

Les opportunités identifiées dans le capital-risque en phase de démarrage

Janvier 2019

Le capital-risque offre un accès à des opportunités d'investissement dans des entreprises qui révolutionnent leur secteur au point de provoquer des disruptions au sein de secteurs dans leur intégralité... à condition que la gestion de ces placements soit réalisée de manière efficiente. D'après notre expérience, 20 % des entreprises sont à l'origine de 80 % des performances de sorte que la clé de la réussite repose sur un accès aux meilleures opportunités. En revanche, plutôt que des probabilités qui vous sont défavorables, une approche mûrement réfléchie de la construction de portefeuille peut d'après nous permettre d'inverser ces probabilités en votre faveur.

Le capital-risque a financé certains des plus grands succès de tous les temps au sein du secteur technologique.

Le capital-risque a depuis longtemps pour habitude de générer de solides performances pour le compte des investisseurs et d'aider les entreprises en phase de démarrage à réaliser leur plein potentiel.

Parmi les « success stories » du capital-risque figurent Apple, la première société américaine cotée dont la capitalisation boursière a dépassé les 1 000 milliards de dollars, et d'autres entreprises américaines dont Microsoft, Amazon, Facebook et Google, chacune valorisée à plus de 500 milliards de dollars. Le capital-risque a transformé en intégralité certaines industries : la musique, la presse écrite et les médias ont tous subi des disruptions. Par ailleurs, les entreprises du secteur de la santé financées par le capital-risque ont développé des médicaments destinés à soigner des maladies autrefois incurables, tandis que d'autres investissent dans la recherche contre le cancer. Il n'est pas exagéré de dire que le capital-risque finance de nombreuses évolutions qui ont bouleversé nos modes de vie.

Dans la perspective de l'investisseur, le capital-risque fournit un accès aux entreprises de croissance de demain¹ et a fait ses preuves en offrant des rendements à long terme très solides. L'indice Cambridge Associates US Venture Capital a dégagé une performance annuelle de 19 % au cours des 30 dernières années jusqu'en 2017, déduction faite de tous les frais et dépenses². Il occupe également une place prépondérante dans le paysage financier. En effet, les secteurs à forte croissance représentent environ un tiers des volumes annuels des levées de fonds du capital-risque.

1 À l'inverse, les marchés cotés couvrent d'une part croissante et plus mature du secteur privé car certaines entreprises choisissent de rester non cotées pendant plus longtemps. Pour plus d'informations, veuillez vous reporter à la publication « What is the point of the equity market ? » Schroders, avril 2018.

2 L'indice Cambridge Associates LLC US Venture Capital® est basé sur des données compilées à partir de 1 794 fonds de capital-risque américains (1 150 fonds à un stade précoce, 210 à un stade avancé et en expansion, et 434 fonds à plusieurs stades), y compris des partenariats entièrement liquidés, formés entre 1981 et 2017. Le rendement indiqué est un taux de rendement interne (TRI) à horizon commun, déduction faite des frais, charges et intérêts courus.

Steven Yang
Responsable des investissements mondiaux dans le capital-risque, Schroder Adveq



Michael McLean
Directeur des investissements, Schroder Adveq



Duncan Lamont, CFA
Directeur de la recherche et des analyses, Schroders



En revanche, il a été également décrit comme une partie de poker à haut risque.³ Si sa gestion est inefficace, le capital-risque peut se révéler être à l'origine de lourdes pertes, et par le passé certains investisseurs s'y sont brûlés les doigts. Le souvenir de la chute des valeurs technologiques lors du krach boursier des Dotcom hante également l'esprit de certains investisseurs. En investissant dans des fonds de mauvaise qualité et vous risquez de perdre la totalité (ou presque) de votre capital !

Mais nous tenons à souligner que les pertes encourues par les investisseurs sont rarement imputables aux investissements dans le capital-risque, mais à des erreurs plutôt commises par des amateurs que les investisseurs compétents pourraient facilement éviter. Telles sont les raisons de certains préjugés à l'égard de cette classe d'actifs.

Ce document est divisé en deux parties. La première énonce certaines vérités contre-intuitives sur le capital-risque. La plupart des objections couramment avancées sont déplacées. La deuxième partie présente les cinq secrets d'un investissement réussi en capital-risque.

3 Michael Moritz, Sequoia Capital, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-17/sequoia-s-michael-moritz-q-a-venture-capital-is-high-risk-poker->

Venture capital - Les fondamentaux

Le Venture capital est un financement précoce des start-up qui misent sur une idée et essaient de la développer à grande échelle. Les sociétés des technologies et de la santé qui sont généralement financées par le venture capital ont le potentiel de transformer tout un secteur et d'avoir un impact profond sur nos modes de vie.

Lors de l'investissement initial, une entreprise bénéficiant généralement d'un financement par venture capital n'est composée que de quelques employés et co-fondateurs et parfois d'une version bêta (c'est-à-dire un prototype précoce) de leur produit ou de leur service.

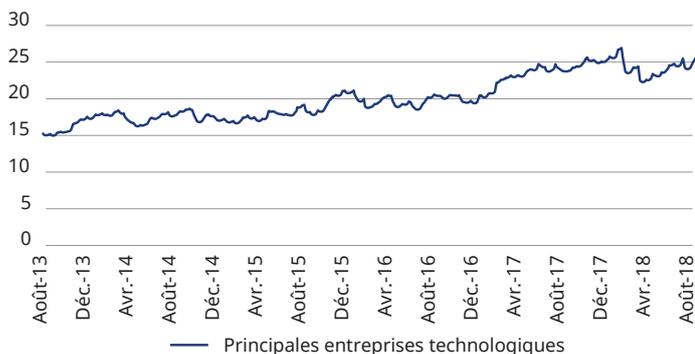
Le venture capital peut permettre à ces entreprises d'augmenter leur taille de manière efficace, généralement pendant une période de plusieurs années. Il peut ainsi leur permettre de passer de cette étape très précoce jusqu'à la génération de millions, voire de milliards, de dollars de revenus.

Vérités contre-intuitives sur l'investissement en capital-risque

Vous n'avez pas besoin de choisir votre moment pour investir dans le capital-risque

Certains investisseurs conscients du niveau élevé des valeurs technologiques cotées en bourse considèrent que le secteur traverse des turbulences et que ce n'est pas le moment d'investir dans le capital-risque en raison de son exposition au secteur technologique.

Graphique 1 : Les valorisations des sociétés technologiques cotées ont flambé



PER prévisionnel*

*Note : PER médian prévisionnel d'Apple, de Facebook, de Google, d'Amazon, de Microsoft et d'Intel. Source : Thomson Reuters

Or si les craintes des investisseurs sont compréhensibles, elles sont également mal à propos. Tout d'abord, la nature du capital-risque en phase de démarrage explique que les valorisations initiales dépendent de la force du modèle économique, du stade de développement, de l'équipe de direction, de la probabilité de succès commercial et d'autres facteurs, tous étant entièrement décorrélés des marchés cotés.

Ensuite, le capital-risque et le capital-investissement sont généralement des placements sur le long terme. Les capitaux sont engagés en amont, mais ils ne sont pas tirés pendant plusieurs années et les désinvestissements ne seront réalisés que plusieurs années après. Ce fractionnement des tirages et des réalisations sur la durée de la prise de participation limite le risque de perte d'un investisseur qui effectue un engagement à un moment peu opportun.

Enfin, le fait que les investissements en capital-risque soient susceptibles d'être conservés pendant une période maximale de 10 ans avant la sortie explique que les valorisations actuelles des marchés cotés sont à peine pertinentes.

Pour ne citer qu'un exemple, certes extrême, même un grand nombre d'investisseurs qui ont alloué des sommes d'argent dans le capital-risque lors de la bulle des valeurs de l'Internet en 1999 sont parvenus à sortir de cette crise relativement indemnes. Le taux de rendement interne (TRI) du fonds (commun) moyen de capital-risque est ressorti à un niveau à peine négatif, à -0,9 % par an, alors que les fonds classés dans le premier quartile ont affiché des performances positives (+3,2 %). Les gérants du dernier quartile ont bien entendu accusé des performances nettement inférieures, de -11,4 % par an.⁴ Certains de nos lecteurs pourraient être surpris d'apprendre qu'investir au plus haut de la principale bulle des valeurs technologiques de l'histoire ne s'est pas avéré si malencontreux pour les investisseurs en capital-risque lorsqu'ils ont évité les entreprises les moins performantes. Les fonds levés à la veille de la crise financière s'en sont encore mieux sortis. La moyenne (cumulée) du millésime 2006 s'est élevée à 9 % par an, sachant que les fonds classés dans le premier quartile ont affiché un rendement de 13 %

4 Source : Cambridge Associates, Schroder Adveq. Les classements et les performances reflètent les performances passées qui ne garantissent pas les résultats futurs.

par an. Les investisseurs intimidés par le risque de correction des marchés d'actions auraient perdu leur capital dans son intégralité.

En outre, il est important de distinguer les champions actuels et réputés du secteur technologique, et plus généralement les acteurs de ce secteur ou ceux de l'univers du capital-risque. Aux États-Unis, marché historiquement le plus important pour le capital-risque,⁵ une moyenne d'environ 1 000 entreprises par an a bénéficié d'un financement en capital-risque lors de leur premier tour de table.⁶ Même au pire moment de la crise financière, la création de start-up, le moteur du capital-risque, est demeurée à un niveau satisfaisant. Enfin, comme nous allons l'expliquer ci-après, le vivier de projets d'opérations de capital-risque a augmenté à un rythme rapide. Les opportunités ne manquent donc pas.

Il est possible d'obtenir un accès aux meilleurs fonds de capital-risque et aux entreprises financées par ce biais

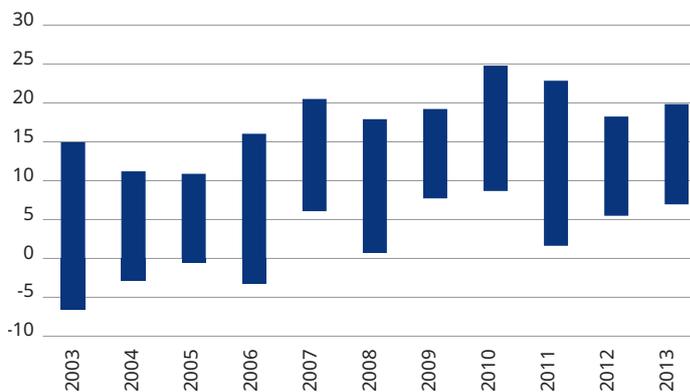
Peu d'acteurs osent remettre en cause cette réalité : l'accès aux meilleurs fonds et entreprises est la clé de la réussite du capital-risque.

Cependant, on croit à tort qu'il est impossible d'y avoir accès. L'écart entre les gagnants et les perdants est particulièrement marqué. Environ 20 à 30 % des entreprises financées par le capital-risque font faillite, mais de l'ordre de 20 % d'entre elles parviennent à peser plus de 250 millions de dollars.⁷ Ces dernières sont d'ailleurs à l'origine de 80 % des performances. Afin d'avoir les meilleures chances de réussite, il est important d'investir dans des fonds capables d'accéder aux perspectives les plus prometteuses et génératrices de valeur.

L'importance de la sélection de fonds transparaît dans les données de performance. S'agissant des millésimes de 2003 à 2013 (les années les plus récentes sont exclues car il faut généralement cinq ans pour constituer un portefeuille de capital-risque), les fonds de capital-risque classés dans le premier quartile ont surperformé les fonds classés dans le dernier quartile de 14,5 % par an en moyenne. Sur une base consolidée et pendant la durée de vie de 10 à 12 ans d'un fonds de capital-risque, cet écart est encore plus marqué.

Graphique 2 : il est primordial de pouvoir accéder aux meilleurs fonds

Fourchette interquartile du TRI des fonds de capital-risque, par millésime



Source : Cambridge Associates, Schroder Adveq.

Si les investisseurs ont bien conscience du fait qu'il est préférable d'investir dans les gérants les plus performants et à la réputation solide, le défi consiste à accéder à leur capital. Nombre d'entre eux appliquent des critères rigoureux de sélection de leurs partenaires. Ils préfèrent généralement collaborer avec des sociétés de personnes (« Limited Partners » ou LP) stables et fiables qui exercent dans le secteur depuis plusieurs décennies et durant de nombreux cycles d'investissement. Cette approche repose sur une logique sans faille. Les efforts déployés pour financer une entreprise lors de la

5 Moyenne 1997-2017 = 1 020. Sans dépendance excessive de la bulle des Dotcom : Moyenne 2004-17 = 1 001.

6 Venture Source 2018.

7 Venture Source et Schroder Adveq, 2018.

phase de démarrage et pour l'aider à se développer ne doivent pas être sous-estimés. Les gérants doivent consacrer beaucoup de temps et d'énergie à chacun de leurs investissements. Les sociétés en nom collectif (« General Partners » ou GP) ont tendance à jouer le rôle d'un conseil d'administration au sein de chaque entreprise et consacrent beaucoup de temps à conseiller et à aider les entreprises à croître. Les meilleurs GP sont celles qui ajoutent le plus de valeur, attirant ainsi les meilleurs entrepreneurs.

Malgré le préjugé selon lequel la réussite dans le domaine du capital-risque est réservée aux investisseurs chevronnés, même les investisseurs les plus novices peuvent accéder aux meilleurs fonds à condition d'investir par l'intermédiaire de la bonne société de capital-risque. En s'appuyant sur les références d'un LP plus expérimenté par le biais d'un co-investissement ou d'un placement dans des fonds de fonds, il est possible de devenir actionnaire des meilleurs fonds, sans quoi les investisseurs risquent de passer à côté des opportunités offertes par les meilleures entreprises financées par capital-risque et donc d'un pourcentage significatif de potentiel de performance sur ce marché.

Le capital-risque n'est pas aussi risqué qu'on le pense

« La plupart des entreprises financées par capital-risque finissant par faire faillite, il est trop risqué d'investir dans ce secteur. Rappelez-vous de la bulle des valeurs Internet. »

Il s'agit d'une opinion courante à l'égard du capital-risque, mais nous la jugeons fautive à nombreux égards. Comme souligné précédemment, il faut reconnaître qu'un pourcentage significatif d'entreprises financées par le capital-risque ne parviennent pas à survivre. En revanche, les autres enregistrent des performances de plusieurs centaines voire de milliers de pour cent. Ajoutons que le caractère individuel de chaque investissement peut procurer des avantages significatifs en termes de diversification au niveau du portefeuille. Les fonds de capital-risque se composent généralement d'environ 30 entreprises de multiples segments du secteur technologique. Cette large diversification au niveau des entreprises et des secteurs permet de réduire le risque, diminuant ainsi la volatilité et les pertes. Fait encore plus important, les portefeuilles de fonds de fonds de capital-risque se diversifient généralement en prenant des participations dans plusieurs centaines d'entreprises sous-jacentes, ce qui réduit encore davantage le risque.

Par voie de conséquence, les portefeuilles de capital-risque ne sont pas plus risqués que les marchés d'actions, contrairement aux investissements réalisés dans une seule des entreprises de ce secteur. En fait, au cours des 10 dernières années qui couvrent notamment la crise financière, le capital-risque a été plus volatil que les marchés cotés. Il a également enregistré une baisse plus limitée durant la crise.

L'un des problèmes relevés par certains dans le cadre de cette analyse est que ces investissements ne sont pas toujours totalement revalorisés de manière régulière, ce qui entraîne parfois une sous-estimation du risque.

Afin de gommer ce préjugé, nous avons analysé de manière quantitative par le biais d'une analyse de simulation le risque du venture capital à l'aide des valorisations d'entrée et de sortie des entreprises dans lesquelles investit le portefeuille Schroder Adveq (voir encadré de droite pour plus d'informations). Dans la mesure où ces valorisations reflètent les prix réels des transactions, elles ne posent pas de véritable problème. Cette analyse confirme par ailleurs que le risque diminue rapidement à mesure de l'augmentation de la taille du portefeuille alors que les investissements individuels présentent un risque élevé. Ce constat témoigne de la très faible corrélation entre chaque placement individuel, ce qui procure des avantages significatifs en termes de diversification. En conséquence et contrairement à une opinion courante, les portefeuilles de placements dans le capital-risque sont bien moins risqués que ce à quoi nous pourrions nous attendre.

Graphique 3 : le capital-risque est généralement moins risqué que les marchés actions élargis



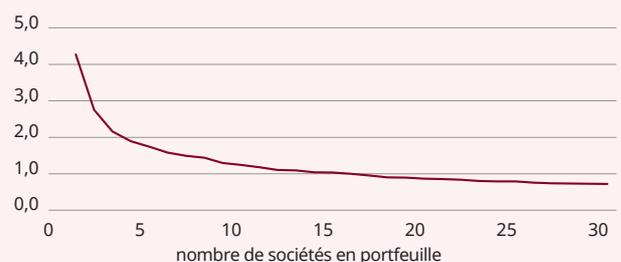
** Inclut les stratégies de buyout et de croissance. La totalité de l'analyse se base sur des performances trimestrielles. Source : Bloomberg, Cambridge Associates et Schroder Adveq. À titre indicatif uniquement. Les fonds et les indices présentés ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque. D'autres fonds auraient obtenu des résultats différents.

Informations détaillées de notre analyse de simulation

Nous avons analysé la volatilité des performances de milliers de portefeuilles créés de manière synthétique de milliers d'investissements de venture capital sous-jacents de montants différents. Le Graphique 4 présente un indicateur de la variabilité des performances au sein de ces portefeuilles. Un chiffre élevé sur l'axe des ordonnées signifie que les écarts sont nombreux entre les portefeuilles d'un nombre donné de placements. Ce graphique illustre leur variation à mesure de l'augmentation du nombre d'entreprises en portefeuille.

Graphique 4 : le risque du venture capital diminue rapidement à mesure que le nombre de placements d'un portefeuille augmente

Écart-type du TVPI (« total value to paid-in ») de 10 000 portefeuilles



Source : Schroder Adveq, 2018. Reflète les simulations de portefeuille équipondérées du TVPI. Veuillez vous reporter au verso de ce rapport pour obtenir des informations importantes sur ces simulations.

Les cinq secrets d'un investissement réussi en capital-risque

Le capital-risque n'est pas aussi risqué que ne le pensent les investisseurs. Il est en effet possible d'obtenir un accès à des fonds/entreprises de premier plan, et le choix du moment opportun pour investir (« market timing ») ne joue pas un rôle prépondérant. Sur ces bases, nous allons vous expliquer comment construire un portefeuille performant dans le capital-risque.

1. Une approche internationale est essentielle

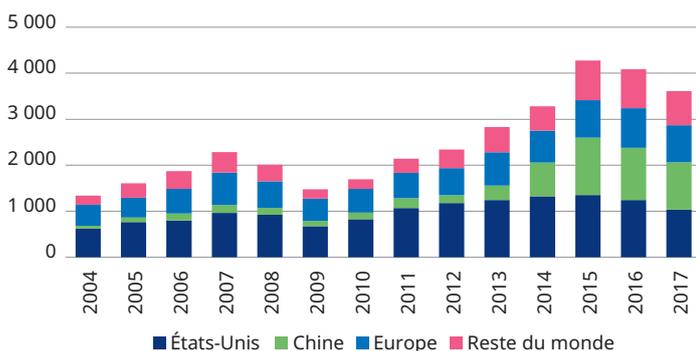
La Silicon Valley, plus grande région innovante en termes de créations d'entreprises à l'échelle mondiale, est probablement le marché du capital-risque le plus connu. Or le secteur du capital-risque est beaucoup plus international par nature, avec 10 centres d'innovations répartis entre les États-Unis, l'Europe et l'Asie.⁸

Même si les États-Unis sont historiquement le plus grand marché du capital-risque et que son développement s'y poursuit, le principal moteur de croissance du secteur au cours de la dernière décennie se trouve en fait ailleurs (Graphique 5). L'Asie, et plus particulièrement la Chine, affiche en effet la plus forte croissance et l'Europe et le reste du monde ne sont pas en reste.

Cette évolution s'est reflétée dans la structure de l'industrie des fonds de capital-risque, un grand nombre de gérants asiatiques ayant débuté leurs activités dans la région lors des dix dernières années.

Graphique 5 : une série mondiale d'opportunités dans le capital-risque

Nombre de financements lors des premiers tours de table, par région



Source : Venture Source 2017

Chaque région et centre d'innovation possède ses propres atouts. Si la Silicon Valley rencontre autant de succès dans la technologie et la santé, c'est grâce à une concentration des talents dont le vivier est constamment alimenté par ses grandes universités. N'oublions pas toutefois que Los Angeles, Boston et New York sont également des centres stratégiques. En Asie, les principaux centres d'expertise se situent à Beijing, Shanghai et Tokyo. La Chine est devenue un leader du secteur technologique dans certains métiers, à l'image des véhicules électriques, des véhicules autonomes, du jeu et peu à peu de la biotechnologie. Une partie de la force motrice des progrès de la Chine dans ce secteur repose sur ses 750 millions d'utilisateurs de l'Internet mobile, soit plus du double de la population américaine. Il s'agit d'un grand marché où tester et commercialiser ses produits. L'Inde prendra également une place importante en raison de la taille de sa population dont le taux d'adoption des produits et services technologiques va en augmentant. En Europe, citons Berlin, Londres et Paris comme grands centres technologiques.

Un investisseur qui ne s'intéresserait qu'à une seule région passerait à côté d'opportunités potentiellement révolutionnaires offertes par d'autres régions du monde. La mondialisation et la dispersion des talents à l'échelle internationale peuvent accentuer encore davantage un problème déjà épineux pour les investisseurs. C'est la raison pour laquelle il est important d'adopter une approche d'investissement internationale du capital-risque.

⁸ Silicon Valley, Los Angeles, Boston, New York, Beijing, Shanghai, Tokyo, Berlin, Londres et Paris.

2. Privilégier les thèmes d'avenir

Les deux principaux secteurs à cibler dans le domaine du capital-risque sont la technologie et la santé. Les gérants les plus performants investiront dans les thèmes de prochaine génération tout en sachant que ces derniers changent constamment et que certains sont de courte durée.

L'augmentation rapide et durable de la puissance de calcul des ordinateurs prédite par la Loi de Moore⁹ il y a plus de 50 ans a été la principale raison de l'adoption et de l'accélération rapides des innovations technologiques. Aujourd'hui, nos téléphones portables ont une puissance de calcul 50 fois supérieure à celle du super-ordinateur Deep Blue qui a battu un champion du monde d'échec pour la première fois en 1997. Ils sont également 120 millions de fois plus puissants que les super-ordinateurs qui ont permis d'envoyer un homme sur la Lune en 1969. Il y a dix ans, les meilleurs gérants du capital-risque se sont concentrés sur des sujets alors naissants, à l'image des réseaux sociaux, de l'informatique en nuage (« cloud ») et du logiciel en tant que service (« Software-as-a-Service » ou SaaS). Aujourd'hui, ces thèmes ont presque tous produits les effets escomptés. Les gérants de capital-risque s'orientent désormais sur les thématiques suivantes : les véhicules autonomes, l'intelligence artificielle (IA), l'édition génomique, les soins contre le cancer, les véhicules électriques, la technologie de chaîne en bloc connue sous le nom de « blockchain » et l'e-santé. Deux des technologies facilitantes les plus importantes et qui suscitent actuellement l'intérêt sont la technologie d'édition génomique et l'IA/l'apprentissage automatique (« machine learning »). La première a le potentiel de faire progresser le traitement des maladies pour lesquelles il n'existe actuellement aucun traitement efficace. Les médicaments qui soignent diverses catégories de cancers en sont une application, tout comme les maladies orphelines et les troubles du système nerveux central. Ces dernières années, le capital-risque a joué un rôle crucial dans le traitement de diverses maladies, à l'image de l'hépatite C, la dystrophie rétinienne, la leucémie et d'autres maladies. Tout ceci a été rendu possible par les avancées significatives du secteur des biotechnologies, à l'image de l'avènement de nouveaux traitements et de l'édition génomique.

Il est attendu que l'IA et l'apprentissage automatique aient des répercussions profondes sur le rythme du progrès technologique. La croissance de la puissance de traitement (mesurée en nombre de calculs par seconde) est exponentielle. D'ici 2050, il est prévu que les consommateurs pourront acheter un dispositif doté de la puissance de calcul de la population mondiale, au prix actuel d'un réfrigérateur. Cette date est baptisée singularité technologique.

L'IA et le machine learning sont bien partis pour créer des disruptions dans de multiples industries, dont la finance, le droit, le secteur public, l'activité manufacturière, la distribution, l'agriculture, l'énergie, le transport, l'assurance et le service clientèle. À titre d'exemple, l'IA est l'une des forces motrices des progrès réalisés dans le domaine des véhicules autonomes au cours de ces dernières années. Plusieurs constructeurs automobiles ont procédé à l'acquisition d'entreprises financées par le capital-risque afin d'accélérer leur développement technologique. Dans la santé, les algorithmes de l'apprentissage automatique ont réussi à diminuer le temps de commercialisation des médicaments après leur phase de développement et permettent de détecter des problèmes de santé pour de nombreuses maladies, cela plus efficacement que les docteurs. L'Internet des objets (« Internet-of-Things » ou IoT) s'est fortement répandu ces dernières années, l'intelligence artificielle permettant à ces dispositifs d'interagir entre eux de nouvelles manières et de fournir des analyses approfondies pour le compte des secteurs de l'énergie et de la distribution.

Il s'agit d'une période passionnante pour investir dans la technologie, et le capital-risque est la forte motrice des techniques qui dopent la croissance exponentielle de l'IA.

⁹ Il est prévu que le nombre de transistors présents sur une puce d'ordinateur doublera tous les deux ans, entraînant une multiplication par deux de la puissance de traitement des ordinateurs sur la même période.

3. Optimiser la « densité de la qualité des entreprises en portefeuille »

La distribution statistique du premier quintile des entreprises à l'origine de 80 % de la performance totale du marché du capital-risque est restée stable pendant plusieurs décennies.¹⁰ Si vous ne disposez pas d'un portefeuille concentré de ces entreprises de ce quintile, alors les performances de vos placements en capital-risque se verront diluées par les entreprises les moins performantes du portefeuille. Tout ceci explique pourquoi la densité de la qualité importe en matière de capital-risque.

Comme indiqué précédemment, l'une des clés de la réussite du capital-risque en phase de démarrage réside dans la sélection de sociétés en nom collectif (connues par l'acronyme GP susmentionné) établies de longue date et dont l'accès au capital est généralement restreint. Les GP présents dans le premier quartile ont tendance à proposer le flux d'opérations de la plus haute qualité et à attirer les meilleurs entrepreneurs, permettant ainsi aux investisseurs de profiter des performances financières les plus robustes. Aux rangs des caractéristiques recherchées figurent la force de la marque, un historique reproductible de cession de participations dans plusieurs entreprises qui changent les règles du jeu et des preuves de la valeur ajoutée par les gérants aux entreprises de leurs portefeuilles.

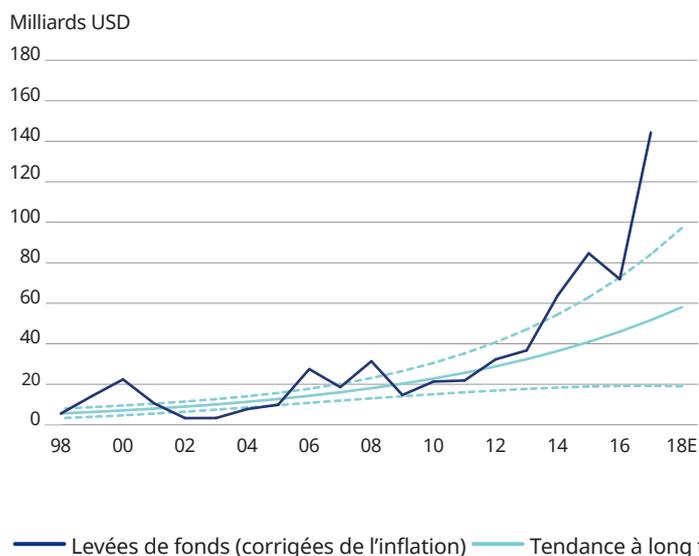
En plus de construire un cœur de portefeuille composé des meilleurs GP à accès restreint, il est également important d'ajouter de manière sélective des GP naissantes qui ont le potentiel de se classer dans les années suivantes dans le premier quintile du capital-risque. Ces dernières possèdent généralement une expérience des meilleurs fonds de capital-risque, ou leurs directeurs étaient auparavant des entrepreneurs/cadres supérieurs à succès au sein de grandes sociétés technologiques.

4. Ne tombez pas dans l'excès de confiance et soyez prudents à l'égard des segments de marché victimes de turbulences.

Même si nous avons précédemment expliqué que la structure des fonds de capital-risque justifiait que les investisseurs en capital-risque n'ont pas besoin d'être intimidés par le niveau élevé des valorisations du secteur des entreprises technologiques cotées, cela ne signifie pas qu'ils doivent pour autant faire fi de la dynamique du marché du capital-investissement.

¹⁰ Source : L'étude Schroder Adveq sur les gérants de portefeuille de capital-risque remontent à 1994.

Graphique 6 : une surabondance de capitaux de développement/croissance en dernière étape ont été levés...



Le capital en phase avancée/de croissance comprend 50 % du fonds SoftBank Vision ainsi que des activités de placement provenant de sources de capitaux non traditionnelles (investisseurs entreprises, notamment).

Source : Preqin, Pitchbook, Zero2IPO, Schroder Adveq 2018

Nos recherches¹¹ ont montré l'existence d'une relation inverse statistiquement significative entre les volumes des levées de fonds et la performance future, ce qui semble logique de manière intuitive. Le haut niveau des levées de fonds entraîne une hausse des réserves de liquidités, une intensification de la concurrence à l'égard des transactions, une hausse des sommes d'argent à déboursier et une baisse des rendements ultérieurs. L'inverse est également vrai : lorsque les levées de fonds sont rares, l'environnement sera certainement plus propice à la performance. Nous avons quantifié et formalisé cette relation dans l'indicateur de levée de fonds (« Fund Raising Indicator » ou FRI) Schroder Adveq.¹² Celui-ci évalue les cycles de levées de fonds et normalise l'ampleur des excès ou des manques cycliques de levées de fonds de manière à permettre de comparer les régions et les secteurs. Ainsi, il peut servir à identifier les marchés les mieux placés pour générer des rendements¹³ et ceux sur lesquels la prudence est de mise.

Le FRI Schroder Adveq suggère actuellement que le marché du capital-risque en phase de démarrage présente un risque de surchauffe imputable aux grandes sommes d'argent levées ces dernières années (Graphique 6) à un rythme d'augmentation sensiblement supérieur à la tendance à long terme. Les valorisations des placements en capital-risque en phase de démarrage sont également montées en flèche : aux États-Unis, la société médiane en phase de démarrage est valorisée six fois plus qu'il y a cinq ans.

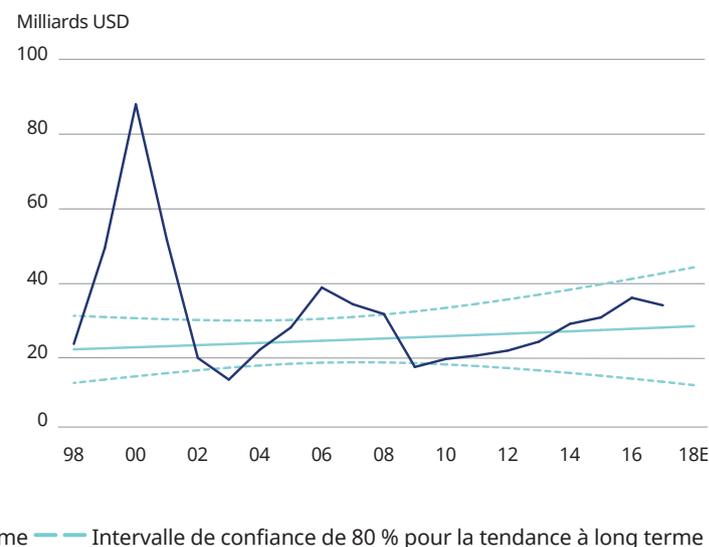
Comment expliquer ce phénomène ?

Tout d'abord, les entreprises financées par capital-risque restent non cotées plus longtemps, la durée moyenne d'un événement de liquidité (introduction en bourse ou transmission à un autre investisseur du secteur de la finance ou autre) étant d'environ de 10 ans, contre de l'ordre de cinq à six ans par le passé. Un grand nombre de ces entreprises technologiques et celles utilisant des technologies génèrent une croissance soutenue et un chiffre d'affaires de plus d'un milliard de dollars, ce qui ne les empêche pas de passer outre les marchés cotés. Cette tendance a donné lieu à une prolifération d'« unicornes », c'est-à-dire des entreprises financées par capital-risque valorisées à plus d'un milliard de dollars. Il existe actuellement 258 « unicornes » à l'échelle mondiale, contre une poignée seulement il y a sept ans, au point que les montants à financer lors de l'étape finale sont plus élevés que par le passé. Auparavant, le marché coté aurait été en mesure de répondre à une

¹¹ Pourquoi investir dans le capital-investissement aujourd'hui ?, Schroder Adveq, septembre 2018.

¹² Voir le pied de page numéro 10.

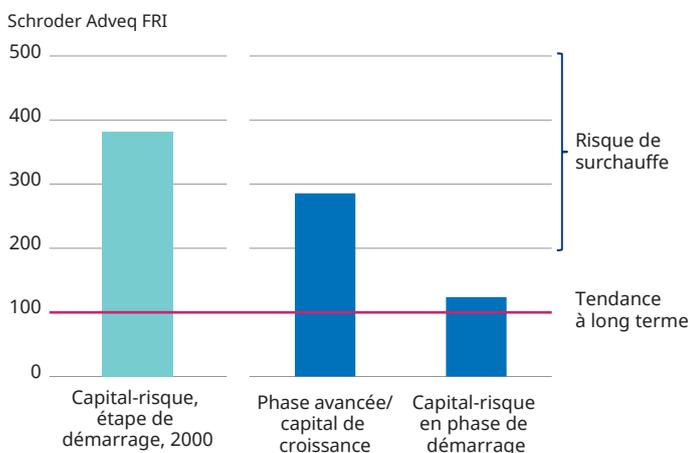
... mais les levées de fonds de capital-risque en phase de démarrage sont en meilleure santé



grande partie de cette demande. Plus récemment, c'est le marché du capital-risque en étape finale qui a pris le relais. Les investisseurs se sont également rués sur le secteur, attirés par la perspective de profiter de sa croissance. Compte tenu de la taille de ces entreprises, le nombre de tours de table précédant les introductions en bourse, un aspect important du capital-risque en étape finale, a fortement augmenté. En outre, le niveau de l'offre et de la demande a joué un certain rôle dans la croissance rapide du marché.

À l'inverse, les flux de capitaux des investissements en faveur d'investissements en étape précoce sont demeurés relativement stables et les valorisations médianes lors de la phase de préfinancement aux États-Unis, en Europe et en Asie n'ont que peu progressé. Le FRI de Schroder Adveq confirme que le capital-risque en phase précoce est mieux positionné pour produire de solides performances que le marché en étape finale qui est plus concurrentiel (Graphique 7).

Graphique 7 : le capital-risque lors de l'étape de cession/transmission est exposé à un risque de surchauffe alors que le marché en phase de démarrage est mieux positionné



Source : Schroder Adveq, 2018

Par ailleurs, si la croissance du marché en étape finale est une source de défis à relever par les investisseurs, elle est profitable au marché en phase de démarrage. Elle crée un pool plus important de capitaux qui facilite la transmission lors de la sortie, en plus des circuits habituels que sont les introductions en bourse et les fusions et acquisitions, ou un financement de suivi avec effet dilutif.

La nature à long terme de l'investissement en capital-investissement explique que le choix du moment précoce pour investir ou market timing ait une influence moins significative que sur les marchés cotés. En revanche, les portefeuilles peuvent être améliorés en effectuant les nouveaux engagements sur les segments de marché qui attirent moins d'investisseurs et où la concurrence est moins rude. Il est courant d'être enthousiasmé par les entreprises qui font la une des journaux, mais une approche plus disciplinée est probablement plus efficace. Actuellement, le marché du capital-risque en phase de démarrage surperforme aisément le marché en étape finale.

5. Conjuguer les transactions primaires et secondaires et les co-investissements

Investir dans les meilleurs gestionnaires de capital-risque est une étape nécessaire dans la construction d'un portefeuille de placements hautement performants dans le capital-risque. Toutefois, des améliorations supplémentaires peuvent également être apportées.

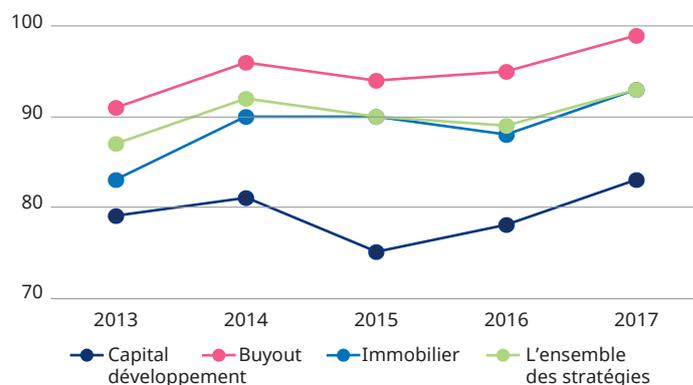
Compte tenu des écarts de performance significatifs, nous estimons qu'un portefeuille réparti entre de multiples GP peut faciliter la réduction du risque et diminuer les incertitudes quant aux performances. Le caractère spécialisé de nombreuses GP de capital-risque explique également qu'un portefeuille ainsi diversifié est même capable d'englober différents secteurs, thématiques et régions sans pour autant compromettre la densité de sa qualité.

Les investissements dans des opérations secondaires (fonds qui achètent des participations dans des fonds existants auprès de LP) et les co-investissements (où un LP investit dans des opérations spécifiques conjointement avec un GP plutôt que par l'intermédiaire d'une structure de fonds) recèlent un potentiel de valeur ajoutée considérable.

Les transactions secondaires de private equity se font généralement avec une décote par rapport à la valeur actuelle nette (VAN) de la participation en question. Tel est le prix que l'investisseur doit payer en contrepartie de la cession d'un placement illiquide à un stade précoce. La décote moyenne des opérations secondaires de venture capital se situe dans la fourchette de 17 à 25 % au cours des cinq dernières années (Graphique 8), soit beaucoup plus que sur d'autres marchés. Les décotes attractives des transactions secondaires de venture capital permettent de réduire l'effet de la courbe en j¹³ naturellement observé dans l'investissement en venture capital.

Graphique 8 : les transactions secondaires de venture capital offrent une plus grande décote que les autres marchés

Valorisation des transactions secondaires, en % de la valeur actuelle nette



Source : Source : Greenhill, décembre 2017

Les co-investissements jouent un rôle différent, mais tout aussi précieux : ils peuvent en effet augmenter la densité de la qualité du portefeuille (comme décrit précédemment). En « doublant la mise » sur les entreprises performantes présentes dans les portefeuilles des principaux gérants de venture capital, il est ainsi possible d'obtenir plus de capitaux à investir dans les entreprises qui changeront les règles du jeu dans la technologie et la santé. Cette stratégie permet une concentration accrue dans le premier quintile d'entreprises gagnantes financées par le venture capital, optimisant ainsi le potentiel de performance.

¹³ Le processus par lequel il faut plusieurs années pour un fonds de capital-risque pour commencer à générer des performances positives.

Conclusion

Le venture capital est une classe d'actifs attractive en raison de sa capacité à obtenir un accès précoce aux potentiels leaders de demain et de sa capacité à générer de solides performances en contrepartie d'un risque comparativement faible. Il est possible d'obtenir une exposition aux meilleurs fonds de capital développement/déploiement et aux principales entreprises financées par le venture capital, fournissant ainsi un accès à des performances dans le premier quartile. Le venture capital n'est pas non plus aussi cyclique que ne le pensent la plupart des investisseurs puisqu'il affiche des performances soutenues lors de divers cycles de marché. Au sein du marché du venture capital, il est actuellement préférable d'investir lors des étapes précoces.

Les investisseurs doivent se centrer sur un investissement dans des gérants de fonds bien établis et à l'accès très restreint. Une préférence doit être accordée aux gérants de portefeuille qui investissent dans des thèmes du futur et qui ont accès aux flux d'opérations de grande qualité et aux meilleurs entrepreneurs. Il est important d'adopter une approche internationale de l'investissement en venture capital dans la mesure où les entreprises les plus disruptives sont développées en dehors de la Silicon Valley, à l'image de l'Asie et de l'Europe. Enfin, nous estimons qu'un portefeuille performant de capital-développement doit se composer d'une conjugaison d'engagements dans des transactions primaires, des co-investissements directs et des transactions secondaires.

Un marché qui repose des résultats simulés

Tous les simulations susmentionnées doivent être considérées comme une représentation approximative de la performance du portefeuille et non comme une indication de sa performance passée ou future. Elles sont le résultat rétrospectif de la modélisation statistique basée sur un nombre d'hypothèses, et plusieurs limites importantes s'appliquent à la reconstruction rétrospective des performances sur la base de leurs historiques. À titre d'exemple, elles ne tiennent parfois pas compte des frais de négociation ou des problèmes de liquidité qui auraient affectés la performance de la stratégie. Par ailleurs, les performances brutes ressortiraient inférieures si les commissions de gestion et frais applicables étaient intégrés au calcul. Rien ne garantit que cette performance pourrait avoir été utilisée à l'aide d'outils et de données disponibles à la date en question. Aucune représentation n'est effectuée quant à la combinaison particulière d'investissements qui aurait été sélectionnée en début de période, maintenue pendant la période indiquée, ou la performance atteinte. Ces données vous sont fournies uniquement à titre informatif aux dates du présent document et elles ne doivent pas être utilisées pour prévoir la performance future.

Informations importantes

Ce document exprime les opinions de ses auteurs au moment de la publication. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer selon les conditions de marché et d'autres conditions et ne représentent pas nécessairement les opinions formulées ou reflétées dans d'autres supports de communication, présentations de stratégies ou de fonds de Schroders.

Le présent document est à titre informatif exclusivement. Le support n'est pas destiné à représenter une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de tout instrument financier ou valeur mobilière ou d'adoption d'une stratégie d'investissement. Les informations fournies ne sont pas destinées à constituer un conseil d'investissement, une recommandation d'investissement, ou une recherche d'investissement, et ne prennent pas en compte la situation particulière d'un destinataire. Le support n'est pas destiné à fournir, et ne doit pas être considéré comme un conseil comptable, juridique ou fiscal.

Schroders considère que les informations de la présente communication sont fiables, mais n'en affirme ni n'en garantit l'exhaustivité ni l'exactitude. Schroders, ses dirigeants, ses employés et ses agents déclinent toute responsabilité découlant d'erreurs factuelles ou d'opinions et pour toute perte résultant de l'utilisation de tout ou partie des informations contenues dans ce document. Il convient de ne pas se fier aux opinions et informations du document pour prendre des décisions d'investissement individuel et/ou stratégique. Schroders n'est pas tenue d'informer les destinataires si les informations contenues dans le présent document changent et deviennent inexacts. Toute reproduction non autorisée par Schroders de tout ou partie des informations de ce document est interdite.

Les informations fournies dans ce document ont été obtenues auprès de sources que nous jugeons fiables. Schroders n'a procédé à aucune vérification ni validation indépendante de ces informations. Celles-ci doivent donc faire l'objet d'une vérification indépendante avant publication ou utilisation. Schroders ne saurait assurer ni garantir l'exactitude ni l'exhaustivité de ces informations.

Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte du principal.

Les données de tierces parties sont soit détenues, soit protégées par une licence par leur fournisseur et elles ne doivent pas être reproduites, extraites ni utilisées à toute autre fin, sans l'accord du fournisseur de données. Les données de tierces parties sont fournies sans aucune garantie d'aucune sorte. Le fournisseur de données et émetteur de ce document ne saurait être tenu responsable pour les données de tierces parties. www.schroders.com comporte d'autres clauses de non-responsabilité concernant les données de tierces parties.

Les performances passées ne présagent pas des performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs ne sont donc pas assurés de recouvrer l'intégralité des sommes initialement investies. La valeur des investissements à l'étranger peut évoluer à la baisse comme à la hausse sous l'effet des variations des taux de change. Ce document peut contenir des informations « prospectives » comme des prévisions ou des projections. Ces informations ne constituent nullement une garantie de performances futures et aucune garantie ne peut être apportée quant à la réalisation future de ces prévisions ou projections.

Union européenne/Espace économique européen : publié par Schroder Investment Management Limited, 1 London Wall Place, London EC2Y 5AU, Royaume-Uni. Société immatriculée en Angleterre sous le numéro 1893220. Société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority.

Remarque pour les lecteurs en Australie : publié par Schroder Investment Management Australia Limited, Level 20, Angel Place, 123 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australie. ABN 22 000 443 274, AFSL 226473.

Remarque pour les lecteurs à Hong Kong : Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited, Level 33, Two Pacific Place 88 Queensway, Hong Kong. Société enregistrée sous le Central Entity Number (CE No.) ACJ591. Soumise à la surveillance de la Securities and Futures Commission.

Remarque pour les lecteurs en Indonésie : PT Schroder Investment Management Indonesia, Indonesia Stock Exchange Building Tower 1, 30th Floor, Jalan Jend. Sudirman Kav 52-53 Jakarta 12190 Indonésie. Société enregistrée/numéro d'entreprise selon le décret du président Bapepam n° : KEP-04/PM/MI/1997 du 25 avril 1997 sur les activités de gestion de placements et soumise à la surveillance de l'Otoritas Jasa Keuangan (« OJK »), anciennement l'Agence de supervision des marchés financiers et des institutions financières (« Bapepam dan LK »).

Remarque pour les lecteurs au Japon : Schroder Investment Management (Japan) Limited, 21st Floor, Marunouchi Trust Tower Main, 1-8-3 Marunouchi, Chiyoda-Ku, Tokyo 100-0005, Japon. Société enregistrée en tant que gérant d'instruments financiers soumis à la surveillance de l'Agence japonaise des services financiers. Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 90.

Remarque pour les lecteurs en République populaire de Chine : Schroder Investment Management (Shanghai) Co., Ltd., RM1101 11/F Shanghai IFC Phase (HSBC Building) 8 Century Avenue, Pudong, Shanghai, Chine, société enregistrée sous le numéro AMAC P1066560. Soumise à la surveillance de l'Asset Management Association of China.

Remarque pour les lecteurs à Singapour : Schroder Investment Management (Singapore) Ltd, 138 Market Street #23-01, CapitaGreen, Singapore 048946. Société enregistrée sous le numéro 199201080H. Soumise à la surveillance de l'Autorité monétaire de Singapour.

Remarque pour les lecteurs en Corée du Sud : Schroders Korea Limited, 26th Floor, 136, Sejong-daero, (Taepyeongno 1-ga, Seoul Finance Center), Jung-gu, Seoul 100-768, Corée du Sud. Société enregistrée et soumise à la surveillance du Service de supervision financière de Corée du Sud.

Remarque pour les lecteurs en Suisse : Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Central 2, CH-8001 Zürich, Postfach 1820, CH-8021 Zürich, Suisse. Numéro d'identification des entreprises (IDE) CHE-101.447.114, numéro de référence CH02039235704. Société autorisée et soumise à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Remarque pour les lecteurs à Taïwan : Schroder Investment Management (Taiwan) Limited, 9F, 108, Sec.5, Hsin-Yi Road, Hsin-Yi District, Taipei 11047 Taiwan, R.O.C. Société enregistrée en tant que Securities Investment Trust Enterprise et soumise à la surveillance du Securities and Futures Bureau, Financial Supervisory Commission, R.O.C.

Remarque pour les lecteurs aux Émirats arabes unis : Schroder Investment Management Limited, 1st Floor, Gate Village Six, Dubai International Financial Centre, PO Box 506612 Dubai, Émirats arabes unis. Société immatriculée en Angleterre sous le numéro 1893220. Société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. CS00558/FR0119