Second» et «Third Stage Financing».

L'importance de l'investissement consenti dans chaque cas peut varier de quelques milliers à quelques millions de dollars. De manière générale, on constate cependant une préférence pour les investissements allant de $250 000 à $ 500 000. Certaines entreprises de capital-risque cherchent systématiquement à prendre le contrôle des entreprises dans lesquelles elles investissent. D'autres se contentent au contraire d'une participation minoritaire. On a déjà vu que les SBICS ne peuvent, en principe, acquérir une participation de plus de 20% dans une entreprise déterminée sans l'accord de la SBA.

Mais l'un des points les plus délicats demeure sans doute celui du degré d'intervention de l'entreprise de capital-risque dans la marche des entreprises dans lesquelles elle investit.

Beaucoup d'entreprises de capital-risque, sans prétendre se substituer à la direction des entreprises dans lesquelles elles ont investi, attachent une très grande importance à en suivre la marche de très près et à leur prodiguer assistance et conseils. Il arrive même qu'une entreprise de capital-risque impose des changements à la tête de telle ou telle des entreprises dans laquelle elle a investi.

RÉSULTATS ET PERFORMANCES

C'est sur ce point sans doute que l'évaluation est la plus difficile et que l'on est le plus mal renseigné, du moins en ce qui concerne les entreprises privées de capital-risque. En 1970, Benno Schmidt, alors directeur général de J.H. Whitney & Cie, déclarait qu'une entreprise de capital-risque devrait être capable pour le moins de doubler son capital tous les quatre ans.

Certaines données de fonds privés de «Venture Capital» en notre possession, et dont nous ne pouvons divulguer les noms, montrent qu'entre 1970 et juillet 1979, la valeur des actifs nets de ces fonds s'est accrue en moyenne de 25% par an pour l'un et 20% pour l'autre (en US dollars). L'augmentation de la valeur des actifs calculée en francs suisses a été en moyenne de 9% par an.

3e PARTIE — LA PÉRIODE ACTUELLE

On assiste actuellement à un spectaculaire regain de succès du capital-risque. Amorcée en 1978, cette évolution a atteint son point culminant au cours de l'année écoulée. Elle est caractérisée par une série de faits que l'on se propose de passer rapidement en revue.

On observe une tendance du capital-risque à pénétrer dans de nouveaux domaines: traditionnellement cantonné jusqu'ici, pour l'essentiel, dans le domaine de l'électronique, on le voit entrer en masse dans un champ tout nouveau, appelé, selon d'aucuns, à un grand avenir, celui de l'exploitation industrielle de la biogénétique.

Très frappante et très nouvelle est également la tendance des sociétés de haute technologie à se faire coter très tôt en bourse — pratiquement dès les tous premiers stades de leur existence. Ces émissions elles-mêmes ont connu, au cours de 1980, un succès foudroyant. Le cas de Genentech est à cet égard, exemplaire. Cette société s'est attachée à reproduire du DNA à partir de procédés synthétiques de chimie organique, ou à partir de tissus animaux. Obtenue de cette manière, le DNA devient le gène de base nécessaire à la production d'insuline humaine ou «Interferon». La société a commencé avec deux fondateurs dont la part était évaluée à $12 000 chacun. En septembre 1979, une filiale de «venture capital» de Lubrizol Corporation a investi $10 000 000. Le 14 octobre 1980, Genentech a été introduite en bourse avec un million d'actions à $ 35 qui atteignaient $ 89 et retombaient à $71 le même jour. Le 7 novembre, sur la menace de l'ouverture d'un procès par un organisme d'Etat à Hoffmann-La Roche à propos de l'Interferon, le cours est tombé autour de $ 43 et avec le recul général de la bourse en décembre, il est maintenant autour de $ 39. Fait significatif, Hambrecht & Quist, pour cette même année 1980, a traité 21 offres,

dont 10 nouvelles contre respectivement 12 et 6 l'année précédente. A fin 1980, on estimait à $4 milliards le total des investissements dans le capital-risque (contre $3 milliards en 1977).

D'où provient cet afflux de capital? On constate, de manière générale, une réticence des investisseurs institutionnels qui préfèrent s'en tenir à des placements de type plus conservateur. Il faut en conclure que l'investissement dans le capital-risque connaît à nouveau la faveur d'un vaste public non professionnel: on voit donc se répandre un phénomène déjà constaté durant la fin des années soixante, mais qui avait depuis lors presque disparu. D'autre part, le nombre va croissant des sociétés qui investissent dans le capital-risque. On constate également la tendance des sociétés de haute technologie à se doter, dès le départ, d'un capital beaucoup plus important que par le passé. Parallèlement, la taille de l'investissement individuel dans les sociétés de haute technologie a tendance à s'accroître: il n'est pas rare qu'il atteigne plusieurs millions de dollars.

Pour terminer, on signalera divers projets actuellement pendants devant le Congrès américain et qui tous ont pour but, que ce soit sous forme d'avantages fiscaux, que ce soit sous forme d'allègements de diverses contraintes résultant du droit des sociétés, de rendre plus attrayantes pour un public toujours plus vaste, les entreprises de capital-risque. En particulier, il est envisagé d'abaisser le taux de l'impôt sur les gains en capital de 28% à 21%.

CONCLUSION

Aucune économie ne saurait progresser sans affecter une part importante de ses investissements à la recherche qui est appelée à produire les technologies de demain. Elle ne saurait progresser sans une part importante de capital-risque.

Confrontés à un déclin de leur technologie, les Etats-Unis ont eu le mérite de le comprendre. Si imparfaites que soient les structures mises en place, quels que soient les aléas qu'elles ont connus et que, sans doute, elles connaîtront encore, les entreprises de capital-risque n'en ont pas moins acquis, dans l'économie américaine, une place et un rôle fondamentaux que personne ne songe à leur contester. Dans ce domaine, l'Europe, et en particulier la Suisse, ont encore pratiquement tout à apprendre. Bien que les détracteurs des sociétés de capital-risque objectent toujours l'étroitesse du marché boursier qui rend difficile l'introduction en bourse des investissements à haut risque, il est urgent que certains milieux économiques aient conscience de la nécessité de structures de capital-risque, adaptées à notre système. Il y va de l'avenir de notre économie.

BIBLIOGRAPHIE

Small Business Investment Act of 1958 as amended, octobre 1977.

SBA, Rules and Regulations, décembre 1974.

Business Week, 22 septembre 1975, 30 juin 1975, 22 août 1977, 17 octobre 1977, 17 avril 1978, 29 mai 1978, 10 juillet 1978, 27 novembre 1978, 8 janvier 1979, 26 février 1979, 12 mars 1979, 19 mars 1979, 26 mars 1979, 25 juin 1979, 10 novembre 1980.

Fortune, juin 1974.

Forbes, 1er juillet 1976.

Herald Tribune International, 22 août 1980.

Institutional Investor, juillet 1974.

Barron's, 14 juin 1976, 8 décembre 1974.

Venture Capital, juin 1976, juin 1979, juillet 1979, août 1979.

SBIC Digest, novembre 1975.

SBIC Digest, Small Business, août 1979.

SBIC Digest, Administration, mai 1979.

US Small Business Administration (Report of the SBA task force on Venture and Equity Capital for small businesses), janvier 1977.

US Small Business Administration, (Directory or operating Small Business Investment Companies), juin 1979, décembre 1978.

Statement of Dr. Edwin V.W. Zschau, Chairman, Capital formation task force of the American Electronics Association before the Subcommittee on taxation and debt management of the Senate Finance Committee, juin 1979.

Charles M. Noone et Stanley M. Rubel: SBICS – Pioneers in organized Venture Capital, Capital Publishing Co, 1970.

—: *Background materials for WEMA task force on capital formation*, vol. II, novembre 1977.

James P. Hobarn Jr.: Characteristics of Venture Capital investments, College of Business University of Utah, août 1976.

John R. Dominguez: Venture Capital, Lexington Books, 1974.

—: *US Small Business Administration Annual Report*, 1977.

Stanley M. Rubel: Guide to Venture Capital Sources, 4e édition, Capital Publishing Corp. 1977.