

**Séminaire
Ressources technologiques
et innovation**

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

Algoe²
Alstom
ANRT
CEA
Chaire "management de l'innovation"
de l'École polytechnique
Chaire "management multiculturel
et performances de l'entreprise"
(Renault-X-HEC)
Chambre de Commerce
et d'Industrie de Paris
CNES
Conseil Supérieur de l'Ordre
des Experts Comptables
Crédit Agricole SA
Danone
Deloitte
École des mines de Paris
Erdyn
ESCP Europe
Fondation Charles Léopold Mayer
pour le Progrès de l'Homme
Fondation Crédit Coopératif
Fondation Roger Godino
France Télécom
FVA Management
Groupe ESSEC
HRA Pharma
HR VALLEY²
IBM
IDRH
IdVectoR¹
La Poste
Lafarge
Mairie de Paris
Ministère de la Culture
Ministère de l'Industrie,
direction générale de la compétitivité,
de l'industrie et des services
OCP SA
Paris-Ile de France Capitale Economique
PSA Peugeot Citroën
Reims Management School
Renault
Saint-Gobain
Schneider Electric Industries
SNCF
Thales
Total
Ylios

¹ pour le séminaire
Ressources technologiques et innovation
² pour le séminaire Vie des affaires

(Liste au 1^{er} avril 2012)

**LA CRISE : NOUVELLE DONNE
POUR LE VENTURE CAPITAL ?**

par

Denis LUCQUIN

Président et partenaire associé de Sofinnova Partners

Séance du 7 décembre 2011
Compte rendu rédigé par Elisabeth Bourguinat

En bref

Les accords de Bâle III et Solvency II ont récemment été voués aux gémonies par l'industrie du *private equity* qui a vu dans ces nouvelles règles prudentielles la menace d'un assèchement de ses ressources. Mais selon Denis Lucquin, le capital-risque européen – petit poucet de cette industrie essentiellement dominée par le LBO (*Leveraged buy-out*) – est pour sa part confronté à des difficultés bien plus sérieuses liées à son incapacité à générer des rendements satisfaisants. Cette incapacité est elle-même aggravée par l'avènement de véhicules d'investissement fondés sur l'incitation fiscale, tels les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) en France ou le Venture Capital Trust en Grande-Bretagne. La mauvaise monnaie chassant la bonne, même des sociétés de gestion établies et aux résultats avérés sont confrontées à des difficultés grandissantes pour lever des fonds. Pour Denis Lucquin, le salut viendra de la transformation des outils de type FCPI en fonds de fonds et de la création d'un marché boursier paneuropéen offrant un outil de sortie adapté au capital-risque.

*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 Denis LUCQUIN

L'idée que le capital-risque va mal est largement partagée. En revanche, les avis divergent sur les raisons de cette situation. Contrairement à beaucoup d'observateurs, je ne crois pas que l'on puisse l'imputer seulement au durcissement de la réglementation européenne. Avant de vous exposer mon analyse, je vais vous présenter rapidement le fonds Sofinnova Partners, dont le nom bénéficie d'une certaine notoriété mais dont l'histoire et les activités ne sont pas forcément bien connues.

Sofinnova Partners

Sofinnova SA a été créée en 1972 par Christian Marbach, un ingénieur des Mines, qui a pris plus tard la direction de l'ANVAR (Agence nationale de valorisation de la recherche), devenue ultérieurement Oséo.

Aujourd'hui, notre équipe comprend 21 personnes, dont 6 investisseurs gérant au total 1,1 milliard d'euros. Aucun de nos partenaires n'a un profil de financier : ce sont pour la plupart des scientifiques, et je suis le seul à ne pas avoir réussi à mener ma thèse à terme...

Deux dates clés

L'histoire de l'entreprise s'articule autour de deux dates clés. En 1976, il paraît évident que le contexte européen n'est pas encore prêt pour ce type d'aventure et Sofinnova décide de s'implanter à San Francisco. Cette implantation, qui deviendra plus tard une filiale à part entière, Sofinnova Inc., nous a permis de nous imprégner de la culture américaine du *venture capital*, ce qui est un très grand atout pour nous.

À l'origine, Sofinnova comptait des actionnaires tels que le Crédit national, Framatome ou encore EDF. En 1997, deuxième date clé, les cinq partenaires de Sofinnova reprennent l'entreprise à leur compte. Sofinnova Partners est désormais une entreprise indépendante. Elle n'a plus de compte à rendre à des actionnaires institutionnels, mais seulement aux investisseurs des fonds qu'elle gère.

Six fonds successifs

Avant 1989, nous investissions notre capital "comme tout le monde". En 1988, est adoptée la loi sur les fonds communs de placement à risque (FCPR) et en 1989, Sofinnova lève son premier FCPR, d'un montant de 38 millions d'euros. Les fonds levés seront de plus en plus importants, jusqu'à Sofinnova V, d'un montant de 385 millions d'euros. Le dernier fonds (Sofinnova VI), lancé en 2008, est redescendu à 260 millions d'euros.

Les secteurs d'investissement

La part des sciences de la vie n'a cessé de croître au fil des fonds successifs de Sofinnova Partners, passant de 46 % en 1989 à 75 % en 2008. Nous avons finalement abandonné l'investissement dans l'informatique et l'électronique, et le fonds que nous sommes en train de lancer sera entièrement consacré aux sciences de la vie. D'ores et déjà, 90 % de nos activités se partagent entre la biopharmacie, les technologies médicales à vocation thérapeutique et les biotechnologies industrielles, le reste correspondant à une petite activité d'investissement dans l'énergie.

Des investissements précoces

Depuis une dizaine d'années, contrairement à la plupart des investisseurs en capital-risque, qui n'interviennent parfois qu'au deuxième, voire au troisième tour de table, nous investissons

systématiquement au démarrage des start-up. Celles-ci se rangent en deux catégories. Les unes sont issues du monde académique et fondées sur des technologies de rupture. Les autres sont des *spin-offs* créées à la suite d'opérations de fusion-acquisition ou, plus largement, de restructuration. Ces opérations conduisent souvent les groupes pharmaceutiques à abandonner certains actifs, ce qui provoque parmi les chercheurs une frustration qui est un très bon moteur pour la création d'entreprise. Si nous arrivons au bon moment, nous pouvons convaincre les chercheurs en question de reprendre les actifs pour créer une-up.

De nombreux succès

L'histoire de Sofinnova a été jalonnée par de nombreux succès, aussi bien aux États-Unis qu'en France. Même au cours des deux dernières années, censées être une période noire, nous avons procédé à de belles opérations de ventes d'entreprises ou d'introductions en Bourse, pour un montant total de 3,5 milliards de dollars.

Il s'agit par exemple de CoreValve, une société issue de l'hôpital Henri Mondor que nous avons financée dès son démarrage en 2005. La calcification de la valve aortique, qui se produit chez les personnes âgées, nécessite souvent son remplacement. Jusqu'à présent, la seule façon de procéder consistait à ouvrir le sternum, écarter les organes, suspendre le fonctionnement du cœur pendant plusieurs heures grâce à une circulation extracorporelle, ouvrir le cœur et y implanter une valve artificielle, souvent en tissu de porc. L'opération durait six heures et elle était suivie de trois semaines de soins intensifs à l'hôpital. L'un des chirurgiens en cardiologie de l'hôpital Henri Mondor a imaginé une nouvelle méthode, proche de celle des stents que l'on utilise pour renforcer les veines. Elle consiste à passer par la veine fémorale et à pousser un cathéter jusqu'au cœur et à la valve aortique ; on gonfle alors un ballon qui écrase la valve calcifiée, puis on retire ce premier ballon et on en introduit un deuxième qui contient une sorte de grillage circulaire, inspiré de la forme du stent, à l'intérieur duquel est cousue une valve en tissu de porc que l'on déplie à l'emplacement de l'ancienne valve. L'ensemble de l'opération dure 25 minutes, le patient n'a généralement pas besoin d'être endormi, et dans certains cas, il peut quitter l'hôpital dès le lendemain.

Nous avons commencé à financer CoreValve à l'époque où elle ne possédait que son brevet. Quand nous l'avons revendue en 2009 à Medtronic, leader mondial de l'appareillage médical, pour 850 millions de dollars, elle était en train de démarrer sur le plan commercial en Europe, où elle réalisait 30 millions d'euros de chiffre d'affaires. L'an dernier, CoreValve a dépassé les 200 millions d'euros de chiffre d'affaires et elle est en train de devenir l'un des centres de croissance de Medtronic.

Autre exemple, concernant cette fois une *spin-off*, Novoxel. Lorsque Sanofi a racheté Aventis, le groupe a décidé de ne pas reprendre le secteur de la recherche en antibiotiques, qui ne correspondait pas à sa stratégie. Cette décision a profondément frustré le chef du département de R&D directement concerné. Nous lui avons proposé d'investir 25 millions d'euros pour reprendre les actifs intéressants et créer une société. Aventis a conservé 15 % des parts. Quatre ans plus tard, nous avons revendu l'entreprise pour 505 millions de dollars à AstraZeneca.

Le profil des investisseurs

Nous avons plusieurs profils d'investisseurs. Il s'agit tout d'abord de fonds de pension, essentiellement étrangers, comme Lucent aux États-Unis, le CERN et le Canton de Genève en Suisse, Hermes et BP Pension en Grande-Bretagne. Malakoff Médéric, une caisse de retraite française, peut également s'assimiler à un fonds de pension.

Nous faisons aussi appel à des compagnies d'assurance, comme Skandia (Suède), Nippon Life (Japon) ou la Caisse nationale de prévoyance (France).

La troisième catégorie d'investisseurs est celle des fonds de fonds, qui jouent un rôle très important d'intermédiaire pour des structures ne disposant pas d'équipes d'analystes

spécialisées dans le capital-risque, comme certains fonds de pension. Nous comptons parmi nos investisseurs quelques-uns des fonds de fonds les plus connus : JP Morgan AM et HarbourVest Partners (États-Unis), Fondinvest (France), Partners Group et LGT Capital Partners (Suisse), Alpinvest (Pays-Bas).

La quatrième catégorie est celle des investisseurs institutionnels, avec par exemple la Caisse des Dépôts et Consignations, le Fonds européen d'investissement (Luxembourg), The Wellcome Trust (Royaume-Uni) ou IFIC, un fonds koweïtien.

Les deux dernières catégories sont celle des investisseurs individuels et celle des entreprises industrielles. Nous avons compté ainsi parmi nos investisseurs plusieurs groupes du domaine de la chimie (Dow), de l'informatique (IBM), de la pharmacie (GSK) ou de l'énergie (EDF).

Une activité globalement non rentable en Europe

Nos investisseurs sont, pour la plupart, soumis aux nouvelles réglementations européennes et l'on pourrait, en première analyse, estimer que c'est le durcissement de ces réglementations qui "étrangle" le capital-investissement. On peut imaginer par exemple que si CASA (Crédit Agricole SA), la maison mère du Crédit Agricole, a décidé de se séparer de Crédit Agricole Private Equity, c'est sans doute que la contrepartie en fonds propres exigée par Bâle III pour garantir les risques pris par le Crédit Agricole était jugée trop importante.

Je constate cependant que certains assureurs, qui évitaient de prendre des participations dans des fonds de capital-risque au nom de la réglementation et de Solvency II, ont récemment pris des positions importantes dans nos fonds. J'en déduis que la référence à la réglementation n'est probablement qu'un alibi. La véritable raison est toute autre : elle tient tout simplement aux performances très médiocres du capital-risque européen.

Ainsi, selon des données de l'AFIC (Association française des investisseurs en capital), d'Ernst & Young et de Thomson Reuters, le taux de rentabilité annuel net du capital-risque depuis le début des années 1990 jusqu'en 2010 est de 15,4 % aux États-Unis, de -1,9 % en Europe et de -2,7 % en France. Ces chiffres agrègent les données de centaines de fonds et sont donc incontestables : le capital-risque est rentable aux États-Unis, pas du tout en Europe et encore moins en France. À noter qu'il en va tout autrement pour le capital-développement (14,5 % de TRI¹ aux États-Unis, 3,9 % en Europe, 6,6 % en France) et surtout pour le LBO (*Leveraged buy-out*) ou capital-transmission, particulièrement florissant chez nous (10,3 % de TRI aux États-Unis, 12,1 % en Europe, 15,6 % en France).

Ce sont ces chiffres que les investisseurs institutionnels prennent en compte pour construire leur stratégie d'investissement, bien plus que les règles prudentielles européennes. Ceux qui placent leur argent dans le capital-investissement européen le font à 90 % dans des fonds de capital-transmission. Le motif invoqué de la réglementation européenne n'est donc que l'arbre qui cache la forêt.

FCPR et FCPI

Cette situation n'a pas échappé aux gouvernements français successifs, qui ont pris un certain nombre de mesures pour essayer de préserver l'activité de capital-risque en France. L'une de ces mesures a été la création, en 1997, des FCPI (Fonds communs de placement dans l'innovation) venant s'ajouter aux FCPR qui existaient depuis 1988. Si les FCPR sont des fonds levés essentiellement auprès d'investisseurs institutionnels, les FCPI ont au contraire été conçus pour collecter l'argent des particuliers et pallier ainsi le désintérêt croissant des institutionnels pour ce type d'investissement.

¹ Taux de rentabilité interne.

Le business model des FCPR

Dans le *business model* des FCPR, le fonds investit pendant une première période, dite d'investissement, qui dure généralement de trois à cinq ans, suivie d'une période de maturation du portefeuille, avant d'entrer dans la phase de liquidation. Avant la fin du fonds, qui dure généralement dix ans, avec une période de prolongement possible de deux ans, l'intégralité du portefeuille doit avoir été vendue. Lorsqu'un investisseur décide de participer à un FCPR, il s'engage sur un montant mais ne verse ce montant que par tranche de 5 à 10 %, au fur et à mesure des besoins de l'équipe pour payer les salaires et investir dans les sociétés du portefeuille. Il n'est ainsi pas rare que des chèques se croisent dans les années 5 à 7, entre les derniers appels de fonds et les premiers remboursements issus des premières sorties.

Il est intéressant de noter qu'avec un tel système, l'argent ne reste pas dans les poches du gestionnaire de FCPR : il est soit gardé par l'investisseur, soit "au travail" dans les sociétés du portefeuille.

D'autre part, il existe une règle, établie par les investisseurs des fonds pour éviter des situations de conflit d'intérêt, selon laquelle deux fonds successifs d'un même gestionnaire ne peuvent investir dans une même entreprise.

Le business model des FCPI

Les FCPI ont un *business model* assez différent, fondé sur l'existence d'un avantage fiscal par essence annuel. S'appuyant sur des réseaux de collecte, généralement composés de banques ou d'assureurs, qui peuvent proposer ainsi des outils de défiscalisation à leur client (pouvant aller jusqu'à 50 %, voire 75 % de leur investissement), un FCPI est recueilli par son gestionnaire en une seule fois et dure en général huit ans. Pour abrégé au maximum le délai entre la souscription du particulier et l'injection de l'argent correspondant dans les entreprises, un amendement voté à l'initiative du sénateur Jean Arthuis en 2009 a obligé les FCPI à diminuer de façon drastique leur période d'investissement. Sous peine de perdre leur statut, ces derniers doivent consacrer 60 % des sommes récoltées à de jeunes entreprises innovantes et investir 50 % de ce quota dans les six premiers mois de l'existence du fonds. Ceci provoque parfois des phénomènes "d'embouteillage" au mois de juin et des décisions d'investissement que d'aucuns pourraient juger déraisonnables.

Comme la vie et les besoins d'investissement d'une jeune entreprise innovante ne se cantonnent pas à une période de six mois, les gestionnaires de FCPI sont amenés, lors des tours de financement suivants, à intervenir avec de nouveaux fonds collectés lors d'années ultérieures. Ils pratiquent l'investissement "en grappe", qui consiste à intervenir sur un investissement donné en utilisant plusieurs FCPI successifs, qui pourront subvenir aux besoins des entreprises sur le moyen et long terme, quitte à modifier progressivement la constitution de la grappe. À ma connaissance, personne n'a encore jamais vraiment abordé le problème du conflit d'intérêt ainsi généré entre des souscripteurs de fonds distincts, qui sont amenés à intervenir au capital d'une société à des stades successifs, et donc avec des valorisations et des droits différents, le tout sous la responsabilité d'un même gestionnaire. J'ai vu des investisseurs obligés de s'abstenir dans des décisions majeures d'une société qu'ils finançaient, car ils étaient incapables de prendre position entre les différents fonds qu'ils géraient et que cette décision mettait en conflit.

Incompatibilités entre FCPR et FCPI

Force est de constater que les mécanismes de fonctionnement de ces deux types de fonds rendent leur collaboration de plus en plus difficile.

L'univers du FCPR est limité dans le temps : il doit investir dans l'entreprise, "maturer" et désinvestir dans un délai inférieur à dix ans. Les FCPI ne sont pas soumis à cette contrainte,

puisque'ils peuvent faire intervenir des véhicules successifs. Dans certains cas, les FCPI disposent de ce fait d'un avantage compétitif certain sur les FCPR.

Par ailleurs, les FCPI ayant l'obligation d'investir une part importante de leur argent dans les tout premiers mois de leur existence, l'offre de financement devient pléthorique quand on approche de la fin de cette période de six mois et ceci entraîne une inflation déraisonnable des valorisations.

Le marché phagocyté par les FCPI

Ce phénomène d'incompatibilité devient d'autant plus aigu que le marché est de plus en plus dominé par les FCPI. La collecte auprès des particuliers semble en effet plus facile que la levée auprès d'institutionnels.

Ainsi, en France, la part des FCPI dans le financement en capital risque est passée de 35 % en 2000 à 52 % en 2005 et à 63 % en 2009, au détriment des FCPR. En 2011, la part des FCPI est montée à plus de 70 % : sur 1 milliard d'euros d'investissement dans le capital-risque en France, 700 millions d'euros sont placés via les FCPI.

Pour prendre l'exemple de Sofinnova Partners, il m'est arrivé de travailler sur un projet et d'envisager un financement d'amorçage sur une technologie encore très immature, avec un premier montant de 500 000 euros. Poussé par la nécessité d'investir, un FCPI a proposé d'emblée, sur ce même projet, un financement de 5 millions d'euros. Ce montant et les conditions proposées à l'entreprise nous ont paru déraisonnables par rapport à la situation et nous n'avons pas investi.

Les hypothèses du FEI

Dans ce contexte, que faire pour favoriser l'émergence d'une industrie forte du capital-risque en France et en Europe, susceptible de financer de nombreux projets de sociétés innovantes ?

Il existe plusieurs rapports sur le sujet. L'un d'eux est une étude du Fonds européen d'investissement (FEI), qui gère surtout de l'argent provenant de la Banque européenne d'investissement, l'un des plus importants pourvoyeurs d'argent pour le capital-risque en Europe. Dans cette étude, *The Performance and Prospects of European VC*, publiée en septembre 2011, le FEI a cherché à comprendre les causes d'un tel décalage entre la performance européenne et celle des États-Unis. Il a émis une série d'hypothèses et je vous propose de passer les principales en revue.

L'investissement

Selon le FEI, la faible rentabilité du capital-risque s'explique d'abord par un niveau d'investissement insuffisant. De fait, l'analyse du rapport entre le PIB de chaque pays et le volume d'investissement dans le capital-risque montre qu'on investit, en moyenne, trois fois moins dans les pays européens qu'aux États-Unis.

Autre explication, l'argent est déployé de façon trop timide. On observe effectivement que le capital-risque européen investit dans un nombre deux fois plus important d'entreprises que le capital-risque américain, et que le montant moyen accordé par société est quatre fois moindre.

Une autre observation intéressante concerne le fait que les capitaux-risqueurs européens investissent beaucoup moins en amorçage que leurs homologues américains. Ce constat peut expliquer l'initiative prise par le gouvernement français de créer le fonds national d'amorçage (FNA). Mais on peut légitimement se poser des questions sur l'intérêt d'injecter massivement des liquidités en provenance des deniers publics dans un système qui n'a pas démontré sa rentabilité.

Les sorties

Le FEI avance aussi l'idée que les marchés européens sont trop fragmentés, ce qui limite les possibilités d'introduction en Bourse pour les start-up. Euronext, par exemple, malgré l'association de plusieurs marchés nationaux, ne dispose pas d'une taille suffisante pour que les intervenants sur ce marché, notamment les banques, puissent faire appel à des analystes spécialisés dans les start-up technologiques. De fait, lorsque nous envisageons une introduction en Bourse, toutes les banques européennes nous répondent : « *C'est intéressant, mais nous verrons cela lors du prochain passage de notre analyste, qui se trouve à San Diego et devrait faire une visite en Europe d'ici environ trois mois.* »

Lorsqu'ils veulent sortir du capital d'une entreprise, les capitaux-risqueurs n'ont désormais guère d'autre choix que la vente de la start-up à un groupe industriel.

Les chiffres de Sofinnova sont révélateurs à cet égard. Entre 1991 et 2001, les introductions en Bourse représentaient 85 % de nos sorties et la vente à des groupes industriels 11 %. Entre 2002 et 2011, les taux sont passés respectivement à 35 % et à 60 %, avec une accélération du mouvement au fil du temps : entre 2007 et 2011, les introductions en bourse ne représentent plus que 20 % et les ventes 75 %, et sur les sept sorties opérées au cours des deux dernières années, une seule s'est faite sous forme d'introduction en Bourse. On est très loin du rêve initial du capital-risque, qui consistait à favoriser l'émergence des géants de demain.

L'échec de l'EASDAQ

Dans l'espoir de créer un écosystème favorable à des sorties en Bourse et à l'émergence de "champions", Sofinnova a participé, au début des années 1990, à la constitution de l'EASD (European association of securities dealers) à l'image de la NASD américaine (National association of securities dealers), avec un unique objectif : la création de l'EASDAQ (European association of securities dealers automated quotation), un marché boursier paneuropéen spécialisé dans les entreprises de croissance, qui aurait pu constituer un outil de sortie adapté au capital-risque.

Ce projet a fait long feu car il n'a pas inspiré le moindre intérêt aux bourses traditionnelles. Celles-ci ont préféré prendre des initiatives nationales en créant des marchés spécialisés dans chaque pays. En France, ce fut la création en 1996 du "Nouveau marché", devenu ensuite Alternext ; en Italie, le Nuovo Mercato ; en Allemagne, le Neuer Markt ; en Angleterre, l'Alternative Investment Market (AIM), etc. Cette décision repose probablement sur deux idées fausses.

La première consiste à considérer que dans la mesure où les cibles industrielles sont petites, il est souhaitable d'alléger les procédures et de les rendre moins coûteuses. Ce faisant, on confond PME traditionnelles et start-up de croissance, alors que les besoins des unes et des autres sont radicalement différents. Personnellement (mais c'est un avis très isolé), je préconise, au contraire, que pour des sociétés aussi sophistiquées que des start-up innovantes (qui souvent ne sont pas profitables, voire ne réalisent pas de chiffre d'affaires), on rende les procédures plus contraignantes afin d'inspirer confiance.

L'exemple anglais des années 1990 est intéressant de ce point de vue. Un "compartiment spécial" avait été prévu, sur le marché boursier principal, pour les sociétés dites de R&D, c'est-à-dire celles qui n'avaient pas d'historique de chiffre d'affaires ni de rentabilité, éléments sur lesquels les analystes et les investisseurs forgent d'habitude leur avis et fondent leur confiance dans un titre. Les conditions d'accès à ce compartiment spécial avaient été rendues plus drastiques que pour le marché boursier principal. La mesure la plus emblématique était l'obligation réglementaire pour les actionnaires de rester au capital de l'entreprise pour une période d'au moins deux ans après l'introduction en Bourse. Sur le marché principal, cette période n'est pas réglementaire, mais négociée avec les banques introductrices, et elle n'est généralement que de six mois. En quelques années, l'incidence de

ce compartiment spécial sur l'industrie anglaise des "biotechs", par exemple, a été remarquable. Au milieu des années 1990, la moitié des sociétés de "biotech" européennes cotées étaient regroupées en Angleterre. Lorsque la logique de simplification pour les sociétés de petite taille a fini par prévaloir, ce qui a entraîné la création de l'AIM, l'industrie anglaise des "biotechs" s'est quasiment éteinte...

La seconde idée fautive à la base de ces créations de marchés nationaux spécialisés consiste à penser que le nombre d'entreprises innovantes susceptibles de se coter dans un pays est suffisant pour créer dans chaque pays un marché dynamique. C'est oublier que pour créer cette dynamique, il est nécessaire de disposer d'une masse critique, et que cette industrie est extrêmement disséminée. C'était l'un des problèmes auxquels aurait pu répondre la création de l'EASDAQ. De ce point de vue, la fusion entre Euronext et New York Stock Exchanges s'est avérée contraire aux intérêts des start-up technologiques. Nous étions beaucoup plus favorables à la fusion avec la Deutsche Börse, qui aurait contribué à atteindre la masse critique européenne nécessaire.

Quelle vision pour l'avenir ?

Malgré le pessimisme ambiant sur le capital-risque européen, deux tendances récentes valent la peine d'être mentionnées.

La première est le développement du capital-risque dit *corporate*. Au cours des dix-huit derniers mois, pas moins de 120 fonds de capital-risque ont été créés par des industriels en Europe et aux États-Unis. Selon une étude récente, ils représentent déjà 15 % de l'investissement en capital-risque dans ces deux zones. On peut citer par exemple l'initiative de France Télécom et Publicis, qui se sont dotés d'un fonds de 150 millions d'euros destiné aux start-up, ou le fonds Aster, créé par Alstom, Rhodia et Schneider Electric, qui ont réuni 85 millions d'euros pour financer des start-up dans le domaine des *cleantechs*. Cette tendance va sans doute s'accroître, car les industriels savent bien que dans certains secteurs, il leur est nécessaire de garder un accès actif au monde des start-up innovantes pour favoriser ce que l'on appelle maintenant l'*open innovation*. C'est vrai pour la chimie et cela explique la participation de Rhodia à Aster, ou encore pour la pharmacie, comme l'illustre la création des fonds GSK Ventures, Pfizer Ventures, Novartis Ventures, etc.

L'autre tendance récente est l'apparition d'un nouveau type d'investisseurs, des entrepreneurs qui ont fait fortune et décident de faire profiter les plus jeunes de leur argent et de leur expérience. L'un des plus connus en France est Xavier Niel, le patron de Free, qui a déjà réalisé une centaine d'investissements et continue au rythme de deux par semaine, selon une logique que l'on pourrait qualifier de "statistique". On peut citer également le fonds ISAI, lancé par Pierre Kosciusko-Morizet (patron de PriceMinister), qui réunit exclusivement des entrepreneurs, 70 à ce jour.

Malheureusement, malgré ces initiatives récentes, on peut cependant considérer que le capital-risque indépendant ne représente plus en Europe ce qu'il est convenu d'appeler une classe d'actifs, c'est-à-dire un secteur sur lequel un investisseur institutionnel peut construire une stratégie d'investissement. Les fonds de pension américains, en particulier, n'investissent quasiment plus dans le capital-risque européen, même s'ils pratiquent parfois ce qu'on appelle le *cherry picking*, c'est-à-dire une micro-sélection de quelques équipes qui leur paraissent particulièrement attractives. Même les fonds de fonds sont désormais réticents. À titre d'exemple, HVP, l'un des plus gros fonds de fonds internationaux, a décidé d'investir en tout et pour tout dans trois ou quatre fonds de capital-risque en Europe. On peut donc s'attendre à une réduction importante du nombre d'acteurs indépendants dans les années à venir. Certains ont annoncé cette évolution depuis longtemps. Helmut Schüssler, patron du fonds TVM et ancien président d'EVCA, annonçait dès la fin des années 1990 qu'à terme, il n'existerait plus que trois ou quatre fonds indépendants par pays, soit une trentaine en Europe, et que tout le reste serait étatique. Les années qui viennent montreront si cette prévision était exacte ou non.

En attendant, une étude de l'EVCA (European venture capital association), équivalent européen de l'AFIC, montre que la part des organismes d'État dans le capital-risque est d'ores et déjà passée de 9 % en 2007 à 57 % en 2011, et la Communauté européenne prépare un plan de 5 milliards d'euros de soutien au capital-risque pour 2014. On peut craindre que les effets pervers déjà évoqués ne fassent qu'empirer.

Deux espoirs pour finir. Les FCPI sont appelés à disparaître à la fin de 2012 et des discussions sont engagées pour leur trouver une alternative. Souhaitons que le législateur soit capable de capitaliser sur l'expérience acquise, car les particuliers seront probablement amenés à rester des sources primordiales du financement de l'innovation. Enfin, la fusion entre Euronext et Deutsche Börse semble revenir à l'ordre du jour, ce qui pourrait offrir l'opportunité de créer un outil de financement boursier des start-up technologiques européennes digne de ce continent.

DÉBAT

Fonds d'amorçage, fonds régionaux

Un intervenant : *Votre méthode consiste à être présent dès la création de l'entreprise et tout au long de son développement, jusqu'à la sortie en Bourse ou la sortie industrielle. Que penser des fonds d'amorçage et des fonds régionaux : les premiers ne risquent-ils pas de ne pas trouver de successeurs pour prendre le relais, les seconds de se faire "rincer" très vite ?*

Denis Lucquin : Notre *business model* consiste à commencer par investir de petits montants, parfois 50 000 ou 100 000 euros, puis à monter progressivement jusqu'à 15 ou 20 millions d'euros, pour des financements en "syndication" avec d'autres investisseurs qui peuvent atteindre au total 50 ou 100 millions. C'est la seule façon de ne pas se faire "diluer" et de garder une participation importante dans les sociétés pour construire notre retour financier. Les petits fonds d'amorçage peuvent effectivement avoir du mal à faire face à ce risque important de dilution.

Par ailleurs, plus on veut se positionner sur l'amont, plus il faut se spécialiser, et donc nécessairement couvrir un territoire plus large, sans quoi on aura du mal à trouver suffisamment d'opérations à réaliser. C'est ce que nous avons prévu pour notre nouveau fonds d'amorçage, qui sera consacré exclusivement à la biotechnologie industrielle et se positionnera d'emblée au niveau européen. De ce point de vue, les petits fonds régionaux me paraissent avoir peu de légitimité à investir dans des technologies de rupture. Ils devraient plutôt se consacrer à soutenir l'industrie locale.

La patience du capital

Int. : *Sachant que c'est souvent au bout de douze ou quinze ans que l'entreprise commence vraiment à prospérer, ne faudrait-il pas allonger la durée de vie des fonds de capital-risque ?*

D. L. : À titre d'exemple, pour Actelion, notre plus grand succès depuis l'origine, nous avons rendu à nos investisseurs plusieurs fois le montant de leur investissement, et notamment deux fois lors de la douzième année ! Pouvoir prolonger la durée de vie des fonds serait donc idéal, mais ce n'est qu'un rêve, car nous sommes en compétition pour l'accès à l'argent avec les autres compartiments du *private equity* et en particulier avec le LBO, qui fait tourner le capital très rapidement. Or, cette rotation rapide du capital constitue un élément majeur d'appréciation pour les investisseurs. Même la Caisse nationale de prévoyance, malgré le nom qu'elle porte, privilégie les investissements à cycle rapide. Lorsque j'en discute avec son président, Edmond Alphandéry, il reconnaît que la question n'a jamais été vraiment abordée au sein du conseil d'administration. C'est au niveau n-4 que s'opère le choix entre tel ou tel investissement : les gestionnaires font leurs calculs, constatent que le rendement du LBO sera plus rapide et plus élevé, et n'hésitent pas une seconde. On peut se demander si c'est la meilleure façon d'utiliser l'argent des assurés pour favoriser l'emploi de demain.

Cette compétition avec le LBO nous a conduits à adopter une politique de diversification entre les start-up dites “académiques”, qui permettent d’espérer des rentabilités très fortes mais sur un long terme, et les *spin-offs*, c’est-à-dire des start-up industrielles qui permettent des sorties plus rapides et donc une rotation du capital correspondant mieux aux attentes de nos investisseurs.

Int. : *Pour quelle raison les conseils d’administration des investisseurs devraient-ils être sensibles à des préoccupations de longue durée ? Ils représentent les intérêts des actionnaires...*

D. L. : Ils sont aussi le siège de l’édification de la stratégie à long terme de l’entreprise, et selon le mode de gouvernance qui est en train de s’imposer un peu partout, les conseils sont désormais composés pour moitié d’administrateurs indépendants, chargés en principe de porter ce genre de réflexion. Du moins, peut-on l’espérer...

Le choix des sciences de la vie

Int. : *Pourquoi privilégiez-vous les sciences de la vie ? N’y a-t-il plus de perspective de gains intéressants dans les TIC (technologies de l’information et de la communication) ?*

D. L. : Une des différences entre les FCPR et les FCPI est la relation qu’ils établissent avec leurs investisseurs. Ainsi par exemple, tous les trois mois, nous adressons à nos investisseurs un rapport complet sur la valorisation de notre portefeuille, et deux fois par an, nous leur disons exactement où en est chacune de nos entreprises. Lorsque, année après année, une partie de votre portefeuille gagne de l’argent et que l’autre en perd, vous n’avez pas d’autre choix, au bout d’un certain temps, que de renoncer à la partie déficitaire. Il se trouve que nous n’avons jamais gagné d’argent dans les TIC, à une ou deux exceptions près : sur vingt ans, la rentabilité de nos fonds dans ce domaine est de 0,8 %.

Int. : *Comment expliquez-vous cet insuccès ?*

D. L. : C’est mystérieux et cela doit être inscrit dans les gènes de Sofinnova, car il en va de même pour nos cousins américains de Sofinnova Venture. Depuis 1978, date de notre investissement dans Genentech, et son introduction en Bourse sur le Nasdaq en 1981, les sciences de la vie ont toujours constitué une sorte de pôle d’excellence au sein de Sofinnova.

Une priorité : l’écosystème aval

Int. : *Je vois d’autres raisons à la faible rentabilité du capital-risque européen : le fait que les start-up américaines reçoivent beaucoup plus d’argent au démarrage, que le marché européen soit beaucoup plus fragmenté et l’approche commerciale beaucoup plus complexe, qu’il n’existe pas en France de grands clusters et que l’ambition des entrepreneurs en soit freinée...*

D. L. : Tous ces arguments sont régulièrement avancés, mais pour moi, le principal est d’agir de façon spécifique et massive sur l’écosystème aval, c’est-à-dire sur la capacité du capital-risque à sortir de ses investissements. Cela passe notamment par le fait de structurer les Bourses de sorte qu’elles soient mieux adaptées à l’introduction des start-up. Tant que l’on n’aura pas pris ces mesures, investir plus d’argent ou chercher des entrepreneurs plus ambitieux ne servira pas à grand-chose.

Investir en Europe, se faire coter au Nasdaq ?

Int. : *Les start-up françaises peuvent-elles se faire coter au Nasdaq ?*

D. L. : Lorsqu’une entreprise française veut s’introduire au Nasdaq, elle a une quinzaine de jours pour rencontrer deux cents investisseurs, et elle ne dispose que d’une demi-heure pour établir une relation de confiance avec chacun d’entre eux et l’inciter à investir. La réaction

normale des investisseurs américains est de commencer par demander pourquoi l'entreprise ne se tourne pas vers la Bourse française et préfère s'adresser au Nasdaq. Le temps de répondre à cette question, la moitié de la demi-heure s'est déjà écoulée... Compte tenu du blocage de la situation en Europe et de la difficulté à se faire coter au Nasdaq, on commence à voir des start-up françaises s'installer en Asie, où l'entrée en Bourse est plus accessible.

Transformer les FCPI en fonds de fonds

Int. : *Quel conseil donneriez-vous au futur Premier ministre pour préserver l'activité de capital-risque en France ?*

D. L. : Une bonne idée, partiellement reprise par l'AFIC, consisterait à transformer les FCPI en échelon intermédiaire, c'est-à-dire en fonds de fonds. Cela permettrait de se rapprocher du *business model* du *private equity*. Les équipes d'investissement seraient amenées à gérer des FCPI s'alimentant à ces fonds de fonds. Pour cela, il faudrait se débarrasser du dogme selon lequel l'argent des particuliers doit être réinjecté le plus rapidement possible dans le bilan des start-up. Il faudrait également s'attaquer à un second dogme qui considère les empilements de structures intermédiaires comme systématiquement nuisibles. Ces structures peuvent jouer un rôle de régulation et responsabiliser les équipes d'investisseurs en assurant une compétition basée sur la performance, ce qui n'est pas vraiment le cas aujourd'hui.

Présentation de l'orateur :

Denis Lucquin : partenaire-associé de Sofinnova Partners, il a consacré sa carrière au financement de la création d'entreprises dans les sciences de la vie ; polytechnicien et ingénieur général du Génie rural et des eaux et des forêts (GREF), il débute sa carrière à l'INRA (Institution nationale de la recherche agronomique) dans la valorisation de la recherche ; il rejoint le capital-risque en 1989 chez Innolion SA, filiale du Crédit Lyonnais, puis chez Sofinnova en 1991 ; il est également le fondateur et le trésorier de l'association France Biotech.

Diffusion avril 2012