

NON PAPIER FRANCAIS

ELEMENTS DE REFLEXION POUR UN FONDS EUROPEEN EN CAPITAL RISQUE DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES

La situation critique à laquelle fait face l'industrie européenne du capital-risque (*venture capital*) induit un risque fort d'insuffisance de financements disponibles pour les entreprises innovantes. Elle requiert une mobilisation de tous les acteurs concernés au sein de l'Union européenne. L'objet de ce document est de définir les termes d'une proposition d'action conjointe dans ce domaine.

1. Le financement de l'innovation est un enjeu majeur pour l'économie européenne

Les petites et moyennes entreprises (PME) innovantes sont des éléments essentiels pour assurer la durabilité et le dynamisme de l'économie européenne. Elles ne peuvent croître que si elles ont accès à des ressources de financement, et notamment aux fonds de capital risque (*venture capital funds*), à tous leurs stades de développement. Afin de pouvoir fournir de telles ressources en capitaux, les sociétés de gestion de capital-risque doivent elles-mêmes lever des capitaux auprès d'investisseurs, notamment des investisseurs institutionnels (banques, assurances). Ces dernières années, les investisseurs institutionnels sont de plus en plus réticents à investir dans cette classe d'actifs.

On observe, en France et en Europe, et même aux Etats-Unis ces dernières années, une rentabilité insuffisante du capital-risque. En Europe, la rentabilité est d'autant plus faible que le stade d'investissement est précoce, les tailles de fonds limitées et le marché boursier historiquement peu profond pour les sorties. Cette insuffisance de rentabilité entraîne un moindre engouement des investisseurs vers ce type d'actifs, au profit d'autres placements financiers (obligations d'Etat ou de grandes entreprises, produits financiers monétaires...).

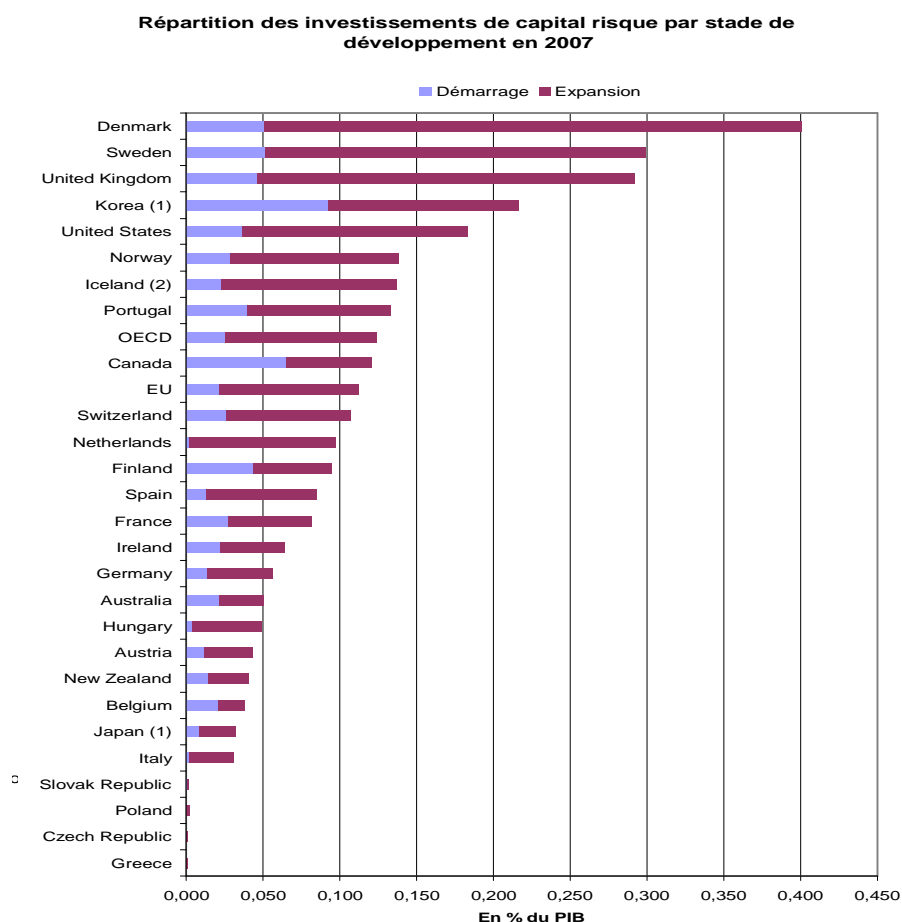
Le capital risque est perçu par ces acteurs comme un investissement de long terme caractérisé par des montants investis par fonds limités (à la différence des fonds de LBO, la taille des fonds de capital-risque n'est pas extensible au-delà d'une certaine limite), une liquidité réduite, des risques importants, des retours financiers insuffisants, et nécessitant des connaissances très spécifiques. Une connaissance approfondie de la classe d'actifs de capital-risque est en effet nécessaire lorsque l'on investit dans des fonds de capital-risque, mais cette connaissance n'est pas largement partagée au sein de la communauté des investisseurs institutionnels.

2. L'industrie du capital risque subit actuellement une forte attrition de ses capacités d'investissement et du nombre de ses équipes de gestion

La crise financière de 2008 a affecté fortement les investissements en capital-risque (*venture capital*) : en 2009, 587 M€ ont été investis en France contre 758 M€ en 2008. La même tendance a été observée au Royaume-Uni : 296 M£ ont été investis en 2009 contre 359 M£ en 2008. Partout en Europe, les investissements en capital risque (*venture capital*) incluant l'amorçage (*seed capital*) se sont élevés à 3 800 M€ en 2009 à comparer à 6 900 M€ en 2008. Comme illustré ci-dessous, le niveau des investissements en capital-risque (*venture early stage & late stage*) en Europe est très inférieur au niveau des Etats-Unis en 2007 : 0,11% du PIB en Europe contre 0,18% du PIB aux Etats-Unis. En 2008, 28 000 M€ ont été investis en capital-risque aux Etats-Unis, à comparer à seulement 6 900 M€ en Europe. Cette faiblesse en volume total se traduit au niveau micro-

économique, dans la taille moyenne des investissements réalisés dans les entreprises en phase de démarrage, qui est de 1,6 M€ en France quand elle est de 7,2M\$ aux Etats-Unis.

La crise financière a également accru de manière importante l'aversion aux risques au sein de la communauté des investisseurs institutionnels. Ce désintérêt des investisseurs va être renforcé par les changements du cadre prudentiel (Solvency II, Bâle III), qui vont amener les assureurs et les banquiers à limiter fortement leurs investissements dans les entreprises non cotées.



Source : OCDE - OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2009

Les investisseurs continuant à investir dans des fonds européens de capital-risque sont de moins en moins nombreux. Dans ce contexte, les équipes existantes gérant des fonds de capital-risque font face à de très grandes difficultés lorsqu'elles doivent lever des fonds successeurs. Il est très probable qu'un nombre significatif d'équipes de gestion vont échouer dans la levée de leur fonds successeur et vont devoir arrêter leur activité. Ces conséquences ne vont pas seulement affecter des sociétés de gestion sous-performantes mais aussi des sociétés de gestion encore jeunes et qui ont des résultats prometteurs. Les sociétés de gestion bien établies avec de bonnes performances vont faire face à la décroissance de la taille de leurs fonds successeurs par comparaison avec la taille des fonds actuellement sous gestion. Certaines d'entre elles, qui ont démontré de bonnes performances, vont évoluer pour se positionner sur les segments du capital risque *late stage* et du capital développement.

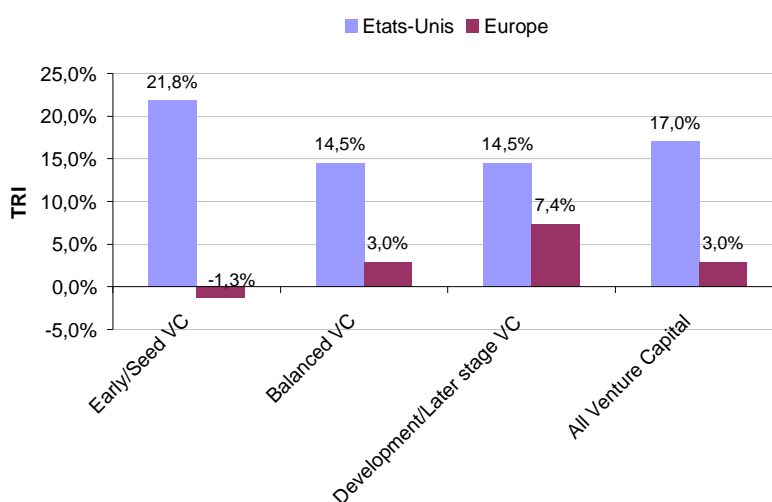
Les capitaux disponibles pour financer les startups et les entreprises en démarrage dans les années à venir seront, en conséquence, très limités à un moment où la demande pour le capital-risque sera forte et où la croissance fondée sur l'innovation devient cruciale pour l'économie européenne. La

situation est particulièrement critique : le niveau des investissements en capital-risque en proportion du PIB en Europe était déjà très inférieur au niveau des Etats-Unis (cf. graphe ci-dessus) où le capital-risque a joué un rôle essentiel dans le développement de nouvelles entreprises et de nouvelles technologies ces 15 dernières années.

Dans ce contexte, il est donc essentiel d'identifier les équipes de gestion établies ou émergentes qui pourront assurer l'offre de capital-risque *early stage* et *late stage* nécessaire aux startups européennes.

Ces équipes devront également développer une stratégie paneuropéenne si elles veulent réussir à long terme. Les activités innovantes et technologiques sont par nature globales. Etant donné le rythme accéléré de la globalisation de l'économie, l'investissement réussi en capital-risque nécessite une approche internationale et une connaissance approfondie des marchés et des acteurs sur une base globale. Beaucoup des sociétés de gestion de capital-risque établies, en particulier celles qui cherchent à attirer des investisseurs internationaux, investissent au-delà des frontières géographiques de leur territoire national. Cette stratégie est très pertinente car elle permet à la société de gestion d'avoir une meilleure connaissance des startups, des marchés qu'elles ciblent et de mieux évaluer la concurrence potentielle. En outre, cette approche permet d'accroître les opportunités de syndication avec des sociétés de gestion d'autres pays européens, ce qui accroît les perspectives des sociétés financées.

Performance du capital risque par région et par stade de développement depuis l'origine à fin 2008



Source : Thomson Reuters / EVCA et NVCA

3. L'action actuelle de soutien au capital-risque au niveau national et européen

Le soutien aux PME innovantes et au capital-risque est déjà une des préoccupations européennes. Des instruments financiers ont été développés à cet effet par le groupe BEI, par le FEI.

L'Union européenne participe au financement des PME innovantes à travers le pilier « Innovation et esprit d'entreprise » du Programme-cadre pour la Compétitivité et l'Innovation (PIC), doté de 1,13 milliard d'euros (Mds€)¹ d'engagement pour la période 2007-2013. Cette enveloppe permet d'abonder le FEI :

¹ L'enveloppe financière 2007-2013 pour le CIP est de 3,6 Mds€ dont 60 % (soit 2,2 Mds€) pour le programme pour l'innovation et l'esprit d'entreprise (cf. répartition indicative dans la décision établissant le CIP).

- (i) en tant que fonds de fonds pour des investissements en capital-risque dans les PME (« mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance », doté de 550 millions d'euros (M€) pour 2007-2013) ;
- (ii) en faveur de garanties de prêts aux PME par l'intermédiaire d'établissements financiers nationaux (« mécanisme de garanties pour les PME », 506 M€).

Le FEI est en outre abondé par la Banque européenne d'Investissement (BEI) et des institutions financières nationales européennes. Il agit pour le compte de la BEI à hauteur de 4 Mds€ dans le cadre d'un mandat de capital-risque.

En réponse à la crise, des initiatives ont été prises par le groupe BEI en direction des PME. Pour sa part, en 2009, le FEI a signé 2,3 Mds€ de garanties et investi 733 M€ en prises de participation dans des fonds d'investissement, y compris de capital-risque.

Fin 2009, le portefeuille des investissements en capital gérés par le FEI s'élevait à 4,1 Mds€ dans 307 fonds (dont 482 M€ d'opérations relevant de mandats confiés par la Commission européenne depuis 1998). Le FEI affirme que cela permet un effet de levier d'environ 23 Mds€ d'investissement (y compris avances remboursables) en faveur de 3000 PME en Europe. Ce montant peut paraître faible, comparé aux 10 Mds€ levés par le capital-risque et le capital-développement en Europe pour la seule année 2007. La catégorie « *start-up/early stage* » représente 1,26 Mds dans le portefeuille géré par le FEI. Elle est incluse dans la partie « *venture* » qui représente 2,24 Md€

Au-delà du développement du FEI en tant que fonds de fonds européen, des pays membres de l'Union européenne ont, depuis de nombreuses années, établi des institutions publiques nationales jouant un rôle similaire à celui du FEI mais limité au niveau national. C'est le cas, entre autres, de l'Irlande avec *Enterprise Ireland*, du Royaume-Uni avec *Capital for Enterprises Ltd*, dans certains pays scandinaves, en particulier la Finlande, en Allemagne avec *KfW*, en France avec *CDC Entreprises* et plus récemment en Italie. Ces acteurs publics nationaux ont développé une connaissance précise de toutes les équipes de gestion, établies ou émergentes, opérationnelles sur leur marché national. Cette connaissance inclut les plus petites équipes de gestion et celles qui sont opérationnelles au niveau régional. Cette connaissance approfondie du marché est de la plus grande importance pour le développement du marché européen du capital-risque, où l'industrie est jeune et les fonds généralement de petite taille.

Le FEI est un acteur incontournable pour une initiative européenne, et c'est un investisseur important dans les fonds de capital-risque. Cependant, son périmètre d'intervention s'étend à toute l'Europe y compris les pays en processus d'adhésion, et sa stratégie d'investissement le conduit à investir de plus en plus dans des « gros » fonds de capital-risque, donc des fonds gérés par des équipes établies, des fonds de capital développement voire de *buy-out* plutôt que dans des fonds de capital-risque. Son périmètre d'intervention géographique et sa stratégie d'investissement très larges impliquent que le FEI n'est pas nécessairement réceptif à des projets de fonds portés par des équipes nouvelles ou émergentes et de trop petite taille (moins de 70/80 M€) et qu'il n'a pas une connaissance approfondie de l'ensemble des acteurs sur chaque marché national du capital-risque. Par conséquent, le FEI devrait être encouragé à s'associer aux acteurs nationaux, quand ils existent, pour bénéficier de leur expertise.

4. Proposition de création d'un Fonds Européen pour le Financement des Entreprises Innovantes (FEFEI)

Il est proposé de créer, au sein du FEI, un Fonds Européen pour le Financement des Entreprises Innovantes (FEFEI). Le FEFEI pourrait ainsi constituer un nouveau mandat ou une nouvelle fenêtre

pour le FEI. Aucune nouvelle structure ne serait créée, ce qui doit permettre de réduire les frais et de réaliser des économies d'échelle. En amplifiant l'action actuelle du FEI, et en la coordonnant mieux avec celle des opérateurs publics nationaux, un tel fonds nous semble pouvoir jouer un rôle important pour apporter du volume, en investissant dans des fonds de capital-risque.

Le volume financier de ce fonds serait dans un premier temps d'environ 4 milliards d'euros, soit du même ordre de grandeur que le portefeuille actuel des investissements en capital gérés par le FEI, et un doublement de sa capacité à investir dans les phases les plus amont du secteur du capital-investissement.

L'action de ce fonds pourrait se situer à trois niveaux :

(4.1) par un soutien du FEFEI à des fonds de capital risque privés de grande taille, opérant à l'échelle européenne (acteurs de marchés paneuropéens) ;

(4.2) par un soutien conjoint du FEFEI et des opérateurs nationaux à des fonds d'amorçage ou de capital risque, nouveaux ou de petite taille, opérant à l'échelle nationale ou européenne, sous forme de co-investissement avec des fonds de fonds dédiés et gérés par les opérateurs publics nationaux ;

(4.3) par une incitation en faveur de l'échange de bonnes pratiques au niveau européen.

Plutôt que de créer un fonds à côté du FEI, la position de la France est d'amplifier son action et de la diriger plus spécifiquement vers le capital risque.

4.1. Un soutien du FEFEI à des fonds de capital risque privés de grande taille, opérant à l'échelle européenne

Le FEI pourrait, via le FEFEI, poursuivre et renforcer son action en faveur du capital-risque européen, en soutenant les fonds de capital-risque transeuropéens et de grande taille, capables d'intervenir avec des montants de tickets unitaires importants. L'utilisation du FEFEI devrait se faire dans une logique de politique industrielle centrée sur les secteurs porteurs d'avenir et pour lesquels les déficiences de marchés sont les plus avérées.

Des priorités stratégiques pourraient être mises en avant, par exemple en lien avec les grands défis et les domaines technologies liés comme les écotechnologies, les biotechnologies, les nanotechnologies et les technologies de l'information et de la communication, les technologies des transports, y compris l'aéronautique. La localisation des équipes de gestion de ces fonds de capital-risque au niveau des centres d'excellence publics et privés européens dans ces différents domaines paraît essentielle.

4.2 Un soutien conjoint du FEFEI et des opérateurs nationaux à des fonds d'amorçage ou de capital risque, nouveaux ou de petite taille, opérant à l'échelle nationale ou européenne, sous forme de co-investissement avec des fonds de fonds dédiés et gérés par les opérateurs publics nationaux

De manière complémentaire de l'investissement du FEI dans des fonds d'amorçage et de capital-risque, il apparaît essentiel, dans le contexte actuel, que les opérateurs nationaux réunissent leurs efforts, avec le soutien du FEFEI, par la mise en place de fonds de fonds sur des bases bilatérales ou multilatérales, avec comme objectifs de sélectionner et soutenir les meilleures équipes de gestion de fonds d'amorçage et de capital-risque opérant dans les pays des institutions publiques partenaires.

Seules des institutions impliquées au niveau national, mais coopérant au niveau européen, peuvent avoir accès à des équipes émergentes ou nouvelles et faire effet de levier sur les capitaux investis par les investisseurs privés dans ces fonds. De plus, ces institutions publiques nationales peuvent jouer un rôle de sponsoring qui leur permet non seulement d'investir de manière réactive, c'est-à-dire en sélectionnant les meilleures équipes dans le deal flow reçu, mais aussi de manière proactive, c'est-à-dire en initiant ou facilitant la création et le développement des équipes de gestion de capital-risque, en particulier celles opérant sur une base paneuropéenne.

Ainsi, la stratégie d'investissement de ces fonds de fonds coopératifs pourrait être :

- d'identifier les nouvelles équipes de gestion présentant le track record et les caractéristiques permettant de réussir. Ces nouvelles équipes peuvent, par exemple, être fondées par des investisseurs qui sont d'anciens entrepreneurs. Ce type d'équipes n'est pas encore ciblé par les investisseurs institutionnels ou le FEI ;
- de financer les meilleures équipes établies ou émergentes gérant des fonds de petite taille ;
- de développer une ambition paneuropéenne en encourageant les investissements transfrontaliers par les équipes de gestion et en finançant et promouvant les fonds ayant une stratégie paneuropéenne et gérés par des équipes véritablement paneuropéennes (localisées dans au moins deux pays européens).

Cette initiative pourrait également contribuer au développement d'une industrie paneuropéenne du capital-risque, en encourageant les opérateurs publics nationaux de fonds de fonds à coopérer entre eux et à échanger leurs connaissances sur les pratiques et les marchés nationaux. Elle faciliterait également les investissements transfrontaliers par les fonds de capital-risque.

S'agissant de la mise en œuvre de ces fonds de fonds coopératifs, on peut envisager dans un premier temps la mise en place de fonds de fonds sur une base bilatérale ou multilatérales, puis dans un second temps, lorsque les institutions partenaires se connaîtraient mieux, un fonds de fonds paneuropéen pourrait être constitué, investi et co-géré par les opérateurs publics partenaires.

Le FEI, au travers du FEFEI, pourrait apporter des ressources financières à ce(s) fonds de fonds coopératifs comme il l'a fait par le passé en France par exemple (le FEI a investi dans des fonds de fonds mis en place et gérés par CDC Entreprises et dédiés au capital risque).

La position française est que le FEFEI puisse intervenir dans une logique de subsidiarité.

Cette initiative prolongerait l'action du FEI et permettrait d'allouer plus de capitaux aux fonds de capital risque, à la fois en montants investis et en nombre de fonds bénéficiaires.

4.3. Favoriser les échanges de bonnes pratiques au niveau européen

Enfin, de manière générale, il semble utile d'organiser des échanges de bonnes pratiques au niveau européen et d'étudier à nouveau les pratiques américaines, dans un contexte où le capital-risque traverse une crise importante qui amène au questionnement de la viabilité de ce mode de financement des entreprises technologiques. Ces discussions seront à intégrer aux travaux pour la révision des lignes directrices de soutien au capital-investissement.

La mise en place d'un fonds de fonds de capital risque européen géré en coopération par des opérateurs de fonds de fonds publics nationaux pourra permettre un échange des connaissances et pratiques en la matière.