

Préfecture de la Région Île-de-France

Étude sur le fonctionnement du capital-
risque en Île-de-France dans le cadre
de la stratégie régionale d'innovation :
Synthèse

Janvier 2010



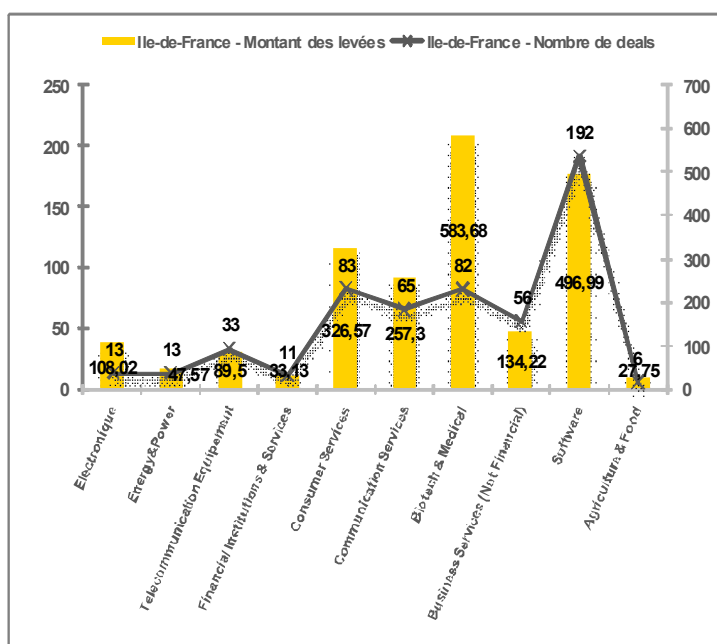
1. Spécificités du capital-risque en Ile-de-france

L'Ile-de-France présente un nombre de deals très important avec 625 deals depuis 5 ans soit un nombre similaire à New-York. Le montant moyen par deal reste néanmoins lui faible, avec 3,62 M€ par deal. Il est comparable à celui de la Medicon Valley, soit un des niveaux les plus faibles du benchmark. Ce faible niveau s'explique par plus de 60% des deals qui sont, en réalité, inférieurs à 3 M€. A New-York, seulement 34% des deals sont inférieurs à 3M€.

Néanmoins, l'Ile-de-France possède un nombre significatif de deals importants. Quelques exemples de deals récents :

- ▶ Dailymotion avec 17 M€ (Later stage).
- ▶ SolaireDirect avec 20 M€ (Deuxième tour).
- ▶ Phytea avec 20 M€ (Later stage).
- ▶ Spesharm Holding SAS avec 26 M€ (Deuxième tour).

En Ile-de-France, les entreprises ont principalement réalisé, une, voire deux levées de fonds (67% des deals). Cette situation est très différente du marché américain où les entreprises font plus facilement des levées à répétition et sur une échelle de temps plus courte avec seulement 45% d'entreprises n'ayant réalisé qu'une seule ou deux levées de fonds. Medicon Valley se démarque avec un taux encore plus faible : 28%.



Source : retraitement Ernst & Young données Venture Source 2004-2009

Au final, chaque fond réalise en moyenne 5 ou 6 investissements par an, soit moins de 5% des dossiers faisant l'objet d'un premier rendez-vous.

Les investisseurs répondent habituellement, quand ils répondent, en deux semaines si la réponse est négative suite à l'analyse du Business Plan. Les dossiers retenus, générant un premier rendez-vous, ne feront l'objet d'aucun financement avant environ 1 an après cette première rencontre, pour les dossiers présentés en « early stage ».

Pour les financements en second tour ou au-delà, les délais sont très différents, un financement en tour B ne demandant en moyenne que 3 à 6 mois d'exams et de rencontre.

En 2009, 130 fonds actifs sont répertoriés en France dont 70 en Ile-de-france. Sofinnova (fond majoritairement FCPR), BNP Private Equity (fond majoritairement FCPI) et ACE management (mixte) représentent les fonds les plus importants en terme de capitalisation.

- Un taux de sélectivité élevé mais en deçà des 2% des fonds américains

Les Capitaux-risqueurs en Ile-de-france reçoivent entre 250 et 300 dossiers chaque année, dont plus de la moitié ne feront pas l'objet d'un premier rendez-vous. Suite à une première rencontre entre porteurs de projet et investisseur, seuls 30% des dossiers examinés donneront lieu à un second rendez-vous dans les deux mois.

Montant du deal	Nombre de deals	Montant total (M€)
Inférieur à 0,5 M€	54	15,12
Entre 0,5 M€ et 1 M€	93	58,98
Entre 1 M€ et 3 M€	240	412,67
Entre 3 M€ et 5 M€	106	374,54
Entre 5 M€ et 10 M€	83	531,10
Supérieur à 10 M€	49	867,86
Total	625	2 260,27

Source : retraitements Ernst & Young données Venture Source 2004-2009 (Ile de France)

En Ile-de-France, comme dans l'ensemble des régions du comparatif, le capital-risque se concentre en premier sur le premier tour de table (33%) suivi par les tours plus « lointains » (later stage, 29%) et le second tour (20%).

Les capitaux-risqueurs financent très peu la phase d'amorçage qui représente à leurs yeux un risque trop important et des perspectives de sortie trop lointaines ce qui se traduit par un nombre de deals très faible pour cette phase.

- ▶ Le capital-risque d'Ile-de-France se distingue tout de même en finançant un nombre d'entreprises très faible en comparaison avec les autres villes : le financement en seed stage ne représente ainsi que 1% des deals en Ile-de-France contre jusqu'à 9% à Munich.
- ▶ Néanmoins, lorsque des capitaux-risqueurs investissent, les montants peuvent être importants. Ainsi l'Ile-de-France dispose du montant moyen par deal le second plus élevé du benchmark grâce à plusieurs deals à 1M€ ou plus.

La région Ile-de-France est bien positionnée par rapport à ses concurrents européens avec des montants moyens par deal équivalents voire supérieurs sur la plupart des types de tour de table mais reste loin derrière les villes américaines.

- ▶ L'écart le plus important avec d'autres villes européennes concerne le financement en deuxième tour de table où Munich présente une moyenne à 8,61 M€ contre 5,26 M€ pour l'Ile-de-France. Néanmoins la moyenne de Munich est exagérément haute du fait d'un deal à 53,9 M€ en 2008 pour la société Adconion Media Group.
- ▶ Les capitaux-risqueurs d'Ile-de-France ont tout de même tendance à moins investir dans les tours de table « lointains » que leurs homologues européens

2. Modalités de traitement des dossiers des capitaux risqueurs

L'emploi du temps d'un Capital-risqueur met en priorité la levée de fond qui permettront les financements, puis la gestion des sorties positives, en cession ou en « build up ». La troisième priorité sera le soutien aux participations en difficultés et la détection et l'analyse de nouvelles opportunités ne viendront qu'après, occupant en moyenne moins d'un cinquième du temps de l'investisseur.

■ Une sélection en directe des dossiers par les VC's

Ainsi les événements type forum ou conférence, permettant la mise en relation de l'offre et la demande ne représente pas un intérêt majeur pour les Fonds d'investissements. En effet, ils n'ont pas de stress sur les deal-flows, les dossiers intéressants leur parvenant quoiqu'il arrive. Les deals présentés à ces occasions ne sont pas compatibles avec leurs objectifs de sorties car les dossiers sont trop largement diffusés : la probabilité de ne pas aller au bout est trop forte pour y consacrer du temps.

Les VC n'ont donc pas d'attente particulière sur ces événements, mais ces dispositifs restent intéressants pour eux, un événement comme le tremplin Sénat leur permettant d'échanger... avec leurs confrères.

Concernant le suivi des participations, les VC demandent un reporting systématique mensuel ou trimestriel.

Comme ils ne consacrent qu'un temps limité au suivi, l'examen des reporting ne sera de toute façon que trimestriel : en effet, en cas de défaillance, c'est-à-dire en cas de dérive par rapport aux objectifs de sorties, ils ne seront averti que tardivement. Ainsi, si aucune solution simple ne permet de redresser cette dérive, les investisseurs ne feront rien, préférant consacrer plus de temps sur les « pépites », dossiers sur performant qui permettront de couvrir tous les échecs.

3. Les entreprises de technologies innovantes franciliennes et le capital-risque

Rappel de l'avertissement au lecteur : une attention particulière est demandée au lecteur quant à la représentativité du panel de répondants à l'enquête, en effet, les traitements statistiques des réponses ont été faits sur un panel de 80 répondants. Ce panel restreint peut dès lors induire des biais. Fort de ce constat, les résultats de cette enquête doivent être pris comme des éléments d'« éclairage » et non comme base de la démonstration.

Les numérotations des graphiques sont celles reprises dans les annexes de ce document.

- Près de 60% des entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête n'ont pas levé de fonds auprès de capitaux-risqueurs. Une solution pour poursuivre le développement : le dispositif d'aides publiques reconnu efficace

Pour les entreprises qui n'ont pas levé de fonds, les aides et subventions publiques permettent une issue favorable au développement.

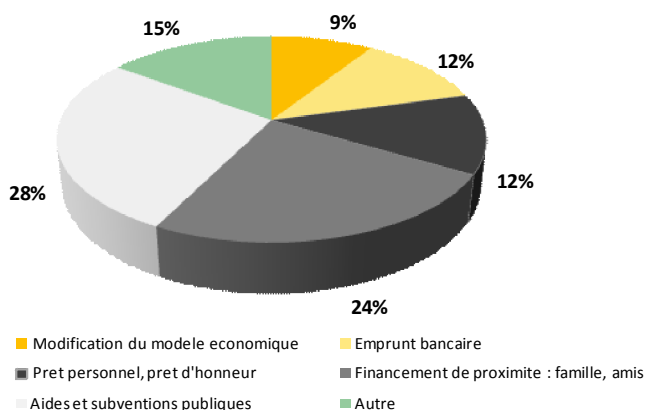
Les entreprises ayant répondu à l'enquête mettent en évidence que le dispositif en Ile-de-France est efficace et permet de financer un nombre important de sociétés qui sans cela n'auraient pu se développer.

Certains projets s'adaptent également à ce déficit de fonds propres en modifiant leur modèle économique (en passant d'un modèle produit à un modèle service) ou en réduisant le programme technique pour survivre par autofinancement. Si certaines de ces entreprises s'en sortent d'autres perdent leurs objectifs principaux et ne connaissent pas la croissance escomptée.

Parmi les autres modes de financement cités se trouvent :

- ▶ Autofinancement.
- ▶ Fonds personnels.

Répartition des modes de financements des sociétés n'ayant pas levé des fonds



Source : Données retraitées issues de l'enquête Ernst & Young Décembre 2009.

■ Les entreprises dont la levée de fonds a échoué ont des présupposés erronés sur les attentes des capitaux-risqueurs

○ Un critère équipe sous-estimé ...

Les entreprises qui n'ont pas réussi à lever des fonds appréhendent souvent mal le niveau de sélectivité des capitaux-risqueurs et leurs attentes.

Celles-ci estiment qu'un risque maîtrisé dans la composition de l'équipe est acceptable là où les capitaux-risqueurs ne prennent aucun risque avec l'équipe.

Les capitaux-risqueurs préconisent un risque inexistant que ce soit dans l'équipe, le programme technique ou l'accès au marché.

○ Des capitaux-risqueurs pas toujours experts du secteur...

Néanmoins, les entreprises qui ont réussi une levée de fonds mettent en évidence que les capitaux-risqueurs peuvent être en difficulté pour juger le programme technique car ce ne sont pas toujours des experts du secteur d'innovation technologique de l'entreprise.

Ainsi, les entreprises ayant levé des fonds estiment qu'un programme présentant un risque maîtrisé pourra être financé.

La maîtrise du risque technique passe souvent par la présence dans l'équipe d'une personne aux fortes compétences techniques dans le domaine d'innovation de la société.

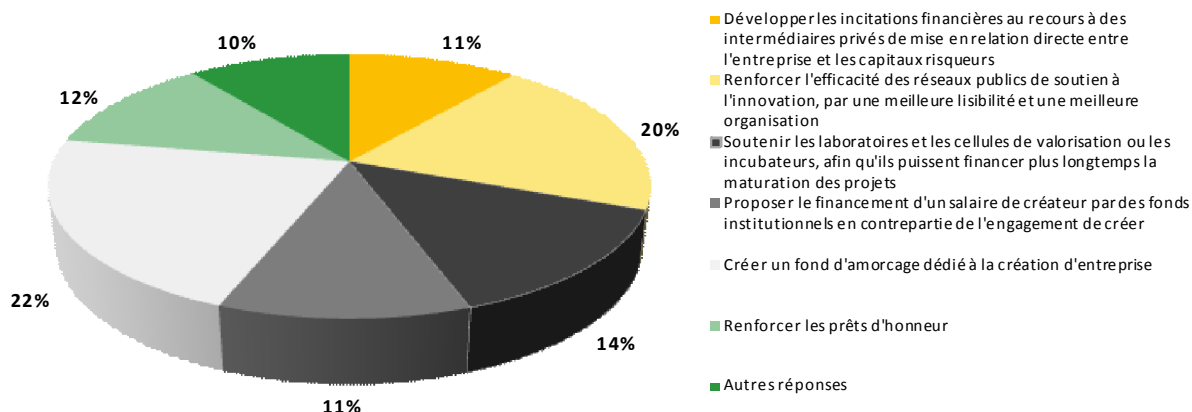
■ Quelles évolutions pour le dispositif francilien ? : 45% des entreprises plébiscitent l'intervention des pouvoirs publics sur des dispositifs de renforcement de leurs fonds propres

Une différence importante existe entre les attentes des créateurs s'étant lancés dans une démarche de levée de fonds et ceux qui ne l'ont pas fait.

- Pour ceux qui se sont engagés dans une démarche de levée de fonds, la principale disposition souhaitée est la création d'un fond d'amorçage.
- Pour ceux qui n'ont pas engagé une démarche de levée de fonds, la principale disposition souhaitée est le renforcement de la visibilité du dispositif traduisant ainsi, de leur part, un manque de connaissance des acteurs et de leurs rôles.

Néanmoins, les créateurs s'entendent pour indiquer qu'il existe aujourd'hui un grand nombre de dispositifs de soutien aux entrepreneurs ne nécessitant pas forcément la mise en place de nouveaux dispositifs excepté un fond d'amorçage.

Dispositions pouvant améliorer le système de financement



Source : Données retraitées issues de l'enquête Ernst & Young Décembre 2009.

■ Les intermédiaires ont un rôle reconnu de facilitateur par les entreprises

43% des sociétés ayant levé des fonds ont fait appel à un intermédiaire. Les intermédiaires ont un impact réel comme accélérateur de deals et dans l'introduction des entreprises auprès des capitaux-risqueurs. Ainsi 26% des sociétés indiquent que l'intermédiaire peut jouer un rôle dans la mise en relation directe avec les capitaux-risqueurs.

La valeur ajoutée des intermédiaires intervient principalement sur la structuration de la présentation du dossier et dans la gestion des échanges avec les capitaux-risqueurs et du traitement des objections.

De manière plus confidentielle, les entreprises citent le « Closing », la négociation du pacte d'actionnaires. Il est néanmoins à noter que plus de la moitié des levées de fonds ayant abouti se sont néanmoins faites sans intermédiaire.

4. Propositions d'amélioration du dispositif de capital-risque

L'objectif majeur de l'étude du fonctionnement du capital-risque en Ile-de-france est de mettre en évidence les éléments pouvant améliorer la fluidité et l'impact du dispositif de financement en IDF.

Les investigations menées dans le cadre de cette mission (enquête et entretiens d'experts) mettent en évidence 7 pistes d'action qui sont détaillées dans les paragraphes ci-dessous, même si chacune d'elle revêt une importance majeure dans l'amélioration du dispositif, 3 actions apparaissent prioritaires :

- ▶ Créer un fond d'amorçage public
- ▶ Adapter les dispositifs FSI et TEPA, SIBA financement émergence ANR.
- ▶ Rendre liquide les FCPI

■ Un constat partagé : améliorer la fluidité des deals dans les fonds de capital-risque

Les investigations menées dans le cadre de cette étude mettent en évidence que ce n'est pas tant le manque de financement en amont qui bloque le dispositif mais l'absence de fluidité à la sortie. Le benchmark a également mis en évidence que la région francilienne ne se démarque pas par un nombre de deals inférieur aux autres régions, environ 600 deals réalisés sur 5 ans. En revanche, le montant moyen par deal reste plus modéré avec une valeur de 3,62 M€ par deal. Il est comparable à celui de la Medicon Valley, soit un des niveaux les plus faibles du benchmark. Ce faible niveau s'explique par plus de 60% des deals qui sont, en réalité, inférieurs à 3 M€.

Un des risques majeurs sur l'année 2010 est le durcissement de la tendance 2009 de stagnation des prises de participation dans des nouveaux projets par les fonds de capital-risque qui ne parviennent pas à se refinancer.

Les moyens d'améliorer la fluidité de sortie des deals sont de 4 ordres :

1. Les introductions en bourse.
2. Le M&A : Fusion/Acquisition.
3. Assurer aux investisseurs un niveau de maturité des projets.
4. Rendre liquide les participations des fonds.

Les leviers d'action pour les acteurs publics sont limités sur les 2 premiers points. Des opportunités en revanche sur les points 3 et 4.

■ 7 pistes d'action prioritaires : 4 actions prioritaires et 3 complémentaires risque

1. Rendre liquide les FCPI en créant un fond secondaire
2. Adapter le dispositif TEPA spécifiquement aux entreprises innovantes et favoriser les investissements des business angels dans les entreprises innovantes
3. Retarder la sortie des projets des laboratoires.
4. Créer un fond d'amorçage public.
5. Renforcer le rôle des intermédiaires.
6. « Former et Sensibiliser » : une pédagogie et une professionnalisation de la levée de fonds.
7. Renforcer le pacte PME.

Action prioritaire 1 : Rendre fluide les « FCPI » en créant un fonds secondaire

Constat

Les FCPI permettent de lever tous les ans des fonds auprès des particuliers, l'intérêt n'est pas tari et les banques ont continué à lever des FCPI même en période de crise

Actions

- ▶ Pourrait-on utiliser les FCPI pour créer un fonds secondaire et assurer une liquidité auprès des fonds ?
 - Les banques détiennent actuellement 1200 milliards de fonds d'assurance vie.
 - 3,5% des fonds d'assurance-vie devaient être dédiés au FCPI (engagement originel 1999/2000). Or, les FCPI représentent en réalité moins de 1,5% des montants d'assurance-vie.
 - Un des enjeux serait de changer l'écosystème et de prendre 1% de ces fonds assurance-vie, soit 1 milliard d'euros réinjecté dans les fonds de capital-risque pour gérer les sorties au moyen d'un fonds secondaire (ou plusieurs) plutôt qu'au moyen d'une titrisation des portefeuilles.
- ▶ Cette opération « test » pourrait se faire à l'échelle du pôle de compétitivité finance d'IDF.

Action prioritaire 2 : Adapter le dispositif TEPA spécifiquement aux entreprises innovantes et favoriser les investissements des business angels dans les entreprises innovantes

Constats

Les dispositifs existants type TEPA, FSI n'ont pas l'effet de levier escompté sur les entreprises technologiques innovantes :

- ▶ L'essentiel des fonds TEPA se sont portés sur des entreprises traditionnelles (secteur immobilier par exemple), moins de 10% sur des dossiers innovants ce qui représente néanmoins des montants importants de l'ordre de 50M€.
- ▶ Les fonds FSI sont-ils une réponse à la problématique d'amorçage ? : les 200 dossiers qui passent chaque mois dans le deal flow FSI de la CDC sont destinés aux entreprises en phase de retournement (aéronautique, automobile,...) et non sur de l'amorçage, y compris pour le fonds sectoriel Biotech.

- ▶ Les fonds SIBA pourraient être abondés (et en particulier pour soutenir le financement des projets à moindre intensité technologique).

Actions

- ▶ Une des propositions sur les fonds TEPA serait de trouver un autre argument que la seule incitation fiscale, par exemple maintenir un taux à 75% y compris sur les investissements conjoints ou regroupés dans des fonds communs.
- ▶ Au même titre de l'adaptation des outils existants, le financement Émergence de l'ANR pourrait être mobilisé au fil de l'eau ou par exemple 4 fois par an et non pas une fois par an (montant de K€ 300 environ).
- ▶ Les investissements des Business Angels se font en particulier au moyen d'investissements partagés qui vient compléter (en moyenne pour 1/3) les investissements directs des BA.

Action 3 : Retarder la sortie des projets des laboratoires

Constat

Les capitaux-risqueurs interrogés se disent prêts à investir plus « massivement », à la condition de laisser mûrir les projets dans les laboratoires de sorte que ceux-ci soient mieux structurés sur le plan de l'équipe, disposent déjà de référence client ou de collaborations industrielles et aient dépassé le stade du « proof of concept » de l'innovation mais soient déjà dans la réalisation de maquette produit.

Actions

- ▶ Mettre en place un dispositif de soutien original pour conserver (donc financer) les projets dans les laboratoires.
- ▶ Favoriser l'existence de « concours » doté de moyens financiers conséquents pour récompenser et financer les meilleurs projets des universités ou des laboratoires (l'université israélienne de Jérusalem débloque \$30 millions pour soutenir ses meilleurs projets). Débloquer 10 M€ dans les universités / laboratoires d'IDF serait envisageable ?
- ▶ Favoriser les aides au transfert.
- ▶ Assurer un salaire au créateur/chercheur de l'ordre de 3K€ (en plus des dispositions de l'ANPE) pour consolider les équipes durant la phase d'incubation (y compris au sein des laboratoires).
- ▶ Proposer un retour possible au créateur jusqu'à 3 ans après la création de la société.
- ▶ Engager des échanges avec les acteurs des PRES pour valoriser les projets et les conserver dans les laboratoires.
- ▶ « Former » les cellules de valorisation et les laboratoires d'universités au maintien des projets dans les laboratoires à travers notamment les PRES.

Action prioritaire 4 : Créer un fond d'amorçage public

Constats

- ▶ L'intérêt de la création d'un fond d'amorçage public est validé par les entreprises dans le cadre de l'enquête.
- ▶ La création d'un fond d'amorçage public génère néanmoins des questionnements :
 - Accepter une absence de rentabilité, Fonds « ever green ».

- Prévoir des critères d'investissement adaptés : les premiers résultats ne peuvent pas être générés avant au mieux 3 à 5 ans et plutôt 8 ans à 10 ans en l'absence de liquidité intermédiaire.
- ▶ Gérer la question de la dilution en amont et de la valorisation prémoney.
- ▶ Apporter la consolidation des équipes en plus de l'argent.

Actions

- ▶ Capitaliser un fond à hauteur de 25 M€ avec des tickets moyens de 300K€.
- ▶ Proposer des critères de sortie qui ne soient pas basés sur le TRI mais sur :
 - La création d'emplois.
 - La création de valeur ajoutée.
- ▶ Favoriser l'embauche des chercheurs par des financements CIFRE (dispositif existant).

Quelle organisation ?

- ▶ Proposer un mode de sélection comparable à celui des capitaux-risqueurs (notamment pour inciter les entreprises à se poser tôt les bonnes questions).
- ▶ Développer un fond polyvalent car la sectorialisation imposerait un dimensionnement du fonds démesuré.
- ▶ Externaliser les prestations des sélections à des sous-traitants privés labellisés (à l'image des incubateurs publics).