

## Séminaire Ressources technologiques et innovation

organisé avec le soutien de la Direction générale de la compétitivité, de l'industrie et des services (ministère de l'Industrie) et grâce aux parrains de l'École de Paris :

Algoé<sup>2</sup>  
Alstom  
ANRT  
CEA  
Chaire "management de l'innovation"  
de l'École polytechnique  
Chaire "management multiculturel  
et performances de l'entreprise"  
(Renault-X-HEC)  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
CNES  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
Crédit Agricole SA  
Danone  
Deloitte  
École des mines de Paris  
Erdyn  
ESCP Europe  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
Fondation Crédit Coopératif  
Fondation Roger Godino  
France Télécom  
FVA Management  
Groupe ESSEC  
HRA Pharma  
HR VALLEY<sup>2</sup>  
IBM  
IDRH  
IdVectoR<sup>1</sup>  
La Poste  
Lafarge  
Mairie de Paris  
Ministère de la Culture  
Ministère de l'Industrie,  
direction générale de la compétitivité,  
de l'industrie et des services  
OCP SA  
Paris-Ile de France Capitale Economique  
PSA Peugeot Citroën  
Reims Management School  
Renault  
Saint-Gobain  
Schneider Electric Industries  
SNCF  
Thales  
Total  
Ylios

<sup>1</sup> pour le séminaire  
Ressources technologiques et innovation  
<sup>2</sup> pour le séminaire Vie des affaires

(Liste au 1<sup>er</sup> mars 2012)

## POUR UNE APPROCHE SECTORIELLE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT

par

**Grégoire ALADJIDI**

Directeur d'investissement de Demeter Partners

Séance du 19 octobre 2011

Compte rendu rédigé par Elisabeth Bourguinat

### En bref

Le monde du capital-investissement est habituellement organisé en fonction de la taille et du stade de maturité des entreprises ciblées : amorçage, capital-risque, capital-développement, capital-transmission. L'originalité de Demeter Partners réside dans son approche de spécialiste sectoriel des éco-industries (problématiques des déchets, de l'eau, de la chimie verte) et des éco-énergies (énergies renouvelables, efficacité énergétique, transports propres...), mais aussi dans son portefeuille multistade, puisqu'il pratique les quatre métiers du capital-investissement. Le modèle d'investisseur sectoriel permet une meilleure connaissance du domaine d'intervention et favorise le travail en réseau, l'innovation ouverte, les synergies entre les entreprises financées. L'approche multistade assure la mutualisation des risques entre les différentes activités d'investissement. Ces options permettront-elles à Demeter Partners de surmonter les difficultés que traverse actuellement le capital-investissement ?

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse des comptes rendus ; les idées restent de la seule responsabilité de leurs auteurs.  
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

## EXPOSÉ de Grégoire ALADJIDI

Je suis polytechnicien et ingénieur des Mines, et c'est au cours d'un stage au Centre de sociologie de l'innovation de cette école que j'ai découvert le monde du capital-risque et que j'en suis tombé amoureux. Dès mon diplôme obtenu, j'ai cherché à entrer dans un fonds de capital-risque et j'ai rejoint un fonds américain, Atlas Venture, qui avait participé au financement d'entreprises comme Business Object, Ilog ou Dassault Systèmes.

Assez vite, j'ai compris que pour exercer ce métier convenablement, il valait mieux posséder une expérience d'entrepreneur. J'ai donc créé avec quatre associés une société d'édition de logiciels dans le domaine de l'optimisation des ressources humaines. En cinq ans, cette société avait atteint un chiffre d'affaires de 12 millions d'euros de licences mais, après l'éclatement de la bulle technologique en 2002/2003, nous avons connu des difficultés qui nous ont conduits au tribunal de commerce. Les actifs ont été repris par Oracle, ce qui représentait une petite satisfaction d'amour-propre à défaut d'une gratification patrimoniale.

Entre-temps, toujours attiré par le capital-risque, j'étais retourné de l'autre côté de la barrière. En 2004, j'ai rejoint TechFund, un fonds monté par Jean-Michel Barbier et l'ancienne équipe de Thomson CSF Venture, avant d'entrer en 2009 chez Demeter, dont je vais vous parler plus longuement.

### Les différentes cultures du capital-investissement

Le capital-investissement consiste à prendre des participations dans des sociétés non cotées pour développer de nouveaux produits ou de nouveaux marchés, financer le besoin en fonds de roulement ou des acquisitions, ou encore restructurer le bilan. Cette prise de participation se fait généralement pendant une période de 4 à 6 ans et, idéalement, se conclut par une introduction en Bourse ou une cession permettant de rentabiliser l'investissement.

Les fonds sont abondés par différentes catégories d'investisseurs (caisses de retraite, fonds de pension, industriels, *family offices*...) et pilotés par des sociétés de gestion qui doivent être agréées par l'AMF (Autorité des marchés financiers). Ces sociétés se rémunèrent de deux façons : en prélevant des frais de gestion sur les fonds et en participant aux plus-values réalisées.

Le capital-investissement recouvre plusieurs familles d'activités.

#### *Le capital-risque*

La première est le capital-risque, qui s'adresse à des sociétés portant des innovations de rupture et s'adressant à des marchés émergents. On distingue plusieurs catégories d'acteurs en fonction des financements qu'ils proposent, ces derniers dépendant du stade de développement de l'entreprise. Les *business-angels* accordent des financements de quelques centaines de milliers d'euros ; les fonds d'amorçage, d'environ 300 milliers d'euros à 2 millions d'euros ; le capital-risque proprement dit, de 2 à 10 millions d'euros.

Sachant que les investissements se font pour des périodes de 4 à 6 ans en général, les capitaux-risqueurs cherchent généralement à coinvestir avec d'autres acteurs partageant la même vision de l'entreprise. En général, ils ont un profil d'entrepreneurs et même d'artisans qui mobilisent énormément leur intuition et leur savoir-faire.

Un enjeu très important pour eux est la valorisation des entreprises qu'ils financent. Par définition, celles-ci ne disposent pas d'historique ni d'indicateur de performance, et les méthodes d'analyse financière ne sont donc d'aucun secours. C'est pourquoi les discussions

entre les financeurs et l'entreprise autour de ce sujet sont toujours un peu complexes. Les capitaux-risqueurs s'impliquent dans la gestion de la société afin de l'adapter à tous les signaux du marché et privilégient le financement par tranches, chaque étape offrant l'occasion de faire le point sur la trajectoire de l'entreprise.

### *Le capital-développement*

Le capital-développement s'adresse à des sociétés déjà établies, de taille intermédiaire, ayant des projets de croissance à travers de nouveaux produits ou de nouveaux marchés. Il intervient à partir de financements de l'ordre de 5 millions d'euros.

Les capitaux-développeurs sont généralement minoritaires dans le capital de l'entreprise et ne participent pas à sa gestion. Leur profil est plus proche de celui des banquiers, avec une culture ancrée sur l'analyse financière.

### *Le capital-transmission*

Le capital-transmission ou LBO (*leveraged buy-out*) s'adressant à des entreprises déjà bien développées, l'analyse financière y joue un rôle clef et la valorisation de l'entreprise s'appuie sur des indicateurs de performances. Sachant que les recettes de l'entreprise doivent financer à la fois ses investissements, ses besoins en fonds de roulement et le remboursement de sa dette, les acteurs de LBO doivent s'assurer de la régularité de ces recettes en toutes circonstances, afin de bénéficier d'un effet de levier. Le profil des acteurs du capital-transmission est assez proche de celui des banquiers d'affaires, qui achètent, développent puis revendent.

## **Le capital-investissement en France**

Avec 60 milliards d'euros investis au cours des dix dernières années, le capital-investissement français se place à la troisième place mondiale et à la première en Europe continentale. En 2010, les opérateurs français ont investi 6,6 milliards d'euros, en France et à l'étranger, pour le financement de 1 600 entreprises, dont plus de 80 % sont des PME/PMI de moins de 250 salariés.

### *La typologie des fonds*

La typologie des fonds de capital-investissement a considérablement évolué au cours des dix dernières années, avec l'apparition de nouveaux dispositifs d'accompagnement, en particulier des fonds aidés par des crédits d'impôts tels que les FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) et les FIP (fonds d'investissement de proximité). Ces nouveaux véhicules représentent une part très importante des investissements et ont contribué, pendant la période de crise, à la poursuite du développement de l'investissement dans le capital-risque.

### *Les levées de fonds*

Les levées de fonds par les sociétés de capital-investissement ont connu une rupture très forte au cours des deux dernières années, passant d'une dizaine de milliards d'euros en 2008 à 3 milliards d'euros en 2009. Cette faible performance a été encore aggravée par un désinvestissement de 3 milliards d'euros, certains investisseurs préférant réduire leurs engagements pour les appels de fonds ultérieurs. L'année 2010 a été marquée par une reprise modeste, avec 5 milliards de levées de capitaux.

## *L'origine des capitaux*

L'origine des capitaux levés a également évolué. Les assureurs, fonds de pension et banques ont été incités à renoncer au capital-investissement par les nouvelles réglementations financières, qui les obligent à disposer de fonds propres pour pouvoir mener ces activités. En revanche, les personnes physiques et *family offices* continuent à faire partie des investisseurs de référence. S'y ajoutent les entités du secteur public qui, depuis la crise, ont apporté une contribution très importante au capital-investissement. On note également le retour des industriels, qui s'intéressent surtout au segment capital-risque.

## *La situation au premier semestre 2011*

Les sociétés de gestion ont investi 12,5 milliards d'euros en 2007, 10 milliards en 2008, puis seulement 4 milliards en 2009 avant de remonter à 6,6 milliards en 2010. Après cette année de légère reprise, nous sommes à nouveau entrés en 2011 dans une phase de grande incertitude.

Le premier semestre 2011 est marqué par une hausse de l'activité (4,3 milliards d'euros d'investissements contre 3 milliards en 2010), tirée surtout par le capital-développement, qui progresse de 82 % avec 1,4 milliard d'investissements. Le capital-risque poursuit sa croissance par rapport à 2010 mais reste en deçà des investissements de 2009. Le nombre de sorties a progressé de 88 % par rapport au premier semestre 2010, mais il s'agit d'un "déstockage". Sachant que le volume des levées de fonds reste beaucoup plus faible qu'avant la crise, les flux de sorties devraient fortement diminuer dans les années qui viennent.

## **L'approche sectorielle**

L'une des réponses à ce contexte difficile est l'approche sectorielle, qui permet une meilleure connaissance du domaine d'intervention. Elle pose cependant la question de la "profondeur" du secteur choisi : donne-t-il accès à un tissu d'entreprises suffisamment important pour permettre de rentabiliser les opérations et de gérer les risques particuliers ?

Cette préoccupation a incité beaucoup d'acteurs du capital-investissement à se structurer autour du domaine des technologies de l'information ou des biotechnologies, ou même des deux, de façon à mitiger les risques. Certains font cependant le choix de secteurs très pointus. Le fonds Conduit Ventures, créé par Shell, Johnson Matthey, Solvay, Mitsubishi et Danfoss, était à l'origine dédié exclusivement à la filière hydrogène. Aujourd'hui, il a été étendu au secteur de l'énergie.

Demeter Partners a également opté, dès sa création en 2005, pour une approche sectorielle et a choisi de se consacrer au secteur des *cleantechs*.

## ***Cleantechs et capital-investissement***

Les *cleantechs* regroupent les produits et services ayant un impact positif sur l'environnement et ceux qui permettent de répondre aux enjeux énergétiques ou d'atténuer les émissions de gaz à effet de serre : bâtiments verts, économie circulaire, gestion des déchets, traitement de l'eau et de l'air, efficacité énergétique, énergies renouvelables, transports propres, etc.

Le secteur des *cleantechs* est fortement dépendant de l'évolution de la réglementation, que ce soit par exemple en matière d'énergie, avec la règle européenne des "trois fois vingt" (réduire de 20 % les émissions de gaz à effet de serre par rapport à leur niveau de 1990, porter la part des énergies renouvelables à 20 % de la consommation et réaliser 20 % d'économies d'énergie) ; en matière de carburants, avec l'obligation d'injecter 10 % de

biocarburants dans les carburants fossiles ; ou encore en matière de recyclage des déchets ou de politique de l'eau. Au total, le cabinet Bloomberg a recensé 1 741 politiques publiques consacrées à l'énergie et au réchauffement climatique dans le monde entier depuis 1999.

Cette évolution a suscité l'intérêt des capitaux-investisseurs. Il y a six ou sept ans, les *cleantechs* ne représentaient qu'un ou deux pourcents de l'activité du capital-investissement au niveau mondial. Aujourd'hui, elles sont devenues son deuxième poste d'investissement, entre les technologies de l'information et les biotechnologies, pour un montant de 10 à 20 milliards de dollars par an.

En France, à l'issue des différents travaux menés dans le cadre du Grenelle de l'environnement et du Commissariat général au Développement durable, la décision a été prise d'engager un certain nombre de grands paris industriels, notamment autour du véhicule décarboné, de l'éolien offshore, de la séquestration du CO<sub>2</sub>, ou encore de l'énergie solaire, mais également de l'industrialisation des filières offrant les principaux gisements énergétiques et environnementaux : efficacité énergétique des bâtiments, valorisation de la biomasse et chimie verte, recyclage et valorisation des déchets. Enfin, l'État souhaite promouvoir deux domaines dans lesquels les entreprises françaises sont leaders, l'eau et l'assainissement d'une part, la préservation des milieux naturels et de la biodiversité d'autre part.

Ces différents enjeux ont été pris en compte dans le cadre des Investissements d'avenir. Un budget de 2,8 milliards d'euros a été confié à la Caisse des Dépôts et Consignations et à l'ADEME (Agence de l'environnement et de la maîtrise de l'énergie) pour apporter les financements nécessaires. En plus de cette somme, 400 millions d'euros ont été fléchés pour soutenir l'amorçage, en particulier dans le domaine des *cleantechs*.

### **Demeter Partners**

Demeter Partners a été créée en 2005 et gère aujourd'hui un peu plus de 350 millions d'euros au travers de deux FCPR (fonds communs de placement à risque) spécialisés dans les *cleantechs* et levés auprès d'investisseurs institutionnels et industriels. Un troisième fonds est en cours de finalisation. Les deux premiers sont positionnés sur le capital-développement et le capital-transmission, avec une petite partie en capital-risque. Le troisième fonds est davantage centré sur le capital-risque et l'amorçage. Notre objectif est d'être présents sur l'ensemble de la chaîne de financement.

Avec 20 personnes, dont 14 investisseurs, l'équipe de Demeter Partners est la plus importante en termes de taille, en Europe, dans le domaine des *cleantechs*. Notre siège est à Paris mais nous avons également des bureaux à Madrid et à Berlin. Nous recevons environ 20 dossiers d'entreprises par semaine. Au total, depuis la création de Demeter Partners en 2005, nous en avons analysé environ 2 000 pour en sélectionner 35. Parmi ces derniers, nous avons mené à bien 5 sorties de capital, avec un retour sur investissement de 45 %, ce qui nous a valu d'être plusieurs fois primés. Nous investissons en moyenne 30 millions d'euros par an, en France, en Espagne et en Allemagne.

Sur nos 35 investissements déjà réalisés, 7 sont consacrés au solaire, à tous les niveaux de la chaîne de valeur : Solteature est un fournisseur de technologie, Semco fabrique des machines outils, MPO Energy produit des cellules, Eurener assemble des modules, Aerowatt développe des projets BIPV (*building-integrated photovoltaics*), Panosol' (que nous avons cédé à GDF Suez) fournit des installations clés en main et Solairedirect exploite des centrales photovoltaïques. Nous suivons la même démarche dans l'éolien, en finançant à la fois des fabricants de turbines comme Vergnet et des exploitants de parcs éoliens comme JMB ou Aéro watt. Au cours des douze derniers mois, nous avons réalisé une dizaine d'opérations dans les domaines du bâtiment, des énergies renouvelables et du véhicule décarboné.

## Le modèle d'investisseur sectoriel

Le modèle d'investisseur sectoriel nécessite de s'appuyer sur de nombreux réseaux. Demeter Partners travaille en lien étroit avec les pôles de compétitivité consacrés aux *cleantechs* (Derbi, Tennerdis, CapEnergies, Eau, Axelera, IAR) et avec de nombreux centres de recherche, mais aussi avec des structures publiques comme Oséo, la DGCIS (Direction générale de la compétitivité, de l'industrie et des services), le Commissariat général au Développement durable, le CGI (Commissariat général à l'investissement), différents clubs et également un certain nombre d'organismes allemands (instituts Fraunhofer, instituts Max Planck...).

Ce modèle repose aussi sur le principe de l'innovation ouverte, aujourd'hui mis en œuvre par la plupart des industriels. Lors du lancement de Demeter I, notre premier sponsor après la Caisse des Dépôts et Consignations était IFP Énergies nouvelles, qui souhaitait réaliser des investissements directs mais aussi indirects. Cet industriel est également présent dans Demeter II, de même que Veolia ou GDF Suez. Aujourd'hui, le capital-investissement est considéré comme un outil d'innovation au même titre que la veille ou les collaborations académiques.

Le modèle d'investisseur sectoriel permet aussi de faire jouer l'effet réseau des portefeuilles. Nous avons créé un club des entrepreneurs Demeter, qui regroupe une quarantaine d'entreprises et a déjà permis un certain nombre de synergies et d'échanges de business.

Enfin, le choix d'un secteur thématique permet de ne pas se spécialiser dans le capital-risque, le capital-développement ou le capital-transmission mais de constituer un portefeuille multistade et d'équilibrer ainsi les risques entre les différents métiers. L'amorçage, métier le plus délicat du capital-investissement, bénéficie des apports du capital-développement et du capital-transmission aussi bien en termes de connaissance sectorielle que de collaborations croisées.

## Quatre exemples d'entreprises

En finissant, je vais vous présenter quatre exemples parmi les trente-cinq opérations que nous avons réalisées, chacune illustrant un métier différent du capital-investissement : l'amorçage, le capital-risque, le développement, la transmission.

### *Solairedirect*

Demeter Partners a commencé à accompagner le dirigeant de Solairedirect avant même la création de sa société en 2006, et a investi au total 26 millions d'euros dans cette entreprise.

Aujourd'hui, Solairedirect réalise un chiffre d'affaires de 220 millions d'euros, avec un résultat net de 20 millions d'euros. Elle emploie 300 personnes et gère un parc de 150 mégawatts de production photovoltaïque, qu'elle met à la disposition de clients industriels ou de compagnies d'électricité. En partant de l'aval de la filière, Solairedirect a commencé à s'intégrer en créant sa propre unité de production de modules photovoltaïque. Malgré les soubresauts du marché français, cette société a réussi à se développer fortement en s'installant en Afrique du Sud, en Inde, en Amérique Latine et au Maroc.

### *Fermentalg*

L'activité de Fermentalg consiste à cultiver des micro-algues sur une plateforme spécifique puis à les cribler afin d'identifier des molécules chimiques d'intérêt. Cette société a une collaboration scientifique avec une équipe du CEA (Commissariat à l'énergie atomique et aux énergies alternatives), qui en est actionnaire à travers CEA Investissements.

Aujourd'hui, nous sommes co-chefs de file d'un second tour de financement et nous venons de franchir un jalon très important en montant une co-entreprise avec Sofiprotéol pour industrialiser une première molécule, un acide gras polyinsaturé.

### *Paprec*

Paprec est le troisième acteur du recyclage de papiers et plastiques. Nous sommes entrés à son capital en 2006, au titre du capital-développement. Le chiffre d'affaires de Paprec était alors de plus de 200 millions d'euros et nous avons pris une participation minoritaire. L'objectif était de préparer une sortie sous forme d'introduction en Bourse ou de cession. La société a finalement été reprise en 2008 par le groupe Arnault, qui cherchait à développer son pôle déchet, et a réalisé plus de 500 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2011. Grâce à cet investissement, nous avons développé une expertise sur le marché du papier qui nous a permis de réaliser d'autres opérations par la suite.

### *IES Synergy*

La société IES Synergy est spécialisée dans les chargeurs embarqués pour chariots élévateurs. Lorsque nous l'avons reprise en LBO en 2006, cette entreprise réalisait un chiffre d'affaires stable d'environ 6 millions d'euros. Elle avait un projet de croissance qui consistait, à partir de son métier dans les chariots élévateurs, à développer une activité autour du véhicule électrique. IES Synergy a été sélectionnée par Renault comme fournisseur de chargeurs embarqués et travaille aujourd'hui avec plusieurs autres constructeurs automobiles, notamment allemands.

## **DÉBAT**

### **Le profil des fondateurs**

**Un intervenant :** *Quel est le profil des fondateurs de Demeter Partners ?*

**Grégoire Aladjidi :** Demeter Partners a été fondé par un groupe de quatre personnes, avec deux personnes à l'origine, Olivier Dupont et Michel Ronc. Olivier Dupont était auparavant responsable des activités "fonds de fonds" de la Caisse des Dépôts et Consignations, après avoir travaillé dans l'industrie et "bourlingué" sur des projets internationaux pour des groupes comme Schneider, puis géré pour la banque BTP un fonds consacré aux technologies de l'environnement. Michel Ronc, quant à lui, a commencé à créer des sociétés dans le solaire ou dans les pompes à chaleur dès la fin des années 1970, au moment du deuxième choc pétrolier. Il dirigeait à l'époque Elf Innovation et Elf Technologies, les structures d'investissements et d'innovation du groupe Elf. Il s'est ensuite occupé de raffinage au niveau européen. C'est principalement la rencontre entre Olivier Dupont et Michel Ronc qui a provoqué un déclic : ils ont décidé de créer leur propre fonds d'investissement avec une approche sectorielle. Ils ont pour cela convaincu les autres fondateurs, Stéphane Villecroze et Sophie Paturle, des "quadras" qui avaient également travaillé avec eux dans l'industrie, par exemple chez Veolia, en ce qui concerne Stéphane Villecroze.

### **Les pôles de compétitivité**

**Int. :** *Que vous apportent vos relations avec les pôles de compétitivité ?*

**G. A. :** Le principe des pôles de compétitivité s'inspire de l'exemple de la Silicon Valley, des BioRegio allemandes ou encore de l'expérience taïwanaise. L'idée est de renforcer le développement économique en facilitant les synergies entre entreprises, pouvoirs publics, centres de recherche et investisseurs. Malheureusement, dans la formule française, une des

quatre composantes a été oubliée, celle des investisseurs. Pourtant, on ne concevrait pas la Silicon Valley sans ses *venture capitalists*. Le principal obstacle à l'intégration des investisseurs dans les pôles de compétitivité est la question de la confidentialité des informations au sein des structures de gouvernance.

Les relations se multiplient cependant de plus en plus avec les présidents de pôles, qui ont bien compris qu'au-delà des labellisations et des guichets publics, l'apport des capitaux-risqueurs, et notamment des investisseurs sectoriels, pouvait être déterminant. Depuis dix-huit mois, on voit fleurir des collèges de financiers ou des clubs d'investisseurs dans différents pôles.

Il est clair que dans la période actuelle, la labellisation des projets collaboratifs par les pôles et les aides financières qui en résultent peuvent constituer un atout non négligeable pour de jeunes entreprises. Dans notre portefeuille, nous avons une dizaine de sociétés ayant bénéficié de ces dispositifs.

Pour que les pôles de compétitivité renforcent leur crédibilité et assurent leur pérennité, il faudrait qu'ils puissent mettre en avant des *success stories* avec des créations de valeur très fortes, que ce soit en chiffre d'affaires ou en nombre de salariés. L'entreprise Solairedirect, par exemple, est née d'une démarche qui préfigurait celle des pôles de compétitivité. En 2004, EDF, GDF, Schneider, le CEA, le CNRS et deux capitaux-risqueurs, dont Demeter Partners, avaient constitué un petit réseau autour de l'innovation dans l'énergie. Le futur président de Solairedirect en était le principal animateur et c'est à l'occasion d'un débat sur le photovoltaïque qu'il s'est emparé du sujet dont il a fait son entreprise.

### Les IEED

**Int. :** *Que pensez-vous des IEED (Instituts d'excellence en matière d'énergies décarbonées), ce nouvel outil créé dans le cadre du Grand emprunt ?*

**G. A. :** Le principe des IEED s'est inspiré de l'expérience de l'INES (Institut national de l'énergie solaire) de Chambéry, fondé par le CEA, le LITEN (Laboratoire d'innovation pour les technologies), le CNRS et quelques autres structures. L'INES a réussi à rassembler une grande partie des forces vives de la recherche dans le domaine du solaire tout en développant des contrats de recherche avec l'industrie, et l'État a souhaité appliquer cette formule à d'autres secteurs de l'énergie, d'où la création des IEED. De nombreux projets ont été élaborés, dont pour l'instant seulement deux ont été validés : Pivert, consacré à la chimie verte, fortement poussé par Sofiprotéol, et implanté à Venette, dans l'Oise ; et Indeed, consacré à la gazéification de la biomasse, porté par IFP Énergies nouvelles et Gaz de France, et implanté à Lyon.

Nous sommes très intéressés par ces initiatives, auxquelles participent également des PME, car nous sommes des partenaires naturels de ces dernières. En revanche, nous estimons que ce n'est pas vraiment notre rôle d'être membres des IEED.

### L'amorçage

**Int. :** *Beaucoup de capitaux-risqueurs, voire de business-angels, hésitent à se lancer dans l'amorçage. Plus les entreprises sont jeunes, et plus les due diligences, c'est-à-dire les procédures visant à réaliser un état des lieux rapide et certifié d'une société sur ses aspects comptables, stratégiques, économiques, juridiques et fiscaux, sont coûteuses par rapport au montant du financement. De plus, si les investisseurs du premier tour de table ne peuvent pas participer au tour suivant, ils risquent de se faire "rincer" par les nouveaux arrivants, qui leur achèteront leurs parts pour de faibles montants. C'est pourquoi certains capitaux-risqueurs de la Silicon Valley considèrent que l'amorçage ne rapporte rien, si ce n'est une capitalisation de connaissances et des options pour la suite. Quelle est la position de Demeter Partners à ce sujet ? L'amorçage représente-t-il pour vous une danseuse, une prise d'option, un produit dérivé de votre capacité d'expertise ?*



**G. A. :** Nous sommes en train de boucler un fonds d’amorçage d’un montant de 40 millions d’euros, ce qui représente un montant beaucoup plus faible que celui de Demeter II (205 millions d’euros). La création de ce nouveau fonds a donné lieu à de longues discussions au sein de notre comité stratégique.

La décision a été prise sur la base de trois grands arguments. Le premier est que sur les 2000 dossiers analysés depuis la création de Demeter Partners, 50 % relevaient de l’amorçage : nous disposons donc d’un énorme flux.

Le deuxième argument, beaucoup plus important, est que les filières comme le solaire photovoltaïque, les batteries ou encore l’éclairage à LED, devront impérativement passer par des ruptures technologiques si elles veulent abaisser leurs coûts et élargir leurs marchés. Il est donc très important pour nous d’être au contact des entreprises porteuses de ce type de ruptures, qui sont elles-mêmes en contact étroit avec des organismes de recherche de pointe tels que le LITEN, le CEA, le CNRS, les instituts Fraunhofer, etc.

Enfin, tous les plans de relance, aussi bien en France qu’aux États-Unis ou en Allemagne, mettent l’accent sur l’innovation et la technologie. En France, par exemple, le CGI a confié des budgets importants à l’ADEME pour lancer des appels à manifestation d’intérêt sur le photovoltaïque, l’efficacité énergétique ou le stockage d’énergie. Les pouvoirs publics sont les premiers *business angels* de l’industrie et assurent le financement d’un certain nombre de technologies jusqu’à ce que le relais soit pris par des investisseurs privés. Nous voulons être en mesure de prendre ce relais pour les technologies qui nous intéressent et les marchés que nous connaissons bien.

### **Les conflits d’intérêt et le “rinçage”**

**Int. :** *Lors d’un séminaire précédent<sup>1</sup>, Jacques Vallée, associé du fonds SBV Partners, implanté dans la Silicon Valley, nous expliquait que ce dernier avait construit sa réputation sur le fait de ne pas “rincer” les business-angels qui avaient assuré l’amorçage des sociétés, en sorte que ces derniers s’adressaient plutôt à SBV Partners qu’à ses concurrents lorsqu’ils souhaitaient passer la main. N’allez-vous pas être soumis à des conflits d’intérêts lorsque vous souhaitez financer en capital-risque des entreprises que vous aurez soutenues avec la Caisse des Dépôts et Consignations et le Grand emprunt au titre de l’amorçage ?*

**G. A. :** Il est clair que pour le fonds Demeter II, il peut être très intéressant d’utiliser le fonds d’amorçage comme un vivier de dossiers. D’un autre côté, Demeter II n’a pas vocation à financer tous les dossiers suivis en amorçage et dans ce cas le signal adressé au marché n’est pas très bon. Des conflits d’intérêt ne sont donc pas exclus. C’est pourquoi nous sommes en train d’élaborer une sorte de doctrine, à l’instar d’ailleurs d’autres fonds sectoriels et fonds de fonds, reposant sur une logique de silos : les fonds seront cloisonnés et il n’y aura aucun transfert de participation. D’autre part, pour éviter le “rinçage” au deuxième tour, nous prévoyons de réserver la moitié du fonds d’amorçage pour une capacité d’investissement complémentaire.

### **Les raisons du désintérêt pour le capital-investissement**

**Int. :** *Le désintérêt relatif pour le capital-investissement ne s’explique-t-il pas par des résultats financiers plutôt décevants ?*

**G. A. :** La première explication au recul du capital-investissement est le désengagement massif des assureurs et des banquiers, suite à l’évolution de la réglementation. Ils étaient en effet de grands souscripteurs de fonds de capital-investissement et avaient parfois eux-mêmes créé des fonds.

---

<sup>1</sup> Graham Burnette et Jacques Vallée, “Anges et investisseurs dans la Silicon Valley”, *Les Annales de l’École de Paris du management*, vol. XII.

Une deuxième raison est peut-être à chercher dans l'apparition des dispositifs FCPI et FIP, qui en levant 600 ou 700 millions d'euros par an, ont perturbé le marché. Il est parfois difficile de convaincre les investisseurs que les besoins du marché français ne sont pas couverts par ces levées de fonds, alors même que ces capitaux ne sont pas forcément consacrés au risque et à l'innovation, comme c'était prévu au départ. De même, lorsque les pouvoirs publics ont décidé de consacrer 400 millions d'euros au Fonds national d'amorçage, nous avons été un certain nombre à les alerter sur le fait qu'il ne faudrait pas aller trop au-delà si l'on ne veut pas, à nouveau, perturber le marché.

La troisième raison se trouve effectivement dans des résultats assez paradoxaux. Lorsque je fréquentais l'École des Mines, on nous apprenait que le capital-risque permettait d'espérer 30 % de TRI (taux de rentabilité interne), le capital-développement entre 20 et 25, le LBO entre 10 et 15. Dans la réalité, c'est l'inverse que l'on observe. Même les fonds qui n'obtiennent qu'un minuscule TRI de 3 à 5 % sont classés dans le quartile des meilleurs fonds. À l'inverse, les LBO ont bénéficié de rentabilités spectaculaires. Ces phénomènes conduisent à s'interroger sur des questions comme la déductibilité des intérêts d'emprunts, même si celles-ci sont naturellement difficiles à aborder au sein de l'AFIC (Association française des investisseurs en capital), en raison des divergences d'intérêts.

Dans ce contexte, on peut s'attendre à la disparition d'un certain nombre de fonds : il est probable que seuls ceux qui disposeront d'un vrai savoir-faire, d'une masse critique et d'expériences convaincantes survivront.

Présentation de l'orateur :

Grégoire Aladjidi : diplômé de Polytechnique (1993) et de l'École des Mines (1995) ; coauteur avec Bernard Maître de *Les Business Models de la Nouvelle Économie* (Dunod, 1999) ; cofondateur d'une *spin-off* d'Ilog (1998-2000) ; est depuis investisseur en capital-risque (Atlas Venture, Galiléo, TechFund puis Demeter Partners).

Diffusion mars 2012