

**Séminaire
Ressources Technologiques
et Innovation**

organisé grâce au support de :

Air Liquide
ANRT
CEA
IdVector
SAP France

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
IBM
IDRH
Lafarge
PSA Peugeot Citroën
Reims management School
Renault
Royal Canin
Saint-Gobain
Schneider Electric Industrie
SNCF
THALES
Total
Unilog
Véolia Environnement

¹ pour le séminaire
Vie des Affaires

² pour le séminaire
Entrepreneurs, Villes et Territoires

(liste au 1^{er} janvier 2004)

**LE CAPITAL-AMORÇAGE,
CHAÎNON MANQUANT DU FINANCEMENT
DES ENTREPRISES ?**

par

Pierre BOUCHARA
Directeur d'investissement à CDC PME

Séance du 24 septembre 2003
Compte rendu rédigé par Élisabeth Bourguinat

En bref

Depuis 1998, CDC PME s'attache, d'une part, à développer le marché du financement en fonds propres des PME technologiques à potentiel, qui souffre de la rareté, en France, des *business angels*, et à attirer sur ce marché les investisseurs privés ; d'autre part, à développer les liens entre le monde de la recherche publique et le monde de la finance, conformément aux objectifs de la loi sur l'innovation. Après cinq ans d'existence, elle peut proposer un premier bilan de cette activité : malgré un contexte général difficile, les quinze fonds créés ont contribué au financement de cent treize PME technologiques, et réussi à impliquer de nombreux organismes publics de recherche. Mais certains participants se demandent si cette activité peut réellement être rentable ; ne s'agirait-il pas seulement d'un service public destiné à pallier le chaînon manquant du capital investissement en France ?

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 Pierre BOUCHARA

CDC PME est une filiale de la Caisse des Dépôts et Consignations qui a été créée il y a cinq ans, avec pour mission de développer le marché du financement en fonds propres des PME, en particulier sur le segment des entreprises à potentiel, technologiques ou non ; son mode d'action est principalement l'investissement dans des fonds (activité de fonds de fonds, par opposition à l'investissement direct). Elle mène ces activités avec un souci d'efficacité, de liquidité et de rentabilité, comme pour l'ensemble des missions de la Caisse des Dépôts, et parce que le meilleur moyen d'attirer des investisseurs privés sur un marché est de faire la démonstration que ce dernier est rentable.

L'investissement se fait, en fonds de fonds, dans trois sous-segments : le capital investissement régional, qui est notre activité la plus ancienne ; le capital-risque, à travers le fonds de promotion et le fonds public pour le capital-risque ; et l'amorçage, qui représente aujourd'hui une quinzaine de fonds dont six fonds thématiques actifs sur l'ensemble du territoire dans les domaines du multimédia, des logiciels, des télécoms, des sciences de la vie, de l'énergie et de l'environnement, et neuf fonds localisés dans certaines régions à fort capital technologique (Île-de-France, PACA, Rhône-Alpes...), ou près de centres d'excellence comme le Genopole d'Évry et Sophia Antipolis.

Au total, l'ensemble des fonds auxquels CDC PME a souscrit ont investi dans plus de deux mille six cents PME, dont nous observons l'évolution afin de mesurer l'impact de notre action sur la création d'entreprises, l'emploi et l'innovation. Nous avons également quelques activités d'investissement direct dans des fonds de capital-risque et sur les marchés cotés, car nous estimons qu'il ne peut pas exister de capital-risque efficace sans un marché boursier dynamique qui permette la sortie des entreprises.

Un chaînon manquant

La chaîne classique du financement et de l'accompagnement d'une PME technologique comprend l'incubateur et les subventions qu'il peut procurer à la future entreprise pendant qu'elle en est au stade de la R&D ; les *business angels*, qui apportent les premières dizaines de milliers d'euros au moment de la naissance de l'entreprise ; le capital-risque, qui intervient pour permettre son succès et son décollage ; enfin le capital développement, au stade de la maturité.

Cette chaîne fonctionne bien aux États-Unis ; en France, on constate généralement que le chaînon des *business angels* fait défaut. De son côté, le capital-risque a une tendance naturelle à se consacrer de plus en plus à des opérations de taille plus importante et donc à intervenir encore plus tard dans la vie de l'entreprise.

C'est ce diagnostic, réalisé entre 1997 et 1999, qui a conduit la Caisse des Dépôts et d'autres acteurs institutionnels à mettre en place des fonds de capital-risque appelés fonds d'amorçage, dédiés au financement de la phase de création de l'entreprise technologique.

Une définition des fonds d'amorçage

Notre définition des fonds d'amorçage ne prétend pas être universelle, car d'autres institutions peuvent retenir des critères différents ; c'est simplement celle qui reflète notre propre positionnement.

Nous appelons donc fonds d'amorçage des fonds de capital-risque dédiés à des entreprises innovantes à fort contenu technologique et jouant le rôle de premier acteur institutionnel à participer au financement de l'entreprise, que ce soit lors de la création de l'entreprise ou lors du premier tour : l'entreprise peut avoir quelques mois, si elle vient d'être créée, à deux ou trois ans, si c'est par exemple une entreprise qui faisait du service et qui vient de basculer sur un modèle produit. Les fonds d'amorçage interviennent pour des montants qui peuvent aller

de quelques centaines de milliers d'euros à plusieurs millions d'euros, selon le *business-model* de l'entreprise. Leur rôle est d'accompagner l'entreprise pendant les premières années de sa vie pour lui permettre d'obtenir ses premières références et d'atteindre son premier, deuxième ou troisième million d'euros de chiffre d'affaires, ce qui la rendra visible sur le marché et sera susceptible d'attirer des fonds de capital-risque classique.

Les fonds d'amorçage jouent également un rôle d'accompagnement de la création d'entreprise, prenant la suite des incubateurs et technopoles qui apportent cet accompagnement avant la création juridique de l'entreprise. Ils aident les fondateurs à élaborer le modèle économique de l'entreprise et à renforcer leur équipe, qui souvent a surtout une composante technologique mais manque de compétences en termes de marketing, de gestion et de management.

Une évolution vers l'aval

Le fait que les fonds de capital-risque déplacent leur intervention de plus en plus vers l'aval de la vie de l'entreprise a conduit les fonds d'amorçage à développer eux aussi le champ de leur financement vers l'aval et vers les tours ultérieurs de financement des PME, particulièrement dans les années 2001-2003, où les fonds de capital-risque ont été très peu actifs. En principe, les fonds d'amorçage conservent cependant une caractéristique fondamentale, qui est de réaliser leur premier investissement au premier tour de financement ; mais ils sont de plus en plus obligés de participer également aux tours de refinancement.

La même évolution s'observe en ce qui concerne l'accompagnement : d'après le modèle originel des fonds d'amorçage, ceux-ci devaient être présents au conseil d'administration ou de surveillance pendant les deux ou trois premières années de l'entreprise, puis passer le relais au fonds de capital-risque. En réalité, on constate que les gestionnaires de fonds d'amorçage restent présents dans les conseils d'entreprises qui ont déjà quatre ou cinq ans d'existence.

Spécificités des équipes de fonds d'amorçage

Par rapport aux équipes des fonds de capital-risque classique et de capital développement, celles des fonds d'amorçage se caractérisent par une forte composante scientifique, technique, et en développement d'affaire ; en revanche, leurs compétences juridiques et financières sont moins importantes : une jeune entreprise a surtout besoin de valider sa technologie et de définir son modèle de développement marketing pour passer de la technologie à un produit et au marché.

Par exemple, l'équipe qui gère I-Source, fonds spécialisé dans les logiciels, se compose principalement de personnes qui ont une expérience de dix à quinze ans chez des éditeurs de logiciels et qui connaissent bien le modèle de développement de ce type d'entreprise. De même, plusieurs membres de l'équipe qui gère le fonds T-Source, dédié aux télécoms, ont travaillé pendant de nombreuses années chez des opérateurs ou équipementiers des télécoms.

Une autre spécificité est le lien important qui est entretenu avec les organismes de recherche publics. Sur ce point, CDC PME poursuit un double objectif : d'une part, favoriser l'accompagnement des jeunes entreprises en création ; d'autre part, dans l'esprit de la loi sur l'innovation de 1998, lier davantage le monde de la recherche publique et le monde de l'entreprenariat.

L'implication des organismes publics de recherche va jusqu'à une participation financière aux fonds d'amorçage. Par exemple, l'INRIA a rejoint I-Source ; le CEA, le fonds Emertec, qui concerne la microélectronique ; l'INSERM, l'INRA et le CNRS ont rejoint le fonds Bioam, pour les biotechnologies ; l'INRA et le GET (Groupe des Écoles des Télécom), le fonds T-Source. Ceci ne signifie cependant pas que tous les projets issus de ces organismes de recherche sont automatiquement dirigés vers ces fonds ; inversement, le fonds n'est pas obligé de financer tous les projets qui sortent de ces organismes.

Entraîner les investisseurs privés et publics

Notre objectif est d'attirer dans ces fonds des acteurs intéressés et pertinents, à la fois du côté des investisseurs privés et du côté des organismes publics de recherche et d'enseignement. Pour les fonds régionaux, nous essayons aussi de mobiliser les collectivités locales : le conseil régional et les universités sont la plupart du temps souscripteurs via une société de participation.

Les sociétés de capital-risque qui rejoignent ces fonds y trouvent non seulement une opportunité d'investissement financier, mais aussi un accès à des flux de dossiers déjà expertisés ; elles peuvent investir dans certaines PME, aux côtés des fonds d'amorçage, soit au premier tour, soit dans les tours ultérieurs, en fonction de l'évolution des entreprises, qu'elles observent au fil des comités d'investissement consultatifs de fonds.

Parmi les souscripteurs privés, on trouve aussi des établissements financiers classiques, des assureurs, quelques industriels (par exemple Alcatel dans le fonds T-Source), quelques investisseurs étrangers, et enfin le fonds européen d'investissement, déjà présent dans deux fonds d'amorçage nationaux.

Au total, la répartition type des parts de chaque fonds est la suivante : 15 % à 30 % pour la CDC PME, de 30 % à 50 % minimum pour les investisseurs privés ; le reste venant des organismes publics de recherche, sur leurs fonds propres ou grâce à des dotations de l'État. L'ensemble de ces souscripteurs – privés ou publics – investissent aux mêmes conditions dans le fonds. La participation des investisseurs privés, souvent majoritaire, est pour nous un gage de positionnement concurrentiel et d'efficacité des fonds d'amorçage ; elle doit amener ces fonds à atteindre les standards du marché et leur permettre d'intéresser, au fil du temps, de plus en plus de souscripteurs venant du secteur privé.

L'effet de levier que nous visons se produit parfois très tôt : pour environ deux tiers des PME que nous avons financées, les fonds d'amorçage étaient accompagnés, dès le premier tour, par des investisseurs professionnels, qu'il s'agisse de fonds de capital-risque, de fonds de *corporate-venture* adossés à des groupes industriels, ou encore des fonds mis en place par des *business angels*. Pour chaque euro apporté par un fonds d'amorçage, en moyenne 3,50 euros sont apportés par d'autres investisseurs, si l'on prend en compte l'ensemble des tours.

Un exemple concret : I-Source

I-Source est le plus ancien des fonds d'amorçage mis en place avec CDC PME ; il a été créé en 1998 avec un montant de quinze millions d'euros et a réellement démarré en 1999. Ses premiers souscripteurs étaient INRIA-Transfert, CDC PME et Axa Private Equity.

Ce premier fonds était dédié aux technologies de l'information en général ; depuis, nous avons créé des fonds plus spécialisés. Les vingt et un investissements réalisés concernent des éditeurs de logiciels, des services télécoms, ou encore des briques technologiques. On y trouve par exemple Polyspace, qui réalise la validation de logiciels de temps réel embarqués ; Calendra, qui gère des annuaires au format LDAP ; ou encore K-Mobile, qui offre des services pour téléphones mobiles, notamment le téléchargement de sonneries et de logos. Certaines de ces entreprises, qui ont été créées il y a trois ou quatre ans, réalisent déjà des chiffres d'affaires de plusieurs millions d'euros et ont attiré de nouveaux capitaux-risqueurs.

Le bilan en 2002

Pour finir, je vais vous présenter rapidement le bilan qui vient d'être réalisé sur nos fonds d'amorçage à fin 2002.

Volume

En termes de capitaux, l'ensemble représente environ deux cents millions d'euros ; à titre de

comparaison, c'est à peu près ce que gère un gros opérateur de capital-risque. Les trois piliers de l'actionnariat de ces fonds sont les sociétés de capital investissement (cinquante millions d'euros), CDC PME (quarante-neuf millions d'euros) et les organismes publics de recherche (trente-deux millions d'euros). L'investissement de ces fonds dans des PME s'est fait progressivement, selon une montée en puissance qui a culminé l'an dernier avec vingt et un millions d'euros investis dans un peu plus de soixante-quinze PME. Les fonds nationaux et les fonds régionaux effectuent à peu près le même nombre annuel d'opérations (près d'une quarantaine), mais les montants investis par les fonds régionaux sont moins importants et concernent des entreprises de moindre taille, à potentiel de croissance moins élevé.

Nouveaux financements et refinancements

Ces soixante-quinze opérations correspondaient pour 72 % à de nouveaux investissements et pour 28 % à des refinancements. C'est une proportion inverse à celle du marché, pour lequel la tendance est de deux tiers de refinancements et un tiers seulement de nouveaux investissements. Ceci s'explique par le fait que nos fonds sont encore jeunes et se trouvent donc encore en période d'investissement, mais aussi par le fait qu'ils ont une politique active d'investissement, y compris pour les plus anciens.

Flux d'affaires

Le processus de sélection des fonds d'amorçage n'a rien de spécifique par rapport à celui du capital-risque. Ils reçoivent au total environ deux mille deux cents dossiers par an, concernant soit des entreprises qui existent déjà grâce à un *business angel* ou à un peu d'argent familial, soit des projets d'entreprises non encore créées. Ils écartent toutes celles qui n'ont pas de contenu technologique ou qui n'ont pas de vrai potentiel de croissance, notamment les sociétés de service, et ne justifient donc pas le financement par le capital-risque. Ils écartent également les dossiers déjà financés par d'autres capitaux-risqueurs et aussi, de façon plus pragmatique, les dossiers qui entrent en concurrence avec des PME déjà présentes dans leur portefeuille.

Les dossiers restants sont présentés à un comité d'investissement consultatif qui réunit les souscripteurs mais aussi des experts extérieurs, et permet d'affiner cette sélection. Finalement, 2 % des dossiers font l'objet d'un financement, ce qui est un taux à peine moins sélectif que celui des fonds de capital-risque.

Sciences de la vie et NTIC¹

Les fonds d'amorçage du portefeuille de CDC PME comptent actuellement cent treize entreprises. Un tiers d'entre elles relèvent des sciences de la vie ; le reste concerne les technologies de l'information et de la communication, ce qui correspond à peu près aux proportions que l'on trouve dans le capital-risque.

Origine des dossiers

Les deux tiers des entreprises financées viennent de la recherche publique ou sont nées d'un partenariat avec celle-ci : leurs fondateurs sont issus de centres de recherches d'organismes publics ou de grands groupes industriels, ou encore ont été incités à profiter de briques technologiques grâce à un partenariat avec des laboratoires de recherche. Environ un projet sur deux a été porté auparavant par des structures d'incubation publiques, qu'il s'agisse des technopoles financées par les collectivités locales ou des incubateurs associés à des groupes d'universités ou à des organismes de recherche. Ce lien s'observe plus particulièrement en ce qui concerne les fonds régionaux, qui sont naturellement plus proches des acteurs locaux.

¹ Nouvelles technologies de l'information et de la communication.

Sorties des fonds

Il n'y a eu encore qu'une sortie constatée, celle d'une entreprise de logiciels, ce qui semble normal pour des fonds dont le plus ancien a quatre ans, et qui ont pour caractéristique d'intervenir systématiquement au tout premier tour, soit un à trois ans avant le premier million d'euro de chiffre d'affaires. De plus, la conjoncture actuelle n'est pas très bonne, à la fois du côté du marché boursier, qui constitue normalement une perspective de sortie importante, et du côté des acquisitions par les grands groupes, qui ne redémarrent pas non plus. À cet égard, les fonds de capital-risque ne sont pas mieux lotis que les fonds d'amorçage.

Sinistralité

Trois dépôts de bilan se sont produits en 2002. On considère généralement que sur vingt entreprises financées, il y en aura probablement une dizaine qui échoueront, une ou deux qui auront une très forte croissance, et cinq ou six qui auront une croissance correcte, avec un potentiel de sortie de fonds de facteur deux ou trois. Pour l'instant, nos résultats sont conformes à ce modèle... en tout cas pour les défaillances.

Gestionnaires des fonds

Au total, les dix-sept fonds créés emploient trente-quatre gestionnaires, dont vingt-quatre investisseurs et dix administratifs. Les montants gérés par chaque investisseur sont encore relativement faibles : de l'ordre d'un million d'euros. La gestion d'un fonds d'amorçage est plus prenante que celle d'un fonds de capital-risque : quand on investit un million dans une entreprise naissante, le travail est au moins aussi lourd que quand on investit cinq millions dans une entreprise déjà plus mature. Les frais de gestion sont de 3,3 % au lieu de 2,5 % dans les fonds classiques, pour que la rémunération de l'équipe, basée sur la taille du fonds, reste à un niveau suffisant. Nous souhaitons maintenir la taille des équipes et augmenter leur capacité d'investissement, de façon à rendre ces fonds plus attractifs pour les investisseurs.

Espérance de TRI

À l'heure actuelle, l'espérance de taux de rendement interne (TRI) des fonds est négative (- 16,9 %). Cela s'explique par le fait que ces fonds sont jeunes, et que l'on commence par enregistrer les défaillances (traduites par des provisions, voire des dépôts de bilan) et ensuite seulement les succès, au moment de la sortie en Bourse ou du rachat par un groupe ; or les frais de gestion, prélevés annuellement sur la taille globale du fonds, pèsent lourdement : au bout de trois ans, 1 % du fonds a été prélevé pour les frais de constitution, et environ 9 %, soit en moyenne 3 % par an, pour les frais de gestion ; le fonds est ainsi ponctionné de - 10 % avant même d'avoir réalisé le moindre investissement. Cette évolution est normale et correspond à la "courbe en J" caractéristique du capital investissement : la performance latente du fonds commence par descendre fortement durant les trois ou quatre premières années, avant de remonter pour atteindre, si tout va bien, les 10 % ou 20 % annualisés espérés par les investisseurs.

Sans le poids des frais fixes, nous avons calculé que le TRI serait de l'ordre de 5 %, ce qui est légèrement supérieur au taux moyen obtenu par les FCPI (Fonds communs de placement dans l'innovation) qui ont été créés à la même époque, soit en 1999 et 2000.

Conclusion

Les dix-sept fonds d'amorçage de CDC PME remplissent leur double mission de soutien à la création d'entreprise et de valorisation de la recherche publique. Malgré un contexte général difficile, leur activité d'investissement est en forte croissance et ils ont un effet de levier significatif sur les investisseurs en capital-risque.

DÉBAT

Les sinistres

Un intervenant : *Qu'appellez-vous au juste un sinistre ? Vous êtes acteur financier, et vous pouvez donc toujours refinancer les entreprises !*

Pierre Bouchara : Pour pouvoir établir des statistiques de sinistralité, nous avons retenu comme critère le dépôt de bilan. Quand l'entreprise va mal, qu'elle ne respecte pas son plan de développement ou encore que son niveau de trésorerie baisse dangereusement, le fonds d'amorçage doit arbitrer : faut-il réinjecter de l'argent ou non ? La CDC (Caisse des Dépôts et Consignations) est un acteur public, mais elle n'a pas à encourager les fonds à investir dans des projets qui n'aboutiront pas, d'autant qu'une partie de l'argent est apporté par des partenaires privés. Il peut arriver que l'on se soit trompé de marché, ou que le marché s'avère trop lointain, ou qu'il y ait eu des erreurs de gestion. Parfois aussi, et c'est plus triste, le financement s'arrête tout simplement parce qu'il n'y a plus de ressources, quand par exemple les fonds ont trop investi au démarrage et ne peuvent plus suivre, sauf à trouver de nouveaux investisseurs, alors même que l'entreprise a des potentialités intéressantes.

Trouver des managers

Int. : *Les jeunes ingénieurs qui créent une entreprise en sortant du CNRS ne sont pas forcément de bons managers ; leur apportez-vous un accompagnement sur ce plan aussi ?*

P. B. : La décision d'investissement dépend de deux critères fondamentaux : que la propriété intellectuelle soit validée et qu'il y ait un bon manager. Parfois, il s'en trouve un parmi les fondateurs ; le plus souvent, le fonds d'amorçage doit en chercher à l'extérieur. Au fil des années, ce sont souvent plusieurs managers qui se succèdent.

Par exemple, dans une des entreprises d'édition de logiciels que nous avons financées, c'est l'un des fondateurs qui a dirigé son équipe le temps du développement du produit ; puis le fonds d'amorçage a souhaité que soit recruté un premier manager pour mener à bien le packaging, identifier les premiers marchés, signer les premiers contrats de quelques centaines de milliers d'euros ; puis un second avec un profil beaucoup plus commercial pour développer l'entreprise. Il est possible que dans quatre ou cinq ans un troisième manager doive être recruté, qui aura un profil plutôt de gestionnaire et de financier. Un des rôles du fonds d'amorçage est d'identifier à chaque fois la bonne personne ; les sociétés gestionnaires peuvent ensuite apporter une série d'outils de contrôle de gestion. Enfin, les fonds sont systématiquement présents dans les conseils d'administration ou les conseils de surveillance, ce qui est naturel dans la mesure où ils investissent à hauteur de 15 % à 30 % du capital de l'entreprise.

Un impact significatif ?

Int. : *Que représente l'activité de CDC PME par rapport au marché de l'amorçage en France ?*

P. B. : Il est difficile de vous répondre, car tout le monde ne partage pas notre définition de l'amorçage ; par exemple, tout le monde n'a pas la même définition du premier investissement ; certains se fondent plutôt sur l'âge de l'entreprise ou sur le montant moyen des investissements. De façon très approximative, je pense que le marché de l'amorçage en France représente le double du volume de nos opérations. Cela dit, notre objectif n'est pas de prendre une part de marché, mais bien au contraire d'entraîner les acteurs du marché vers l'amorçage : en un sens, plus notre part sera faible, plus nous nous en féliciterons !

Une ineptie économique ?

Int. : *Lors de la présentation de Sofinnova, dans une séance précédente de ce séminaire, il y*

avait eu un débat sur le blabla des politiques publiques, activité très nécessaire parce qu'il contribue à transformer les mentalités. Je crois que vous venez de nous en donner un magnifique exemple.

La notion de fonds d'amorçage est, me semble-t-il, une ineptie économique, et ce n'est d'ailleurs pas un hasard si on n'en trouve pas aux États-Unis : si c'était rentable, cela se saurait ! Dans le capital investissement, la rentabilité se construit en trois étapes. La première intervient au moment de la décision d'investissement, qui doit se faire avec le taux de valorisation le plus bas possible. La seconde, dans le refinancement des sociétés qui ont survécu aux deux ou trois premières années ; or les fonds d'amorçage n'ont pas les moyens de répondre à la compétition dans la négociation qui s'organise alors entre les différents financeurs. La troisième, dans l'investissement sur les meilleures sociétés, celles qui ne se démarquent qu'au moment des tours ultérieurs, où les fonds d'amorçage ne sont plus présents puisqu'ils se focalisent sur les premières années. Pour moi, la seule interprétation réaliste des fonds d'amorçage est que ce sont des fonds de capital-risque en devenir. D'ailleurs, vous en convenez vous-même, puisque vous nous avez expliqué – et c'est la première fois que j'entends CDC PME tenir un tel langage – que comme le capital-risque investit de moins en moins en amont, les fonds d'amorçage sont désormais obligés de se décaler eux aussi vers l'aval.

Il est cependant très important et très précieux que la CDC fasse de la publicité autour des fonds d'amorçage. Je note d'ailleurs que ce terme d' "amorçage" a été très judicieusement choisi : autant celui de "capital-risque" aurait hérissé certains organismes publics de recherche, autant celui d' "amorçage" était capable de les amadouer.

P. B. : C'est vrai que notre discours a évolué, parce que notre diagnostic a également évolué. Il y a quelques années, nous écrivions « *Le fonds d'amorçage accompagne l'entreprise jusqu'au relais par le capital-risque* », et aujourd'hui, « *Le fonds d'amorçage accompagne en aval le refinancement de l'entreprise* ». Nos premiers fonds d'amorçage étaient de quinze millions d'euros ; ceux que nous créons aujourd'hui comptent quarante millions d'euros.

Int. : *Le premier fonds de Sofinnova² était de quarante millions d'euros également, et je fais le pari que le prochain fonds de Bioam fera quatre-vingts millions, car ce sera indispensable pour que vous puissiez résister à la compétition.*

Int. : *Comme disent les investisseurs de capital-risque, « Last cash is best cash » (L'argent dépensé le plus tard est le meilleur) : ce n'est vraiment pas très intéressant d'investir en amorçage.*

P. B. : J'admets l'analyse selon laquelle les fonds d'amorçage sont des fonds de capital-risque en devenir : nous souhaitons en faire des acteurs crédibles et donc faire évoluer leur taille. Mais nous voulons cependant conserver cette spécificité qui consiste à intervenir dès le premier tour d'investissement.

France et États-Unis

Int. : *Si les fonds d'amorçage n'existent pas aux États-Unis, c'est parce qu'on y trouve du venture capital, c'est-à-dire des banquiers qui sont prêts à se lancer dans l'aventure, alors qu'en France on ne trouve que du capital-risque qui, contrairement à ce que son nom indique, n'investit que quand il est à peu près sûr que l'entreprise va décoller ! L'amorçage est un service public, voilà tout ; et heureusement qu'on en est venu à cette "ineptie économique", sans quoi il n'existerait toujours rien pour aider les entreprises technologiques à démarrer.*

P. B. : S'il existait davantage de *business angels* en France, nous n'aurions sans doute pas eu besoin de créer des fonds d'amorçage. Mais les *business angels* américains sont généralement des personnes qui ont créé des start-ups il y a vingt ans, les ont vendues, et ont ainsi gagné

² Denis Lucquin, *Sofinnova, un pionnier du seed capital*, séminaire Ressources Technologiques et Innovation, Ref : RT230403.

beaucoup d'argent, qu'elles doivent maintenant investir ; ce type de profil n'existe guère en France.

Cet historique différent a une autre répercussion : les grands investisseurs américains, qu'il s'agisse des fonds de pension, des assureurs ou des banquiers, savent que sur le marché du capital investissement, il y a des hauts et des bas ; en période néfaste, ils réduisent leur investissement, mais se préparent à recommencer dès que cela va redémarrer. En France, beaucoup d'investisseurs institutionnels se sont lancés pour la première fois sur ces marchés au moment de la bulle internet, et ont souvent vécu des expériences pénibles. Aujourd'hui, il n'est pas facile de les convaincre qu'il ne s'agissait que d'un épisode et qu'il faut revenir sur ce marché. C'est d'autant plus difficile qu'il n'existe pas chez nous beaucoup de supports d'investissement à long terme comme les fonds de pension, à part peut-être l'assurance vie. Une autre différence est qu'aux États-Unis, à côté des subventions aux entreprises, qui sont beaucoup plus massives qu'on ne le dit généralement, l'aide aux entreprises passe par des commandes publiques, qui ont le double avantage d'alimenter leur carnet de commande et de leur fournir des références qu'elles peuvent faire valoir ; ce procédé est totalement inexistant en France pour les PME.

Susciter des *business angels*

Int. : *Que pensez-vous de la mesure que vient de proposer le ministère de la Recherche pour favoriser l'apparition de business angels ?*

P. B. : Cette mesure devrait permettre de créer de petites sociétés de capital-risque, avec la même transparence fiscale que celle des sociétés plus importantes, et l'obligation d'investir dans trois PME au minimum, ce qui me semble très positif. En revanche, je ne suis pas certain qu'elle concernera beaucoup d'investisseurs, car pour devenir *business angel*, il faut avoir des moyens financiers, mais il faut aussi avoir été entrepreneur soi-même, avoir réussi et avoir revendu son affaire ; cette population est assez rare en France, du moins dans le secteur des technologies. En revanche, cette mesure aura sans doute un impact plus significatif pour la création d'entreprises industrielles ou de services, innovantes mais pas forcément technologiques, car de ce côté, le terreau d'entrepreneurs qui ont réussi est beaucoup plus important.

Int. : *Je ne suis pas sûr que cette mesure soit suffisante : en France, un business angel qui a revendu sa société cent millions d'euros tombe sous le coup de l'ISF (impôt sur la fortune) !*

Int. : *Si cette mesure passe, le problème de l'ISF sera réglé, puisque les business angels ne seront pas imposés sur les plus-values réalisées par leurs entreprises.*

P. B. : Même avec une fiscalité plus attractive, on ne fera pas apparaître des *business angels* ex nihilo. Pour moi, le meilleur moyen d'en susciter est de faire aboutir des *success-stories* d'entreprises technologiques : si ne serait-ce qu'un dixième des dirigeants d'entreprise que nous soutenons réussissent, ils constitueront les *business angels* français de demain.

La CDC, un long fleuve tranquille

Int. : *Il y a dans votre exposé un côté "long fleuve tranquille" qui m'étonne : je m'attendais à entendre le récit des grands espoirs et des grands désespoirs provoqués par la bulle internet, et vous nous avez présenté un exposé de finance classique. Comment est-ce possible ?*

P. B. : Il y a quelques années, nous avons pris acte du retrait de certains acteurs financiers du capital investissement, et notamment au démarrage des entreprises, ce qui nous a conduits à développer le capital d'amorçage. Mais c'est une activité qui, nous l'espérons, n'a pas vocation à durer éternellement : notre objectif est d'avoir un effet d'entraînement sur le financement des entreprises, tout particulièrement en attendant que la bulle ait fini d'éclater. La vocation de la CDC est d'être contre-cyclique : quand tout va bien, nous sommes peu présents ; nous intervenons surtout quand nous constatons des problèmes ou des lacunes dans la structuration du marché. Par ailleurs, notre activité n'est pas de celles dans lesquelles il faut

réagir au quart de tour : les acteurs en place le sont pour quinze ans, et les sociétés de gestion les plus anciennes existent depuis vingt ans déjà ; il s'agit d'un marché qui crée sa crédibilité sur le long terme, et non sur des modes passagères.

Le regard du grand-père

Int. : *J'ai dirigé l'an dernier un mémoire d'ingénieurs élèves du Corps des Mines dont le titre était L'heureuse alliance des héritiers et des managers, et qui montrait l'importance des familles comme les Lagardère ou les Bouygues, qui ont une extraordinaire capacité à prendre des risques parce qu'elles allient la sagesse du long terme avec les moyens financiers qui permettent de prendre ces risques. Or la chaîne financière que vous nous avez présentée se caractérise par l'anonymat, surtout lorsque les business angels en sont absents : que l'on soit du côté des fonctionnaires comme vous, ou du côté du marché, il n'y a que du calcul, et rien d'humain. Il y manque quelque chose de l'ordre du regard que le grand-père jette sur son petit-fils : pour lui, l'avenir, ce n'est pas une abstraction, c'est cet enfant.*

Int. : *C'est vrai qu'autrefois, on créait une société pour la léguer à ses enfants, et aujourd'hui, selon la doctrine des financiers, on la crée pour la revendre ou pour la faire entrer en Bourse ! Mais pourquoi ne réussirait-elle pas par elle-même, cette entreprise ? Pourquoi ne dégagerait-elle pas des plus-values et des revenus pour rémunérer ses actionnaires ?*

Int. : *Bernard Maître³, dans une séance antérieure de ce séminaire, avait évoqué un nouveau concept d'entreprises qu'il appelait les B2BB – "born to be bought" (nées pour être achetées).*

P. B. : Il faut quand même être pragmatique : s'il n'existe pas suffisamment de *business angels* à l'heure actuelle, c'est tout simplement parce que ce n'est pas financièrement attractif ; on ne résoudra aucun problème sans s'attaquer aux mécanismes financiers. Quant à l'humain, il n'est pas aussi absent qu'on pourrait le croire de ce type de chaîne de financement. Lorsqu'un fonds investit dans une PME, il fait avant tout confiance à un fondateur ou à une équipe de fondateurs : c'est indispensable, car s'il n'existe pas un noyau dur efficace, entrepreneurial et optimiste, l'investissement n'aboutira à rien. Quant aux acteurs de l'amorçage et du capital-risque, ce ne sont pas, comme dans les réseaux bancaires, des équipes de cent personnes qui ne rencontrent l'entrepreneur que tous les trois mois ; ce sont des équipes de trois à dix personnes, qui voient l'entrepreneur au moins une fois par semaine, qui lui téléphonent, qui sont en contact permanent avec lui. Et quand nous créons une équipe de gestionnaires, nous veillons à ce que ce soient des personnes complémentaires, qui s'entendent bien, car elles vont vivre ensemble pendant toute la durée de vie du fonds, c'est-à-dire dix ans ; et si leur première expérience réussit, elles vont probablement ouvrir un deuxième, voire un troisième fonds. Nous travaillons donc sur le long terme, et les relations sont des relations de confiance, dans lesquelles l'humain joue pleinement son rôle.

Présentation de l'orateur :

Pierre Bouchara : directeur d'investissement à CDC PME, filiale de la Caisse des Dépôts ; en charge des investissements dans les fonds spécialisés sur les secteurs des TIC (Technologies de l'information et de la communication), et des partenariats européens.
pierre.bouchara@caissedesdepots.fr

Diffusion janvier 2004

³ Bernard Maître, *Nouvelle économie : le point de vue d'un capital-risqueur*, Les Annales de l'École de Paris du management, Vol. VII.