

**Séminaire
Ressources Technologiques
et Innovation**

organisé grâce au support de :

Air Liquide
ANRT
CEA
IdVector

et des parrains de l'École de Paris :

Accenture
Algoé¹
Arcelor
Caisse des Dépôts et Consignations
Caisse Nationale des Caisses
d'Épargne et de Prévoyance
Centre de recherche en gestion
de l'École polytechnique
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNRS
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Danone
DARPMI²
Deloitte & Touche
DiGITIP
EADS
École des mines de Paris
EDF
Entreprise et Personnel
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
France Télécom
FVA Management
IBM
IDRH
Lafarge
PSA Peugeot Citroën
Reims management School
Renault
Royal Canin
Saint-Gobain
SNCF
THALES
Total

¹ pour le séminaire
Vie des Affaires

² pour le séminaire
Entrepreneurs, Villes et Territoires

(liste au 1^{er} septembre 2003)

**LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT
DANS L'INNOVATION (FCPI)
AU SERVICE DES START-UPS ?**

par

Pierre BOULIC
AXA Private Equity

Séance du 26 février 2003

Compte rendu rédigé par Loïc Vieillard-Baron

En bref

Cinq ans après la création du premier fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI) et en dépit de l'explosion de la bulle internet, ce véhicule d'investissement a encore collecté plus de quatre cent soixante-quinze millions d'euros en 2002 (plus de cinq cents soixante-dix-huit millions d'euros en 2001). Pierre Boulic évoque la spécificité et son rôle dans le marché très mouvant du financement en capital-risque ainsi que l'évolution de la stratégie d'AXA Private Equity. Il nous décrit le soin aigu qu'il faut apporter au choix des dossiers, à l'établissement d'une relation de confiance avec les managers et au suivi de la vie de l'entreprise jusqu'à une sortie profitable pour tous.

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

EXPOSÉ de Pierre BOULIC

J'ai commencé à travailler dans le domaine du *private equity* il y a plus de quatre ans au sein de Crédit Lyonnais Asset Management, et j'ai participé aux premiers lancements de fonds communs de placements de l'innovation (FCPI) levés par le réseau bancaire Crédit Lyonnais. J'ai ensuite rejoint AXA Private Equity pour participer au lancement des FCPI 2 et 3 d'AXA et aux nouveaux investissements, notamment dans la partie IT (Information Technology : logiciel, Télécoms et électronique).

Je vais vous présenter ma vision du capital-investissement technologique (financement en fonds propres des sociétés innovantes dites de technologie) : le marché, ses acteurs et ses différents véhicules d'investissement en France que sont les fonds communs de placement à risque (FCPR) ou dans l'innovation. Je reviendrai ensuite plus spécifiquement sur la définition et les caractéristiques du FCPI. Je souligne que près de deux milliards d'euros ont été levés à travers ce type de fonds depuis 1997 : il est déjà un acteur majeur dans le financement des sociétés innovantes et il le sera encore plus dans les prochaines années. Je conclurai par la politique d'investissement qu'AXA Private Equity a mis en place dans le cadre de ses activités *venture* (capital-risque).

Un marché mouvant et complexe

Le marché du financement de l'innovation se divisait traditionnellement en deux phases suivant le degré de maturité de l'entreprise :

- une phase initiale relevant du capital-*risque*, dont la création de valeur se fait principalement par la croissance de l'activité de la société ;
- et une phase de développement relevant du capital *développement*, dont les valorisations se fondent principalement sur la rentabilité présente et à terme de la société.

À chacune d'elles correspondait un type de société de gestion spécialisée car les critères d'investissements (en simplifiant : plus technologiques dans un cas, plus financiers dans l'autre) et l'approche du dossier sont relativement différents.

Le véhicule traditionnel de financement en fonds propres en France (y compris le financement de l'innovation) est le FCPR. Étant donné l'importance de la création d'entreprise et tout particulièrement celle des entreprises technologiques innovantes, notamment pour l'emploi, l'État a souhaité favoriser la création de nouveaux types de fonds dédiés à ce type de financement :

- en 1999, date de création d'I-Source Gestion, des fonds spécialisés dans l'amorçage (phase de démarrage technologique et commerciale des jeunes sociétés innovantes) ont vu le jour ;
- fin 1997, le premier FCPI a été levé.

Des acteurs multiples

Les acteurs du financement de l'innovation sont nombreux et d'origine diverses. Depuis quelques années, notamment grâce aux FCPI, beaucoup de sociétés de gestion se sont créées, adossées notamment à de grands groupes bancaires ou d'assurance. C'est le cas d'AXA Private Equity, mais aussi de Société Générale Asset Management, SPEF Banques Populaires, AGF Private Equity, Crédit Lyonnais Private Equity, etc. Elles se sont rajoutées aux sociétés de capital-risque d'origine étrangère telles que 3i, Sofinnova, Partech, Atlas, et aux acteurs historiques du marché français du capital-risque, tel que la Banexi.

Depuis quelques années, des fonds plus ou moins liés à des industriels ont été créés : Innovacom (lié à France Télécom), EDF Venture, Thalès CV, Dassault Développement, Air Liquide Venture, etc.

Les fonds d'amorçage ont été créés notamment à l'initiative de CDC-PME mais aussi d'organismes tels que la CEA, le CNRS et l'INRIA ou encore de sociétés privées comme AXA Private Equity.

Pour finir le panorama, il faut encore signaler le développement des incubateurs publics qui jouent un rôle important dans la partie amont de la création d'entreprise.

Le FCPI

Le FCPI est un OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) spécialisé dans l'innovation, et rattaché juridiquement à la famille des FCPR. Les porteurs de parts d'un FCPI sont des personnes physiques. Sa spécificité est de devoir être investi principalement dans les sociétés innovantes de haute technologie ; en contrepartie du risque et en raison de sa vocation à favoriser le développement des entreprises françaises non cotées, les porteurs de parts bénéficient d'avantages fiscaux importants. Voilà pour le principe général.

Les caractéristiques, contraintes et critères d'investissement pour les gestionnaires sont relativement stricts.

Pour pouvoir bénéficier du FCPI, une société doit également entrer dans les critères suivants :

- être une société française de moins de cinq cents salariés ;
- des personnes physiques doivent détenir au moins 50 % du capital ;
- la participation du FCPI ne peut pas excéder 35 % du capital ; mais plusieurs FCPI d'un même gestionnaire ou de sociétés de gestion différentes peuvent, le cas échéant, détenir ensemble plus de 35 % du capital d'une société ;
- être qualifiée d'innovante : le label Anvar "Entreprise Innovante" est généralement utilisé, mais on peut également utiliser un critère de pourcentage élevé de R&D par rapport à son chiffre d'affaires ; ce critère étant plus flou, les gestionnaires préfèrent la qualification Anvar.

Depuis l'année dernière, la règle s'est assouplie et complexifiée : les sociétés cotées sur le nouveau marché et qualifiées d'innovantes (au sens précédent du terme) peuvent également bénéficier de l'apport des FCPI. Cette modification juridique a été élaborée pour favoriser le nouveau marché et le marché libre. Compte tenu des valorisations déprimées du moment, les sociétés de gestion dédiées aux marchés cotés avaient du mal à investir sur ces deux marchés, d'où leur ouverture aux FCPI.

Des règles initiales trop contraignantes

Avant la loi de finance 2002 et son décret d'application paru en décembre 2002, les FCPI devaient respecter plusieurs contraintes, synthétisées principalement par trois ratios à respecter : les ratios 50 %, 60 % et 15 %, calculés sur la base de l'actif net réévalué.

Ratio 50 % : à l'échéance du premier exercice, 50 % de l'actif du fonds devait être investi dans des sociétés non cotées sur un marché réglementé ou cotées sur le nouveau marché.

Ratio 60 % : à l'échéance du deuxième exercice et en permanence par la suite, 60 % au minimum de l'actif du fonds devait être investi dans des sociétés innovantes non cotées. Il faut remarquer qu'il reste une marge relativement conséquente – 40 % – qui peut être investie par la société de gestion à son libre arbitre. La stratégie de gestion de ces 40 % a beaucoup évolué entre les FCPI de première génération (1997-1999) et ceux levés plus récemment (2001, 2002), et varie également entre gestionnaires en fonction du degré de risque global choisi.

Ratio 15 % : pour des motifs d'une bonne gestion des risques, aucune participation dans une société ne devait représenter plus de 15 % de l'actif du fonds à aucun moment, le gestionnaire ayant six mois pour rétablir la situation en cas de dépassement ponctuel.

En pratique, ces ratios étaient très contraignants pour la gestion, au point qu'ils handicapaient fortement le développement des fonds ou créaient des situations malsaines. Par exemple, si une participation s'appréciait fortement, il fallait se séparer d'une partie de la ligne pour rester en deçà des 15 %, ce qui est rarement possible.

La loi de finances de 2002

La loi de finances de 2002 a modifié les règles pour les rendre plus réalistes. Le ratio de 60 % a été conservé, mais celui de 50 % supprimé, de sorte qu'il n'y a plus de contrainte sur la première année. Le ratio de 15 % est passé à 10 % mais la base de calcul a changé : elle n'est plus assise sur l'actif net réévalué, mais sur la valeur de souscription.

Au final, ces modifications apportent de la souplesse pour les sociétés de gestion mais aussi pour les entreprises dans lesquelles elles investissent.

Une règle reste encore relativement contraignante : le ratio des 60 % investis doit être atteint au bout de la deuxième année. Par rapport à ce qui est classique dans la profession, il s'agit d'une durée très courte. Un FCPR est investi en quatre ans en moyenne, en trois ans pour les plus courts quand on se trouve dans une période d'investissement particulièrement favorable, et en cinq ans quand elle est défavorable. Les représentants des sociétés de gestion de Private Equity (AFIC¹ et AFG-ASFFI² entre autres) travaillent pour essayer de l'améliorer.

L'idée est de toute façon de permettre la création, le développement des jeunes sociétés innovantes et surtout leur pérennité. Les FCPI ont été créés dans ce sens et font aujourd'hui partie d'un écosystème (le marché du financement des entreprises innovantes de technologie) où toutes les parties concernées doivent s'y retrouver.

Une grande attractivité

Les chiffres³ montrent éloquemment le succès du FCPI.

Entre 1997 et 2002, cent quarante mille souscripteurs français ont engagé plus de 1,9 milliard d'euros dans des FCPI. Ce succès a été confirmé en 2002 puisque le montant des souscriptions s'est élevé à 475 millions d'euros, un chiffre encore très élevé et ce, malgré la conjoncture.

¹ AFIC : Association Française des Investisseurs en Capital ; www.afic.fr

² AFG-ASFFI : Association Française de la Gestion Financière ; [ww.afg-asffi.com](http://www.afg-asffi.com)

³ Chiffres présentés par l'AFGASFFI et l'ANVAR en décembre 2002.

Aujourd'hui, sur un total de quarante-cinq ou quarante-six sociétés de gestion en France, vingt-neuf gèrent au moins un FCPI. Cette proportion importante révèle une nouvelle fois le succès du FCPI. Le FCPI a été aussi pour de nombreuses sociétés de gestion l'occasion de démarrer une activité de Private Equity ou de Venture notamment lors des années 1999 et 2000.

Des masses d'argent encore disponibles

L'évolution des FCPI a suivi la conjoncture générale des dernières années : les investissements en *venture*⁴ ont connu une forte croissance en 1998, 1999 et 2000, que ce soit aux États-Unis, en Europe ou en France, et connaissent depuis 2001 une décroissance liée à la conjoncture économique générale.

Les chiffres précis montrent que la baisse est cependant plus faible en France (-17 %) qu'aux États-Unis (-50 %). Cette moindre décroissance peut être attribuée pour une part aux FCPI qui ont continué à investir dans les start-ups et dans l'innovation notamment pour répondre aux contraintes de ratio qui leur étaient imposées. De fait, mesuré depuis début 2001, l'apport des FCPI représente plus d'un tiers des investissements dans les secteurs innovants (logiciels, infrastructures télécoms, santé et biotechnologies, internet et e-commerce, ...). Cinq sociétés de gestion de FCPI se trouvent dans les dix investisseurs les plus actifs du secteur en France.

Dans la pratique, les FCPI ont été investis en 1998, 1999 et 2000 plutôt en amont de la chaîne de financement et, depuis 2000, le sont plutôt en aval, sur la partie capital-risque aval (deuxième et troisième tours de financement) et sur le capital développement. La conjoncture et le choix par les gestionnaires de sécuriser au maximum les fonds sont les principales causes de ce changement.

Malgré la forte décroissance depuis 2001, on peut estimer que le monde des jeunes entreprises innovantes devrait bénéficier dans l'avenir de sommes relativement importantes. En effet, les très conséquentes levées de FCPI en 2001 et 2002, associées à un ralentissement des investissements laissent une somme d'argent disponible relativement importante et qui devra être investie dans les deux ans qui viennent. Il est probable que les sociétés en phase amont (financement de l'innovation en amorçage et en capital-risque) redeviendront bénéficiaires de ces investissements, plus qu'en 2001 et 2002.

AXA Private Equity

AXA Private Equity (AXA PE) est la société de gestion du groupe AXA, créée en 1996 et spécialisée dans le capital-investissement.

AXA Private Equity s'emploie à mettre l'esprit entrepreneur – valeur fondatrice du groupe AXA – au service du capital investissement. Elle est totalement dédiée à l'investissement non coté et a connu, ces cinq dernières années, une croissance exceptionnelle grâce à la gestion pour compte de tiers. Les sommes qu'elle gère ou conseille dépassent aujourd'hui quatre milliards d'euros. Ces fonds répondent aux besoins des entrepreneurs et industriels qui souhaitent créer une société, la développer ou la céder. Cinq équipes de gestionnaires, chacune dédiée à un métier du Private Equity, interviennent dans des secteurs très variés

⁴ le *venture* au sens professionnel du terme recouvre à la fois le démarrage, ce que j'appelle le capital-risque (y compris l'amorçage) et le capital développement.

allant des nouvelles technologies aux industries traditionnelles. AXA Private Equity est présente dans plus de quatre-vingt sociétés aujourd'hui.

Les quarante professionnels d'AXA Private Equity ont notamment pour valeurs : la rigueur des méthodes, la transparence des informations, la confiance des investisseurs et des entrepreneurs, le souci constant de la rentabilité durable.

Des sociétés accompagnées nombreuses et diversifiées

Au travers notamment des FCPI AXA Placement Innovation (1, 2 et 3), nous accompagnons actuellement plus de quarante sociétés et avons investi plus de 90 millions d'euros depuis fin 1998. Quelques sorties ont déjà été réalisées en 1999 et 2000 (dont FRA cédée à Business Interactif, Medidep introduit sur le nouveau marché puis le second marché, Digiplug cédé à Faith Inc., Systar introduit sur le nouveau marché...). En moyenne, depuis 1998, nous avons étudié plus de mille opportunités d'investissement par an. En 2002, plus de huit cents sociétés ont été regardées pour quatorze investissements réalisés.

Afin de limiter les risques pour les épargnants particuliers, notre stratégie d'investissement est diversifiée à la fois en termes de maturité des sociétés et en termes de secteur d'activité.

Nous sommes susceptibles d'investir dans des jeunes sociétés en phase d'amorçage aux côtés de nos partenaires spécialisés dans ce type d'opération (I-Source, Emertec, Sophia Euro Lab, BIOAM...). La sécurité des performances globales nous amène aussi à nous positionner sur des sociétés beaucoup plus matures ayant déjà montré leurs capacités à générer significativement du chiffre d'affaires et de la rentabilité.

La spécialisation d'AXA PE Venture est la technologie au sens large. AXA PE couvre tous les domaines : biotechnologies, électronique, semi-conducteurs, optique et surtout logiciel et services informatiques. Nous ne nous interdisons pas cependant de réaliser quelques investissements de façon plus opportuniste sur des secteurs plus industriels et moins technologiques.

Une de ces caractéristiques principales d'un FCPI par rapport à d'autres fonds de Private Equity est la possibilité qu'il donne de réaliser de nombreuses opérations de types différents : amorçage, capital-risque, capital développement, opérations sur le marché libre et sur le nouveau marché, rachats de titres, PIPE (Private Investment in Public Equity), retraits de cote... Cette caractéristique est une autre forme possible de diversification dans la gestion d'un FCPI.

Pour illustrer notre activité, prenons quelques exemples.

Le cas de Digiplug illustre un accompagnement dès la création de la société et jusqu'à la sortie. Cette société est spécialisée dans les technologies sonores pour téléphones mobiles. La société a été cédée en août 2002 à une société japonaise Faith Inc. Digiplug a été créée en 1999. Les FCPI gérés par AXA PE ont pris une première participation dans la société en octobre 1999 (amorçage) et ont participé ensuite à plusieurs tours de financement (2001 et 2002 notamment). Cet investissement correspond à la philosophie que nous mettons en œuvre lorsque nous choisissons d'accompagner des jeunes sociétés : investissements progressifs (le bon montant au bon moment) et accompagnement fort dans la durée (quatre à six ans en moyenne).

Le cas de Tagsys illustre un investissement par rachat de titres. Tagsys est une société spécialisée dans les tags : puces ou étiquettes intelligentes. Cette technologie permet plusieurs applications dont la traçabilité des linges dans les laveries industrielles ou le suivi et la gestion des livres en bibliothèques. La société était filiale du groupe Gemplus. Les fonds gérés par AXA PE et par d'autres sociétés de gestion sont majoritaires au capital de la société.

Le cas de Sysload Software illustre un investissement en capital développement. Ses dirigeants avaient déjà créé en 1989 une première société qu'ils avaient cédée de façon très favorable financièrement en 1996-1997. L'argent issu de la cession leur a permis de créer Sysload Software, éditeur de logiciel spécialisé dans la supervision des équipements de réseaux informatiques, sans apport de capital par le monde financier. L'an dernier, pour assurer leur développement, ils ont éprouvé le besoin de faire appel à des investisseurs en fonds propres, alors que leur société réalisait plus de trois millions d'euros de chiffre d'affaires et était rentable. L'objectif de cet investissement est de créer un pôle consolidateur sur le secteur du management de réseaux et d'équipements informatiques.

Le cas de Planisware illustre un investissement par rachat de titres. Cette société, éditeur de logiciel spécialisé dans le *project management*, a été créée il y a une dizaine d'années, initialement comme un *spin off* de Thales. Nous avons racheté les parts d'un financier présent dans le capital de la société depuis sa création et qui cherchait de la liquidité sur sa ligne. La société réalise plus de 9 millions d'euros de chiffre d'affaires avec une très bonne rentabilité.

Une gestion de proximité

Sous la diversité des opérations, nous avons des principes directeurs : la proximité de l'accompagnement financier, l'assistance au management, le souci de laisser les dirigeants aux commandes de leur société.

Un accompagnement calculé

Notre politique consiste à procéder par des tours de table successifs, de manière à n'investir que l'argent nécessaire, au bon moment, en accompagnement, au fur et à mesure que les étapes clés du développement comme la R&D, le plan commercial, la recherche de partenaires, sont validées. Nous n'investissons pas dix millions d'euros dès le démarrage, mais nous sommes prêts éventuellement à réaliser des opérations rapprochées. Notre souci est d'éviter également une trop grande dispersion du management sur des levées de fonds et de donner une priorité totale au business de la société. C'est pourquoi nous pouvons être leader sur plusieurs tours de table successifs.

Une assistance au management

Nous sommes proches du management et des fondateurs en bâtissant un partenariat très fort en étant, au-delà du plan financier, l'aiguillon du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et en faisant des recommandations aux managers. Il arrive en effet que certains dirigeants soient très bons dans la première phase mais pas dans la deuxième, ou très bons en stratégie mais pas en organisation, ou encore très bons dans les phases de croissance mais pas dans celles de ralentissement économique. Nous essayons aussi de leur ouvrir des portes dans des grands comptes et d'aider à des partenariats.

Cet accompagnement étroit nous permet notamment de leur offrir une crédibilité financière qui n'est pas négligeable. Au cours des dernières années, de nombreux fonds, américains pour la plupart, qui avaient des filiales en France, ont arrêté leur activité d'investissement, laissant seules les sociétés qu'ils accompagnaient. Il nous semble qu'il faut être capable d'assurer et d'assumer une continuité dans l'investissement, et que cela est un élément clé de succès pour la suite.

La notion de confiance réciproque est majeure dans la relation que nous mettons en place avec le management et les fondateurs. Cette relation de partenariat doit être suffisamment forte dès l'investissement initial pour, dans l'avenir, négocier au mieux les hauts et les bas de la vie de l'entreprise, qui plus est lorsqu'elle est jeune et encore fragile.

Sauvegarder l'implication des dirigeants

Cette relation de partenariat et de confiance réciproque que nous entretenons avec le management et les fondateurs se traduit aussi par une volonté d'investir en laissant une part significative du capital aux dirigeants. Aujourd'hui, compte tenu entre autres de la conjoncture, des valorisations actuelles et des opérations trop importantes en termes de montant levé qui ont pu être observées ces dernières années, la participation de certains fondateurs et dirigeants se retrouve réduite à quelques pour cent alors même que la société ne génère pas encore un chiffre d'affaires significatif ou n'a pas encore assuré sa pérennité (équilibre opérationnel ou équilibre des cash-flows). La question de la motivation personnelle des managers est très importante et reste un point essentiel dans le choix de nos opportunités d'investissements.

Une stratégie qui privilégie l'amont et l'aval

Par choix, nous investissons sur toute la chaîne du capital investissement mais en privilégiant actuellement les parties capital développement (aval) et capital d'amorçage ou de post-amorçage (amont). En particulier, de manière à pouvoir investir efficacement en amont, nous avons développé des relations privilégiées avec les fonds d'amorçage. AXA Private Equity est le partenaire de CDC-PME et est le premier financeur privé de l'amorçage en France. AXA PE est notamment actionnaire de la société de gestion I-Source (quatre FCPR sous gestion représentant quatre-vingt millions d'euros au total), de BIOAM (un FCPR de quarante-cinq millions d'euros) et de Sophia Euro-Lab. AXA PE est aussi membre du conseil d'administration de CapInTech⁵. CapInTech est une association pour la création, l'amorçage, la promotion de sociétés innovantes et technologiques. L'objectif de l'association est d'être le lieu de rencontre de tous les responsables impliqués dans la création de sociétés innovantes afin de discuter, confronter leurs expériences, progresser et proposer toute mesure susceptible d'abaisser les barrières qui se dressent devant les jeunes entreprises innovantes.

⁵ www.capintech.com

DÉBAT

Un intervenant : *Vous distinguez très précisément différentes phases dans ce qui peut apparaître pour un néophyte comme un seul créneau, celui du financement de l'innovation. Y a-t-il vraiment des compétences très spécifiques au point d'avoir des sociétés d'investissement uniquement sur l'une des phases ?*

Pierre Boulic : Il y a effectivement des gens qui sont spécialisés dans l'amorçage, le capital-risque ou le développement. Certains sont présents sur plusieurs créneaux, selon leur stratégie d'investissement propre. Mais le découpage existe car c'est ainsi que raisonnent les actionnaires internationaux, et notamment les puissants fonds de pension américains qui sont susceptibles d'investir dans les fonds de Private Equity. Ils exigent de savoir dans quelle phase de développement des sociétés l'argent qu'ils confient aux gestionnaires va être placé. En termes de compétences, chaque phase exige effectivement des compétences différentes sur le plan technologique, sur le plan financier mais aussi sur le plan relationnel. Les critères d'investissement peuvent être très différents suivant les stades de maturité des entreprises.

Que deviennent les fondateurs ?

Int. : *La cession de Digiplug a été une très bonne affaire pour vous. Mais qu'en est-il des fondateurs ?*

P. B. : La cession (trente millions d'euros pour 100 % du capital) a été une très belle opération à la fois pour les financiers mais aussi pour les fondateurs et managers. Le fondateur de Digiplug est aujourd'hui président de la filiale européenne de l'acquéreur (Faith Inc.). Post-cession, le repreneur impose généralement que les managers restent dans la société un certain temps. De leur point de vue, ils ont engrangé une somme d'argent importante, ce qui leur ouvre des perspectives d'autant qu'ils sont pour la plupart encore très jeunes. Leur vie ne s'arrêtera pas là. Mais cette société est leur première aventure et ils ont eu envie pendant un temps d'y rester. C'était donc une condition facile à gérer. Quoi qu'il en soit les opérations sont quasiment toujours menées en confiance très forte avec les dirigeants : lors de la vente, on ne peut pas faire grand-chose s'ils ne sont pas d'accord.

Un achat de technologie et de relations

Int. : *Je m'interroge sur le gain recherché par l'acheteur japonais. On pense instinctivement qu'il a acheté de la technologie, mais je crois que le plus important ce sont les relations stratégiques qu'il aurait mis plusieurs années à tisser.*

P. B. : Il a acheté trois choses :

- une compétence technologique, liée au fait que le système de télécommunications mobile européen est différent du système japonais ;
- le partenariat que Digiplug avait réussi à monter avec une société asiatique ROHM, contre Faith Inc. ;
- la partie commerciale en Europe et l'ensemble du tissu relationnel avec les opérateurs (Orange, Vodafone...) et les équipements mobiles (Alcatel, Sony-Ericsson, Sagem, Siemens, Samsung, Nec.

Un dispositif de ressources financières qui s'améliore

Int. : *Un précédent orateur de ce séminaire nous a expliqué que les ressources données aux entreprises innovantes étaient en France dix fois inférieures à ce qu'elles sont aux États-Unis. Chez nous, l'habitude était d'investir de toutes petites sommes, de l'ordre de quatre mille euros par-ci par-là, plus quelques facilités administratives. C'était peu raisonnable, et cela reflétait une méfiance fondamentale vis-à-vis des petites sociétés innovantes. Ce que vous nous avez raconté semble montrer un changement d'attitude.*

P. B. : Le système américain est en effet particulièrement bien disposé, notamment en faveur de la R&D. Il possède des mécanismes de leviers permettant d'associer des fonds privés avec des fonds publics pour aider les premiers contrats. Cela n'existe pas encore en France. Mais même si on n'a pas encore atteint ce niveau, j'estime que de gros progrès ont été effectués depuis trois ou quatre ans. Il existe maintenant une véritable chaîne de financement : incubateurs et fonds d'amorçage, puis fonds de capital-risque, puis fonds de capital développement, puis mécanismes de sorties par intégration dans le nouveau marché (même si l'essentiel des sorties se fait par une vente à une entreprise industrielle du même secteur). Il existe cependant des faiblesses à corriger tout le long de la chaîne et notamment très en amont au niveau des incubateurs et de la sélection initiale de la qualité des projets.

Int. : *Une loi récente sur l'initiative économique encourage la création de fonds commun de placement à risque territoriaux (FCPRT). Qu'en pensez-vous ?*

P. B. : Il s'agit de promouvoir des projets de proximité. Au sein d'AXA Private Equity, nous réfléchissons sur les moyens de nous y engager. Nous n'avons pas encore sélectionné de territoires prioritaires pour nous, mais il y a bien sûr a priori des régions plus intéressantes que d'autres. Si on regarde le nombre de projets qui ont été aidés par l'ANVAR, l'Île-de-France, les pôles de Grenoble ou de Sophia Antipolis font à l'évidence partie des territoires les plus innovants.

Comment choisir ?

Int. : *Parmi l'énorme masse de dossiers que vous recevez, comment choisissez-vous les sociétés que vous allez financer ?*

P. B. : En 2002, nous avons étudié plus de huit cents sociétés. Il y a tout d'abord un premier tri lors d'une lecture relativement rapide qui permet d'exclure certains dossiers ; les raisons sont diverses : parce que le projet ne correspond pas à notre stratégie d'investissement, parce que nous estimons que le marché n'est pas là, ou parce que les dirigeants n'emportent pas notre conviction. Nous rencontrons ensuite les managers des dossiers qui ont retenu notre attention ; il est alors indispensable qu'il s'établisse un sentiment de confiance réciproque entre managers et financiers. Puis commence une période de discussion en vue d'aboutir à une même perception du marché, du développement de la société, des partenariats que l'on peut mettre en place. Si cela se fait, nous nous engageons. L'étude d'un dossier d'investissement prend actuellement entre trois et six mois.

Int. : *Comment valorisez-vous une société ? Utilisez-vous le critère du cash-flow actualisé ?*

P. B. : Non. En toute sincérité, la valorisation finale d'un investissement résulte souvent de règles qui ne sont pas du tout mathématiques. Elle dépend de l'envie que l'on a de faire le

dossier et est issue d'une négociation. Comptablement, nous utilisons les règles classiques de l'European Venture Capital Association (EVCA).

Un fin suivi des investissements

Int. : *Comment suivez-vous les sociétés dans lesquelles vous avez investi ? J'ai pu vérifier qu'en Californie, les venture capitalists (VC) suivent souvent chaque investissement en passant souvent une demi-journée par semaine avec les managers.*

P. B. : En moyenne, nous les rencontrons cinq ou six fois par an. Mais c'est très fluctuant. Quand il y a un choix stratégique par exemple, on peut se voir plusieurs fois par semaine. Le rythme dépend de beaucoup de paramètres comme le stade de maturité de l'entreprise, la nature de nos relations, le fait que nous soyons le seul investisseur ou pas. Sur les cinq sociétés que je suis en direct pour le moment, il y en a deux en capital développement que je rencontre cinq fois par an et ça va très bien. Mais il y en a deux très jeunes que je rencontre plusieurs fois par mois. Avec l'une d'entre elles, je travaille pour le moment sur une opération spécifique avec les managers et une réunion a lieu presque tous les deux jours.

Int. : *Compte tenu de la diversité des sujets auxquels est confrontée une nouvelle société et de celle des domaines dans lequel vous investissez, comment faites-vous pour posséder dans votre équipe toutes les compétences pour la suivre et l'aider correctement ?*

P. B. : Dans notre équipe, certains ont travaillé dans l'industrie et ont des relations avec de nombreux grands comptes, d'autres sont d'anciens entrepreneurs, et d'autres sont d'origine financière. Nous avons aussi formé un comité composé d'une dizaine d'anciens entrepreneurs ou financiers, qui agit comme conseil à notre égard mais aussi auprès des entrepreneurs dirigeants les sociétés dans lesquelles nous investissons. Les équipes de *venture* sont toujours petites (nous sommes huit) et ne peuvent posséder des compétences parfaites sur tout, mais nous avons réussi un cocktail satisfaisant pour nos besoins.

Un risque juridique : la gestion de fait

Int. : *Compte tenu du flou de la législation française, beaucoup d'investisseurs qui donnent des conseils suivis craignent d'être requalifiés comme étant des gestionnaires de fait en cas de problème, et d'être à ce titre appelés en comblement de passif si besoin est. Qu'en pensez-vous ? Prenez-vous des précautions particulières ?*

P. B. : Nous prenons des précautions : nous essayons d'échanger le moins possible par e-mail, de privilégier le téléphone et de ne pas nous faire enregistrer. Néanmoins j'estime que le danger n'est pas très grand sur la plupart des sociétés en portefeuille. Par ailleurs nous n'avons pas le sentiment de donner des conseils qu'on pourrait nous reprocher par la suite.

Int. : *Mais, dans votre domaine par nature très risqué, une société peut échouer même avec des conseils très pertinents, et des créanciers lésés peuvent essayer de profiter de la présence d'un actionnaire solvable...*

La création d'entreprises en France

Int. : *Partagez-vous l'idée qu'en France, il n'y a pas du tout assez de création d'entreprises au regard de la problématique du chômage ?*

Int. : Notre cabinet avait fait une étude pour la DARES (direction à l'animation de la recherche, des études et des statistiques) qui montrait que le rapport avec les États-Unis était d'un à trois ou quatre seulement, ce qui veut dire que l'on crée beaucoup d'entreprises en France. Malheureusement, 80 % de ces entreprises n'emploient qu'une ou deux personnes.

Int. : *Votre fonds investit essentiellement dans la technologie, mais on peut se demander si la technologie est la voie la plus prometteuse pour résoudre les problèmes de chômage.*

P. B. : Comme je l'ai précisé, je suis, dans mon secteur, assez optimiste pour l'avenir : la France dispose de nombreux atouts pour créer des sociétés pérennes de technologie. Mais la technologie est-elle la seule chose dont nous ayons besoin ? Il y a assurément de la place pour des sociétés de service, mais aussi d'autres types de société qui ne rentrent pas forcément dans les critères des fonds d'investissement de capital-risque, par exemple des affaires catégorielles avec un potentiel à croissance limitée mais qui auraient leur sens dans le cadre de la création d'emploi. La problématique du chômage dépasse mon champ d'action !

Présentation de l'orateur :

Pierre Boulic : centralien, a rejoint AXA Private Equity début 2001 après une première expérience à Crédit Lyonnais Asset Management (lancement du premier fonds commun de placement dans l'innovation – FCPI – levé par le réseau Crédit Lyonnais) ; spécialisé depuis 1999 dans les technologies de l'information, il participe à la création et à la gestion des 2^e et 3^e FCPI gérés par AXA Private Equity en tant que directeur de participations.

Diffusion septembre 2003