

## Le coton poursuit sa progression

Les cours du coton ont poursuivi leur progression cette semaine à New York, malgré une évolution en dents de scie, le marché digérant le franchissement la semaine précédente du seuil psychologique des 80 cents, qu'il n'avait pas atteint depuis sept mois. Après avoir dépassé ce seuil la semaine passée, se hissant jusqu'à 84 cents la livre pour le contrat de référence en mars, les cours de la fibre blanche, ont évolué sans direction claire au cours des dernières séances, évoluant dans une fourchette de prix limitée au-dessus de 80 cents. «C'est une phase classique de consolidation après la forte hausse du marché», a relevé John Flanagan, de Flanagan Trading. «Certains veulent empocher des bénéfices et sortent du marché, d'autres continuent de parier sur une nouvelle hausse des prix», a-t-il relevé. Selon lui, cette tendance haussière ne reflétait pas de manière adéquate la situation du marché de la fibre blanche «où l'offre reste très abondante», mais était une conséquence des stratégies d'achats actuels de fonds d'investissement. D'autre part, des ventes hebdomadaires à l'exportation en légère perte de vitesse, selon les chiffres publiés jeudi par le ministère américain de l'Agriculture (USDA), n'aidaient pas les courtiers à prendre une direction, ont relevé de leur côté les experts de Plexus Cotton. La livre de coton pour livraison en mars, le contrat de référence sur le marché, a terminé à 82,98 cents contre 80,52 cents à la clôture une semaine plus tôt sur l'Intercontinental Exchange à New York (+3,0%). L'indice Cotlook A, moyenne quotidienne des cinq prix du coton les plus faibles sur le marché physique dans les ports d'Orient, valait 90,35 dollars pour 100 livres contre 89,50 dollars vendredi dernier (+0,9%). ■

# Convergences entre capital-risque et les financements de la R&D

Les effets secondaires de l'innovation sont importants pour l'émergence d'un secteur entrepreneurial ou d'une industrie du capital-risque.

Josh Lerner, Professeur à la Harvard Business School (Chaire Jacob Schiff), était de passage au World Economic Forum de Davos. Sur le chemin du retour, il détaille quelques enseignements de son ouvrage «*The Architecture of Innovation*».

**Dans votre ouvrage, le financement de la R&D par les entreprises est décrit comme le principal chemin et le capital-risque comme un acteur marginal. Est-ce correct?**

Le capital-risque est de taille modeste face à la R&D d'entreprise, mais significative. Des études récentes ont montré que les entrepreneurs financés par le capital-risque bénéficient d'avantages spécifiques en matière d'innovation. Les études académiques démontrent que les investisseurs en capital-risque jouent un rôle important dans l'encouragement de l'innovation. Le type d'entreprises qu'ils financent - que ce soient de jeunes pousses (start-ups) à fort besoin en capital ou des entreprises de croissance en manque de structuration - posent de nombreux risques et sont sources d'incertitudes qui découragent les autres investisseurs.

Le financement de jeunes pousses et d'entreprises de croissance est risqué. Un manque d'information caractérise ces entreprises, notamment dans les secteurs high tech, et fait obstacle à l'analyse de ces entreprises. Il ouvre également la voie aux comportements opportunistes des entrepreneurs après obtention du financement dont ils avaient besoin. Pour prévenir cela, les investisseurs en capital-risque utilisent une variété

de mécanismes qui semblent cruciaux dans l'accélération de l'innovation.

**La Silicon Valley est-elle un accident? Un modèle pour votre proposition d'une combinaison de la R&D et du financement en capital-risque?**

Certaines histoires font remonter la Silicon Valley à 1955 quand William Shockley créa Shockley Transistor et donna naissance à l'industrie des semi-conducteurs; voire à 1938 quand Frederick Terman (doyen de la Stanford Engineering School) encouragea et aida à financer la création de l'entreprise de ses étudiants William Hewlett et David Packard. La puissante culture de la Silicon Valley a été légitimement célébrée: les liens entre universités locales et jeunes pousses, l'absence de barrières légales et sociales au changement d'emploi, une communauté d'investisseurs active dans le financement de nouvelles entreprises, et la volonté de travailler avec de jeunes entreprises.

Cependant, la création de la Silicon Valley est plus complexe que ce qui est rapporté. Deux facteurs sont sous-estimés: la culture des affaires a été profondément déterminée par les entreprises pionnières du début du vingtième siècle. Ensuite, le secteur public (en particulier le Département américain de la défense) a joué un rôle crucial dans l'accélération de la croissance de la région.

**Les outils de motivation (incentives) sont une condition du succès de la R&D et du capital-risque. En revanche, les externalités**

**ne sont pas mentionnées. Elles semblent pourtant cruciales (programmes SBA et SBIC, programmes militaires américains et israéliens). Qu'en est-il?**

Une partie importante de la pensée et littérature économique discute des circonstances où il est approprié pour un gouvernement d'offrir des subventions. Ces travaux mettent l'accent sur le fait que les subventions sont une réponse appropriée au cas où les activités génèrent des externalités positives qui bénéficient à d'autres mais ne sont pas capturées par l'entreprise ou l'individu qui ont entrepris ces activités. Pour encourager l'investissement bénéficiant avant tout à d'autres entreprises ou bien à l'ensemble de la société, les subventions publiques sont souvent une réponse appropriée.

D'une manière similaire, les entrepreneurs et les investisseurs en capital-risque génèrent des externalités positives qui bénéficient aux autres. C'est précisément quand ces externalités sont présentes que les interventions publiques - les avantages fiscaux, les changements réglementaires, ou des mesures plus directes - sont justifiées. Les effets secondaires (spillovers) de l'innovation sont importants pour l'émergence d'un secteur entrepreneurial ou d'une industrie du capital-risque. Ces relations suggèrent que le gouvernement pourrait avoir un rôle important dans l'amorçage de la pompe entrepreneuriale et financière lors de l'émergence d'une industrie.

**'The Architecture of Innovation' explique qu'il est**

**nécessaire qu'il y ait des industries pré-existantes pour la R&D. Que se passe-t-il quand il n'y en a pas (comme dans certains pays pauvres d'Afrique ou d'Asie)? Est-ce qu'il n'y a pas d'espoir d'innovation là-bas?**

Cet ouvrage est essentiellement dédié aux marchés développés. Je suis d'accord qu'il y a beaucoup de sujets très intéressants associés à la promotion de l'innovation dans les marchés émergents, mais j'ai dû centrer mon travail sur les marchés développés.

**Est-ce que la R&D d'entreprise est incrémentale et le capital-risque disruptif? Ceci expliquerait que chaque dollar investi ait un impact quatre fois supérieur à un dollar dépensé en R&D.**

Une partie de la valeur ajoutée du capital-risque est la sélection de technologies à fort impact. Cet impact demeure présent même après avoir retraité statistiquement les différences des technologies financées respectivement par la R & D et le capital-risque.

**Le corporate venturing est un pilier de la communauté du capital-risque suisse. Que peut-on apprendre de cette expérience? Est-ce qu'il y a moyen de progresser?**

Un des problèmes essentiels du corporate venturing est son manque de stabilité. Les engagements des investisseurs institutionnels dans un fonds de capital-risque sont juridiques: même si un investisseur a versé une petite partie du capital total promis au moment de la création du fonds, il est attendu qu'il verse le total de son engagement. Même au pire moment de la crise financière, il était rare pour les investisseurs de ne pas souscrire à leurs engagements (un défaut les aurait conduits à plusieurs sanctions, telles que la perte des montants investis, ainsi qu'une réputation endommagée). Au lieu de cela, les investisseurs ont préféré revendre les participations et montants investis à date à d'autres investisseurs plus liquides. Dans certains cas, les investisseurs ont même payé

d'autre groupes pour faire face à leurs engagements.

Mettez cela en balance avec les structures de corporate venturing. Les entreprises ont été bien trop légères avec leurs engagements. Souvent, la simple promotion d'un nouveau dirigeant a eu pour conséquence l'abandon d'efforts antérieurs. Le manque historique de stabilité a de réelles conséquences. Les employés sont ainsi moins susceptibles de rejoindre l'effort de corporate venturing de l'entreprise, les entrepreneurs seront hésitants à accepter leur capital, les fonds indépendants seront hésitants à syndiquer leurs investissements avec ces groupes, et les jeunes pousses financées par les structures de corporate venturing peineront plus à structurer des collaborations.

**Vous mentionnez le problème de l'inflation de la taille des fonds de capital-risque. La durée des fonds (dix ans) n'est-elle pas en cause?**

Tout à fait! Comme indiqué dans le livre, une réforme logique serait de mieux relier la durée du fonds à la nature des investissements poursuivis. Cette flexibilité limiterait le risque que les fonds de capital-risque ne soient excessivement court-termistes, tout en maintenant la protection accordée aux investisseurs: le fait le capital doit être rendu aux investisseurs, et qu'il faut les persuader de réinvestir ou trouver d'autres investisseurs pour le fonds suivant.

**Est-ce que la solution aux problèmes du capital-risque (il faut en moyenne 9,1 ans de la création à l'IPO aux Etats-Unis) est l'émergence d'un marché secondaire pour les participations des fonds?**

Si un marché secondaire aurait un certain impact, l'étendue des problèmes d'informations pour mettre en place un marché liquide et efficace pour les entreprises très jeunes rend la tâche très difficile.

INTERVIEW:  
CYRIL DEMARIA

## La vue disparate des sociétés cycliques et financières

### ACTIONS SUISSES.

Certaines entreprises et banques ont évolué à contre-courant. Séparer le bon du mauvais.

PHILIPPE REY

Il devient de plus en plus difficile de trouver des actions de sociétés sous-évaluées ou sous-cotées sur le marché suisse des actions, après la forte hausse de 2012 et celle depuis le début de 2013. Même si le marché paraît encore avantageux en termes de prime de risque (l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque, à savoir les obligations de la Confédération).

En écartant les fortes baisses du cours des actions d'entreprises trop problématiques, il reste probablement quelques sociétés qui sont trop fortement dépréciées aujourd'hui, si l'on examine les per-



formances négatives en 2012/13. Bellevue Group ou VP Bank se rangent dans cette catégorie, s'agissant des banques. Ces deux groupes ont changé récemment ou change de CEO, pour avoir une nouvelle impulsion et améliorer sensiblement leur rentabilité. Sans doute le potentiel d'amélioration de ces deux instituts est-il sous-estimé à présent.

Le domaine de l'énergie se traduit par un marché baissier depuis plusieurs années au plan boursier pour plusieurs de ses entreprises, à commencer par Alpiq Holding, qui procèdera à une augmentation de capital et dont on ne

connaît pas encore l'effet de dilution. Une revalorisation est vraisemblable à moyen terme, bien que cela exige de la patience. En tout état de cause, ce secteur est honni et donc délaissé à l'heure actuelle.

Nobel Biocare, malgré sa forte remontée boursière cette année avec plus de 20%, constitue un autre candidat à une sensible revalorisation boursière. A l'instar du concurrent Straumann, qui affiche cependant des multiples de valorisation relativement plus élevés. Ces deux groupes sont tenus pour cycliques, ce qui est un élément supplémentaire de sous-valorisation.

Dans les activités véritablement cycliques figurent certainement le groupe Schmolz + Bickenbach, qui se trouve en pleine négociation avec ses banques. Ce groupe est en effet trop fortement endetté. Néanmoins, il a considérablement amélioré son cash-flow disponible au troisième trimestre

2012, et renouvelé son management sous la conduite du président du conseil d'administration, Hans-Peter Zehnder, qui est également président du groupe éponyme. C'est un bon entrepreneur et un homme digne de confiance. Il est proche de Crédit Suisse. Valorisé à près de 300 millions de francs par le marché, ce groupe n'échappera sans doute pas à une nouvelle augmentation de capital, avec un effet de dilution.

Dans un registre plus discret et avec un bilan plus solide figurent des conglomérats familiaux et hétéroclites à première vue, tels Looser Holding et Conzzeta Holding. Ce dernier étant pratiquement dénué de dettes financières et se situant ainsi aux antipodes de Schmolz + Bickenbach. Avec une valeur boursière de l'ordre de 800 millions de francs, Conzzeta se négocie à moins d'une fois les capitaux propres publiés à fin juin 2012. Ses liquidités nettes avoisinent 400 millions. ■

2013 : vision positive, à tempérer ces prochains mois, selon Fernando Martins Da Silva.

Ça crée des liens

www.bcv.ch/podcast

BCV