

INVESTIR SANS TROP S'INVESTIR

L'escalade de l'engagement, le talon d'Achille des Fonds

Véronique Nguyen, professeur affiliée à HEC, associée chez Finexent, analyse les tendances des fonds d'investissement à s'entêter dans leur engagement, au risque de courir à leur perte.

Les phénomènes d'escalade d'engagement sont bien connus. Ils traduisent une tendance à s'accrocher à une décision initiale, alors que les faits lui donnent tort. Une fois enclenché, cet enregistrement de décisions erronées conduit à des désastres financiers et humains, tels que la guerre du Vietnam. On pourrait penser que les professionnels de l'investissement, dont la prise de décision séquentielle est le métier, sont moins exposés que d'autres à ce travers. Et cela d'autant plus que des mécanismes contractuels et des garde-fous organisationnels sont là pour déjouer les éventuels biais personnels, tels qu'un excès d'optimisme, la volonté de protéger sa mise de fonds initiale, un attachement émotionnel pour une participation, la peur de se discréditer en admettant une erreur...

(1) « Throwing Good Money after Bad ? Political and Institutional Influences on Sequential Decision Making in the Venture Capital Industry », *Administrative Science Quarterly* (2007).

Le premier de ces garde-fous est le découpage en plusieurs tranches de l'apport initial. Les fonds de capital-risque peuvent ainsi décider de poursuivre ou non un investissement, selon l'information qu'ils ont acquise sur la société cible, notamment l'atteinte ou non d'objectifs de performance ou de « milestones » préalablement négociés. Ensuite, les décisions d'investissement sont généralement prises collégialement

LA PROBABILITÉ DE SUCCÈS ET LA RENTABILITÉ D'UN INVESTISSEMENT DIMINUENT AVEC LE NOMBRE DE TOURS DE FINANCEMENT.

au sein de comités de décision, afin de tempérer les ardeurs individuelles par une forme de sagesse collective. Les fonds s'associent aussi fréquemment à d'autres fonds pour prendre des participations, de sorte que les décisions ultérieures d'injection de capitaux doivent être validées par une communauté de co-investisseurs, a priori moins susceptible de commettre des erreurs de jugement.

Jusqu'au-boutistes ?

Isin Guler⁽¹⁾ a étudié les investissements réalisés par les fonds de capital-risque américains entre 1989 et 1993, et a suivi leur aboutissement jusqu'en 2004. Ses résultats sont édifiants. La probabilité de succès et la rentabilité d'un investissement diminuent avec le nombre de tours de financement, alors que les fonds adoptent un comportement exactement inverse, en étant d'autant plus enclins à réinvestir dans une entreprise qu'ils l'ont déjà fait dans le passé. Autrement dit, plus un fonds participe à des tours de financement, plus son espérance de gain di-

minue mais moins il sera disposé à cesser tout ré-investissement. Par ailleurs, cette tendance sera d'autant plus marquée que les montants déjà investis, en valeur absolue, sont importants.

Malgré l'expérience, le contrôle des pairs et les fortes motivations financières, les fonds de capital-risque américains seraient donc, eux aussi, victimes de ce phénomène d'escalade d'engagement, en continuant à soutenir des participations, dont les chances de succès sont de plus en plus compromises.

Le jeu des pressions entre associés

Cela pourrait s'expliquer par des processus d'influence. En interne, des coalitions et alliances de circonstance permettraient d'aménager la rationalité des prises de décision : des soutiens réciproques entre associés garantirait la validation de dossiers discutables. En externe, les investisseurs subiraient des pressions insidieuses de la part de leurs confrères pour continuer à soutenir une participation. Les co-investisseurs qui ne souhaitent pas suivre un tour de financement risqueraient non seulement de se voir sévèrement dilués par les investisseurs restant mais aussi de voir leur réputation entachée, ce qui pourrait les pénaliser dans l'accès à des opportunités de co-investissement ultérieures. Les données analysées par Guler corroborent ces explications : les pressions politiques augmentent avec le nombre d'associés décisionnaires ou le nombre de co-investisseurs. La décision d'arrêter de financer une participation est ainsi d'autant moins probable qu'elle est prise par un fonds dont l'effectif est important ou une communauté large de co-investisseurs.

Bien que ces résultats ne puissent être étendus à d'autres périodes ou à d'autres pays qu'avec circonspection, ils montrent clairement que les fonds de capital-risque pourraient ne pas avoir intérêt à privilégier leur portefeuille de participations existantes, par rapport à d'autres opportunités d'investissement concomitantes.

Au final, lucidité et modestie plaident vraisemblablement en faveur d'une transposition dans la sphère du capital-risque des pratiques boursières, où l'on sait « prendre sa perte » en « coupant » sa position, sans espérer « se refaire » lors de la prochaine hausse du titre. ■



DF