



AMBASSADE DE FRANCE AUX ETATS-UNIS
Mission pour la science et la technologie

4101 Reservoir Road, NW, Washington DC 20007

Tel : +1 202 944 6249

Fax : 202 944 6219

Mail: publications.mst@ambafrance-us.org

URL: <http://www.ambafrance-us.org>

Domaine : financement de l'innovation

Document : Rapport de synthèse

Titre : **Le capital risque aux Etats-Unis et le financement de l'innovation : réalités et tendances**

Auteur : Nicolas Gibaud, Antoine Mynard, Fatna Malki

Contact : attache-inno.mst@consulfrance-boston.org, antoine.mynard@diplomatie.gouv.fr

Date : Août 2009

Numéro :

Mots-clés	<i>Capital risque, investissement, innovation</i>
Résumé	<p><i>L'activité du capital risque accuse une très forte baisse aux Etats-Unis. Polarisé géographiquement sur la Californie et le Massachusetts, le capital risque privilégie actuellement les dossiers de sociétés impliquées dans les technologies « vertes » aux dépens des jeunes pousses dans les biotechnologies. Avec la réduction de l'activité du capital risque coïncide une réflexion sur la pérennité et l'efficacité du modèle américain de financement de l'innovation.</i></p> <p><i>Outre les sources, on trouvera en annexe la liste des entreprises de capital risque aux Etats-Unis et des recommandations à destination des entrepreneurs qui souhaitent les approcher.</i></p>

Avant propos

Ce rapport revient à M. Gibaud, stagiaire, qui en a commencé la rédaction en 2007. Non publié à cette date, j'ai choisi d'en conserver l'architecture originale en la complétant par des développements analytiques récents que l'on trouvera en début de seconde partie et dans la troisième partie (III.B, III.C). La mise en forme, la relecture, l'actualisation des chiffres et l'agrégation des données correspondent au travail réalisé par Melle Fatna Malki, stagiaire à la MS&T (section Boston).

Antoine Mynard, attaché pour la science et la technologie
MS&T/Consulat de France à Boston
18 août 2009

Sommaire

I. Introduction	4
A. Principales définitions	5
II. Tendances du capital risque aux Etats-Unis	5
A. Investissements par secteurs industriels	7
B. Investissements par stades de développement	10
C. Investissements par régions	11
D. Ouverture à l'international	12
E. Possibilités de sorties	13
F. En Bref	14
III. Comprendre le capital risque	15
A. Mécanisme général	15
B. Le capital risque: quelle contribution à l'innovation ?	17
C. Le capital risque: quel avenir ?	18
IV. Conclusion générale	19
V. Sources	21
A. Entretiens réalisés (en 2007 et 2009)	21
B. Documents consultés	21
VI. Annexes	22
A. Principaux acteurs du capital risque aux Etats-Unis	22
B. Principes fondamentaux pour réussir une levée de fonds aux Etats-Unis	23

I. Introduction

Aux Etats-Unis, le capital risque est une véritable industrie qui conditionne dans une large mesure le financement de l'innovation. Le capital risque est également une singularité américaine; c'est en effet aux Etats-Unis, dans la région de Boston que cette industrie est née à la fin des années 1920. Pour la petite histoire, et les américains voient en lui l'une des dix personnalités qui ont changé le monde des entreprises au XXème siècle (cf. le « Wall Street Journal »), c'est le français Georges Doriot qui est à l'origine de ce mouvement qui mobilisait il y a encore quelques mois près de 30 milliards de dollars. Ce montant considérable faisait des Etats-Unis le premier pays du monde à disposer de telles ressources privées pour alimenter l'innovation et la croissance future. A titre de comparaison, le marché français du capital risque est estimé à quelques 700 millions d'euros en 2008.

Ce rapport se concentre sur le fonctionnement et l'avenir du capital risque. Ce segment du capital investissement, représentant plus de 28 milliards de dollars aux Etats-Unis en 2008, concerne particulièrement les jeunes pousses technologiques à fort potentiel de croissance dans les premières phases de leur développement. Le capital risque a déjà permis à des sociétés aussi renommées qu'Apple dans l'informatique ou encore Genentech et Medtronic dans le secteur de la santé de se développer avec succès. Au capital risque s'ajoutent d'autres sources de financement : les jeunes entreprises innovantes peuvent bénéficier de financements complémentaires de la part des investisseurs providentiels (« *business angels* »), des investisseurs institutionnels et des seconds marchés.

Ce document présente tout d'abord les principales composantes du capital risque aux Etats-Unis puis une analyse du fonctionnement des sociétés de capital-risque que nous complétons par une étude des perspectives d'avenir du secteur. Le financement par les « *business angels* », les partenaires stratégiques et autres contacts industriels ne sera pas abordé ici.

Le document s'adresse à toutes les personnes qui s'intéressent au financement de l'innovation et au fonctionnement du capital risque aux Etats-Unis. Les événements financiers de l'automne 2008 sont également abordés mais sous l'angle des conséquences sur le marché du capital risque et sur l'innovation en général.

A. Principales définitions

Selon le site de « *MoneyTree Report* », le capital risque (« venture capital » ou VC) est « *une activité consistant à financer en capitaux propres des entreprises nouvellement créées et à fort potentiel de croissance* ». Cette source de financement soutient l'innovation et permet un développement rapide des jeunes pousses. Le capital risque est une composante du capital investissement (de l'amorçage à la transmission et au rachat de l'entreprise par opérations à effet de levier ou « *Leverage Buy-Out* ») qui soutient les entreprises non cotées tout au long de leur existence. Le capital risque est investi le plus souvent dans les trois premières années d'existence de la jeune pousse et englobe le capital-amorçage (« *seed capital* »), le capital-crédation (« *start-up capital* ») et le capital-développement.

Voici la définition des étapes de financement par le capital risque selon le site **MoneyTree Report**¹.

- **Amorçage (« Seed Stage ») = financement de la mise au point du concept ou du produit**

La société a un concept ou un produit en cours de développement mais n'est pas encore pleinement opérationnelle. Moins de 18 mois d'existence. **De 1 à 5 millions de dollars levés, avec une moyenne autour de 1 à 3 millions de dollars.**

- **Crédation (« Early Stage ») = financement de la mise sur le marché**

La société a un produit/service en test ou un prototype. Dans certains cas, le produit est disponible sur le marché. Peut ou non générer des revenus. Moins de 3 ans d'existence.

- **Expansion (« Expansion/Development Stage ») = financement de la croissance**

Le produit/service est en production et déjà disponible. La société démontre une croissance de son chiffre d'affaire significative, mais peut ou non générer des profits. Moins de 3 ans d'existence.

- **Pré-sortie (« Later Stage ») = financement avant rachat ou mise sur le marché**

Le produit/service est largement disponible. La société génère des revenus récurrents, avec un flux de trésorerie positif. Très probablement profitable, mais pas nécessairement. Peut inclure des filiales. La société se caractérise notamment par l'existence d'une équipe de management opérationnelle qui a arrêté au moins un bilan et qui a déjà réalisé un premier financement avec des investisseurs institutionnels dans le tour de table.

II. Tendances du capital risque aux Etats-Unis

¹ <https://www.pwcmoneytree.com/>: site répertoriant les rapports du cabinet PricewaterhouseCoopers

Il est important de rappeler que toutes les sources de financement ne sont pas équivalentes. Les investisseurs individuels comme l'entrepreneur lui-même, sa famille, ou ses amis² n'exercent pas le même contrôle sur le capital de la société que les capitaux risqués ou encore les partenaires industriels. De même, les investisseurs providentiels (« *business angels* ») ont des attentes différentes des actionnaires publics et organismes distribuant des subventions. Ce ne sont là que les principales sources de financement auxquelles peut faire appel un entrepreneur.

Les principales sources de capital recensées par l'Université du New Hampshire pour les jeunes entreprises innovantes américaines sont les suivantes :

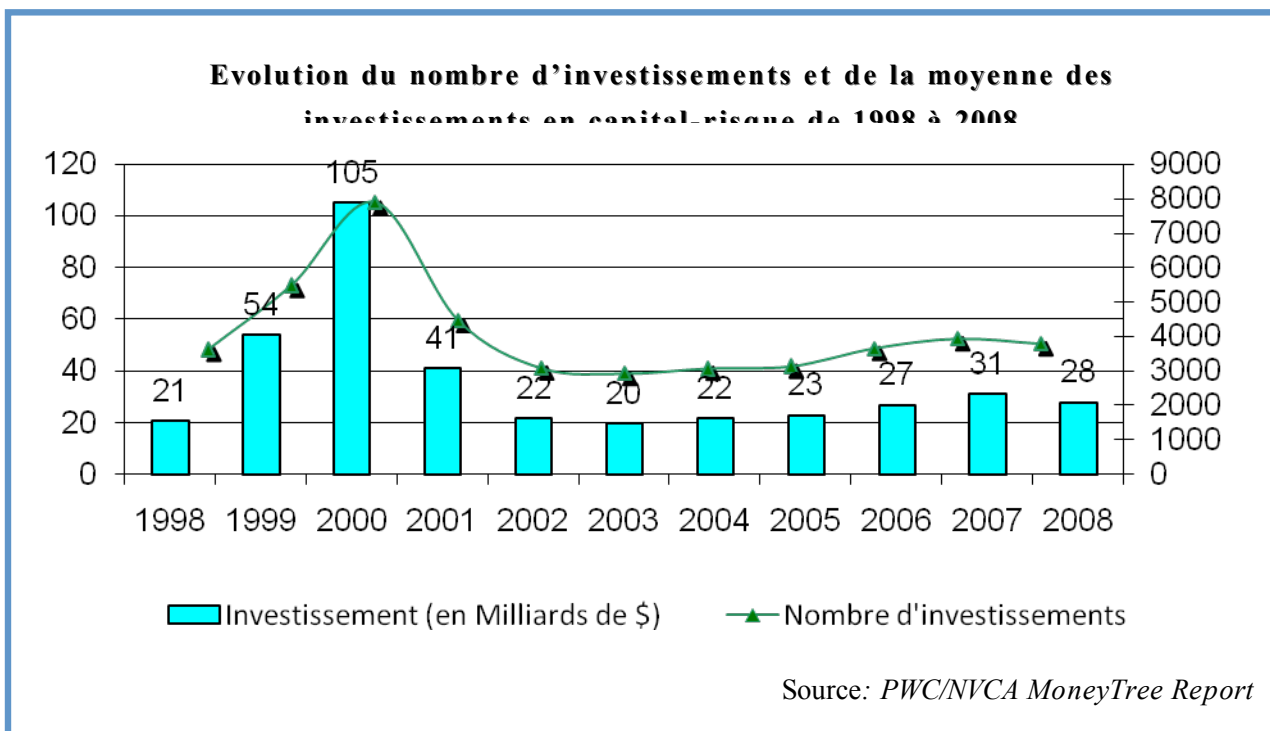
Investisseurs providentiels	19,2 milliards de dollars (2008)
Capital risque	30,9 milliards de dollars (2008)
Programmes de capital risque des différents états	2,2 milliards de dollars (2006)
Les programmes fédéraux (SBIR/STTR)	2 milliards de dollars (2008)
Les fonds d'investissements des entreprises	2,6 milliards de dollars (2007)

Source : « Center for Venture Research » de l'Université du New Hampshire

Aujourd'hui, crise financière oblige, rien ne va plus. Alors que le marché est monté jusqu'à 32 milliards en 2007, il a atteint les 29 milliards en 2008 avant de se contracter potentiellement davantage en 2009. Au cours du premier trimestre 2009, le volume de sorties des sociétés financées par le capital risque (par rachat, le marché de l'IPO étant fermé) représente un tiers de l'activité réalisée à la même période en 2008. L'Association du capital risque de Nouvelle-Angleterre estime que **le marché américain de levée de fonds, distinct de celui des investissements, pourrait se situer en 2009 entre 8 et 12 milliards.**

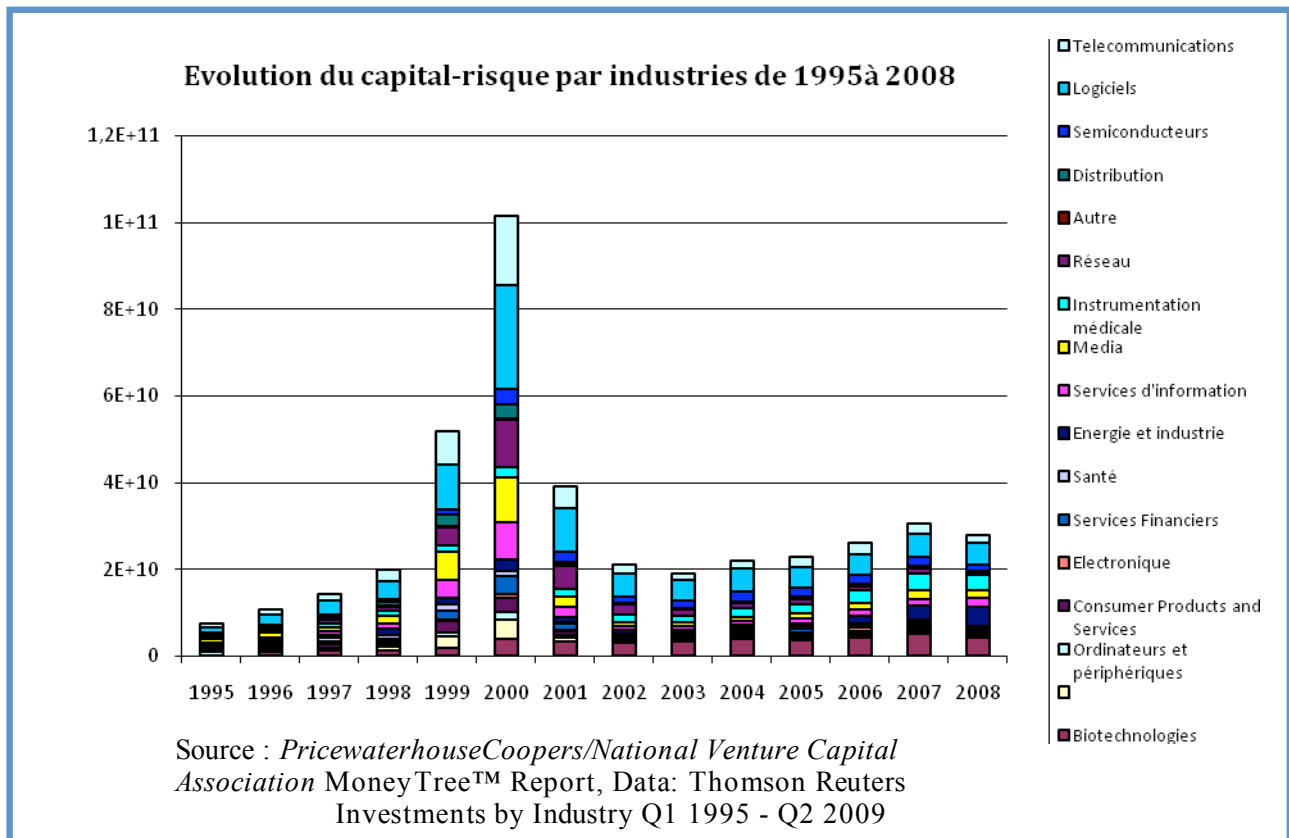
Le volume des prises de participation des sociétés de capital risque dans les entreprises innovantes accuse également une très forte baisse, cependant moins catastrophique que celle que les professionnels anticipaient. Il se monte à 3,004 milliards pour les trois premiers mois de 2009 (contre 7,8 en 2008, soit – 50%). En termes d'affaires (« *deal* »), et pendant la même période, seuls 477 accords ont été conclus par des sociétés de capital risque (706 en 2008). Autre confirmation : des deux côtés du pays, le volume moyen des investissements par dossier baisse de 73 % pour atteindre 2,5 millions (9 millions en 2008).

² Rassemblés souvent aux Etats-Unis sous la dénomination des 3F : « Founders, Family and Friends » (ou « Fools » suivant le risque du projet).



A. Investissements par secteurs industriels

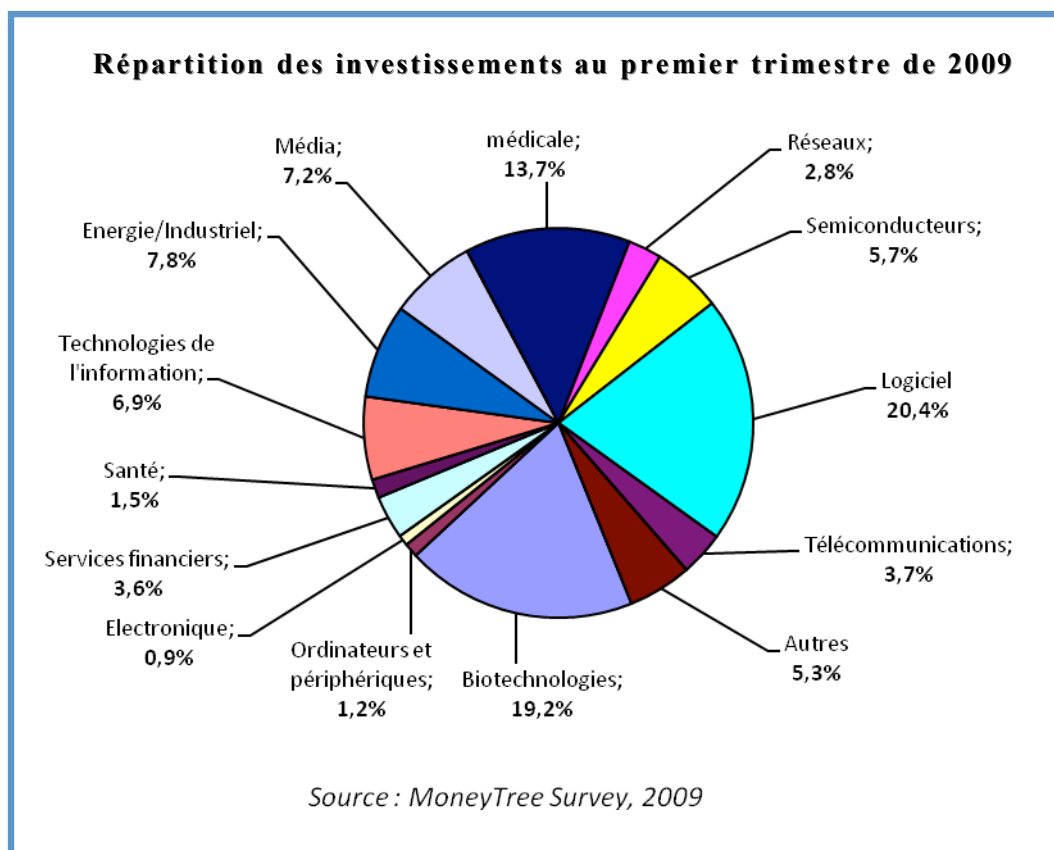
L'activité du marché du capital risque se caractérise par une grande sensibilité à la conjoncture économique et financière. Les deux périodes de forte progression de la levée de capitaux et de l'investissement, pendant les années 80, puis les années 90, ont été suivies de phases de fléchissement qui ont eu des conséquences fâcheuses pour la survie et la croissance des petites entreprises.



Sur 2009, les sociétés de capital risque ont concentré leurs investissements sur les entreprises des secteurs de la santé, de la communication et de l'environnement. Les secteurs les plus prisés sont :

- les services informatiques basés sur Internet,
- l'instrumentation médicale
- l'industrie des énergies alternatives, représentant plus de 70% des investissements.

La concentration sectorielle du capital risque sur quelques secteurs technologiques laisse les sociétés de capital risque plus vulnérables aux retournements cycliques du marché financier.



L'évolution actuelle inquiète bien entendu les professionnels mais aussi l'ensemble de la chaîne de l'innovation en particulier dans le domaine des sciences de la vie : il y a en effet aux Etats-Unis près de 5 000 petites entreprises de biotechnologies en attente de financement ou en recherche de partenariat pour décoller économiquement. Ces entreprises végètent surtout que les grands groupes pharmaceutiques, les seuls à détenir d'importantes réserves financières avant les grandes fusions du début d'année, ont freiné le nombre de leurs partenariats avec de plus petites entreprises pour se consacrer à la mise en œuvre de leurs récentes acquisitions³. Au total, les petites entreprises biotechnologiques sont assez menacées, surtout celles qui conditionnent leurs essais cliniques à grande échelle à des investissements provenant du capital risque et du financement par IPO.

Un seul champ d'activité sort son épingle du jeu, il s'agit des « technologies propres ». A l'automne 2008, la rumeur a couru que l'on s'acheminait même vers une « bulle ». La réalité est plus prosaïque : certes le nombre et le volume d'affaires se concluant est en forte hausse au cours des dernières années mais cette inflation n'a pas été en mesure de provoquer un éclatement comme celui en 2000 pour l'Internet. La raison est la stagnation générale de l'activité du capital risque. En 2008, les technologies propres ont représenté près de 12% des investissements (soit plus de 3,1 milliards) contre 9% en 2007 et moins de 6% en 2006. Les fonds investis par le capital risque américain dans les technologies propres sont à 57% consacrés aux énergies renouvelables (solaire, éolien, etc.) et à 15% aux biofiouls. Dans un domaine proche, celui qui a trait à l'optimisation des réseaux d'énergie aux Etats-Unis, des investissements substantiels sont également consentis. Mais ils le sont dans la perspective du

³ Wyeth par Pfizer (janvier 2009) et Shering par Merck (mars 2009).

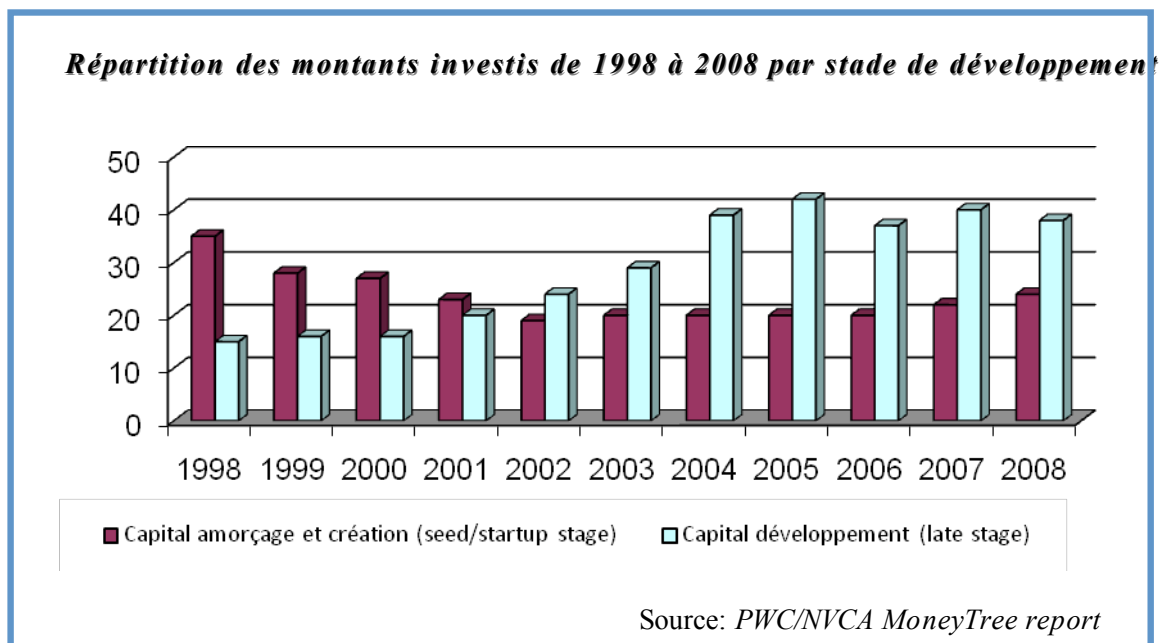
plan de relance de l'Administration Obama et, au delà, d'un vaste plan fédéral visant à créer un réseau moderne et optimisé de transport d'électricité qui tient compte de la production d'énergies alternatives.

B. Investissements par stades de développement

En 2008, le montant moyen des investissements par les capitaux risqueurs dans les jeunes entreprises s'établit à 7,3 millions de dollars. La part des capitaux dédiés au capital de développement (« expansion stage » : 10,8 milliards de dollars) reste la plus importante à 38% des montants investis. Le capital d'amorçage et le capital de création (société de moins de 18 mois) représentent 24% des investissements, en augmentation depuis 2001 tant en valeur qu'en proportion.

Il est à noter une évolution majeure dans la taille des fonds levés par les firmes de capital risque. Les fonds tendent à croître (28,6 milliards de dollars levés en 2006 pour 200 fonds contre 28 milliards de dollars en 2005 pour 214 fonds) permettant ainsi d'augmenter l'efficacité de la gestion des fonds en investissant sur un nombre plus réduit d'entreprises à un stade de développement avancé (« later stage »). Ce type de sociétés plus matures permet aussi de réduire le temps de retour sur investissement car ces entreprises présentent souvent des opportunités de sortie (par introduction en bourse ou bien par rachat) plus visibles qu'une entreprise venant d'être créée. Cependant, cette tendance à l'accroissement du nombre de gros fonds augmente le risque financier en se concentrant sur un nombre plus réduit de projets et diminue aussi le retour absolu sur l'investissement (la prise de risque étant plus faible, la rétribution l'est aussi). Cette tendance à l'augmentation de fonds investis a été bouleversée par la crise financière de l'automne de 2008.

Le capital d'amorçage et de pré-amorçage représente une part faible des investissements de capital risque en proportion du total des financements. Sur 10 ans, de 1995 à 2005, la part des investissements en capital amorçage est passé de 17 à 2% tandis que les investissements sur les capitaux plus matures (« later stage ») a triplé, passant de 15% en 1995 à 45% en 2005. Actuellement, environ 80% des fonds de capital risque sont investis dans les phases de développement moins risquées du développement des entreprises (« later stage » et « expansion stage ») mais qui requièrent souvent des montants plus conséquents qu'un démarrage d'entreprise.



Les fonds de capital risque se concentrent sur les sociétés proches d'une acquisition ou d'une introduction en bourse, laissant de côté les sociétés plus récentes demandant moins de ressources. Jusqu'au début 2008, ils lèvent des fonds de plus en plus importants. Le plus gros fonds de capital risque de l'histoire a été levé en 2006 par Oak Investment Partners, Wesport, Connecticut : 2,56 milliards de dollars.

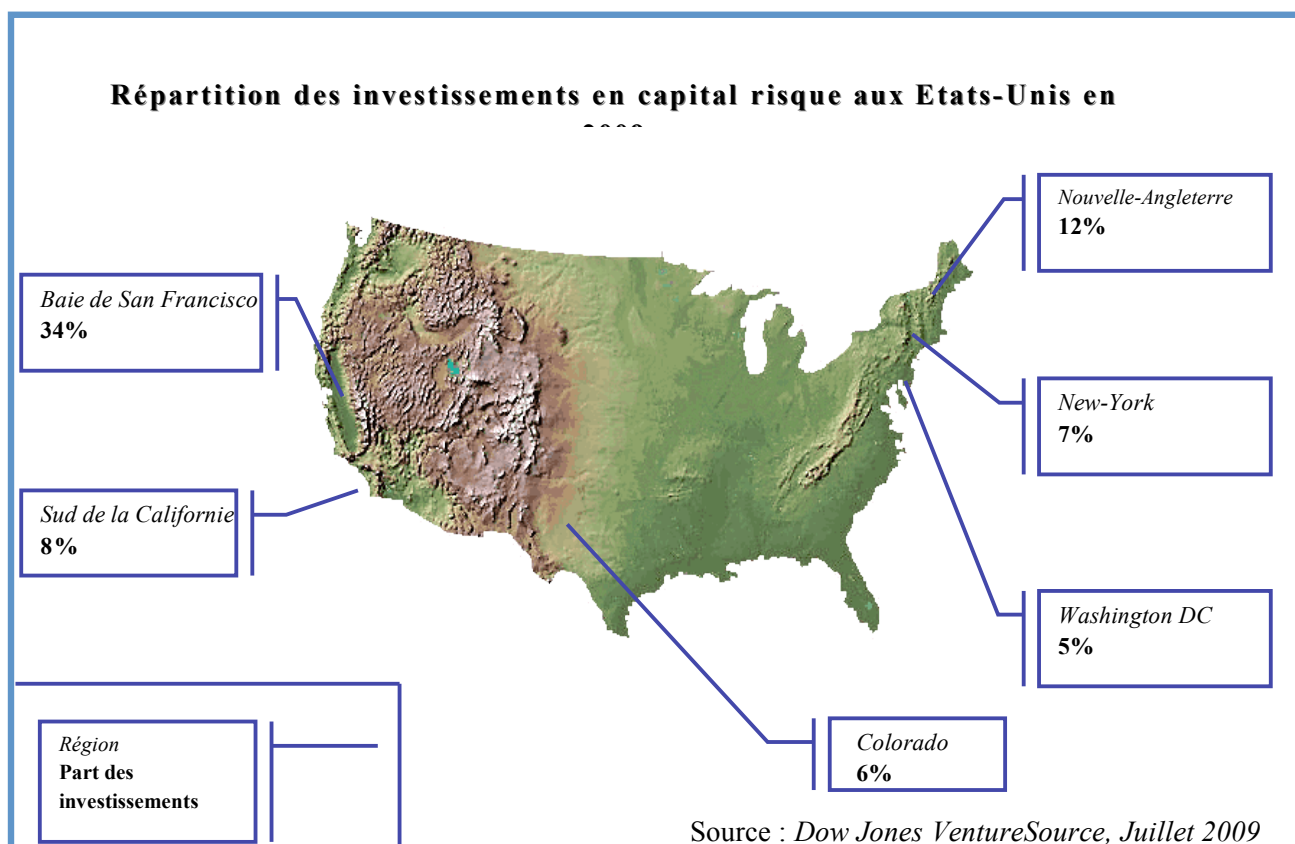
C. Investissements par régions

Le marché du capital risque est concentré aux Etats-Unis sur quelques régions clés représentant la grande majorité des investissements : la Silicon Valley, la Nouvelle-Angleterre, la région de New York, de Washington DC et l'état du Texas. Cette concentration régionale s'explique par la présence de ressources humaines compétentes et hautement qualifiée, d'instituts de recherche de pointe et d'infrastructures adaptées (transports,...).

La Californie et la Nouvelle-Angleterre attirent traditionnellement la majeure partie des investissements en capital risque dans les secteurs des TIC et des biotechnologies grâce à leurs pôles de compétitivité articulés autour d'établissement de formation et de recherche de premier ordre. La présence de spécialistes du droit et de comptabilité permet de réduire les coûts de lancement de jeunes entreprises dans ces régions. Depuis la fin des années 90, d'autres régions ont émergé sur le marché du capital risque comme Washington DC, l'état du Maryland, et la Caroline du Nord.

Les derniers chiffres viennent cependant souligner la forte polarisation de l'activité de capital risque aux Etats-Unis, avec les deux pôles dominants, la Californie (San Diego, San Francisco) et le Massachusetts (Boston). En volume, la côte ouest conserve certes une position dominante avec, au premier trimestre 2009, 173 investissements représentant 1,1 milliard de dollars investis dans les jeunes entreprises innovantes (sur les 3,004 milliards investis dans tout le pays). Mais, par tête, le modeste Massachusetts (5 millions d'habitants)

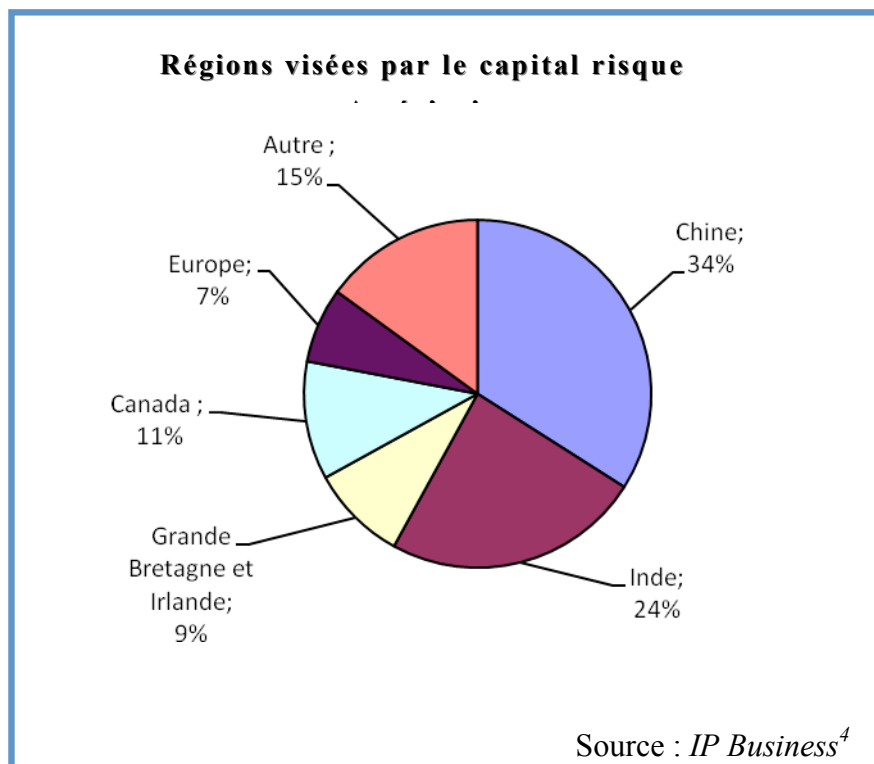
s'enorgueillit de faire beaucoup mieux. Reste à savoir si la crise actuelle n'est pas susceptible de faire évoluer la position relative de l'un et l'autre état ou de faire émerger de nouveaux pôles.



D. Ouverture à l'international

Dans les années 1990, les sociétés de capital-risque américaines ont contribué au lancement des marchés du capital risque au Royaume-Uni, au Canada et en Israël. Les marchés chinois et indiens sont de plus en plus visés. Bien que le capital risque se montre réticent quand il s'agit d'investir à l'étranger ou dans une zone géographiquement lointaine, on constate une croissance des investissements à l'étranger. En 2008, 13,4 milliards de dollars ont été investis dans de jeunes entreprises européennes, indiennes et israéliennes soit une augmentation de 7% par rapport à l'année précédente. En Chine, une somme record de 4,2 milliards de dollars a été investie en 2008. Mais ce chiffre n'est sans doute pas associé à la même définition que nous donnons du capital risque en Occident.

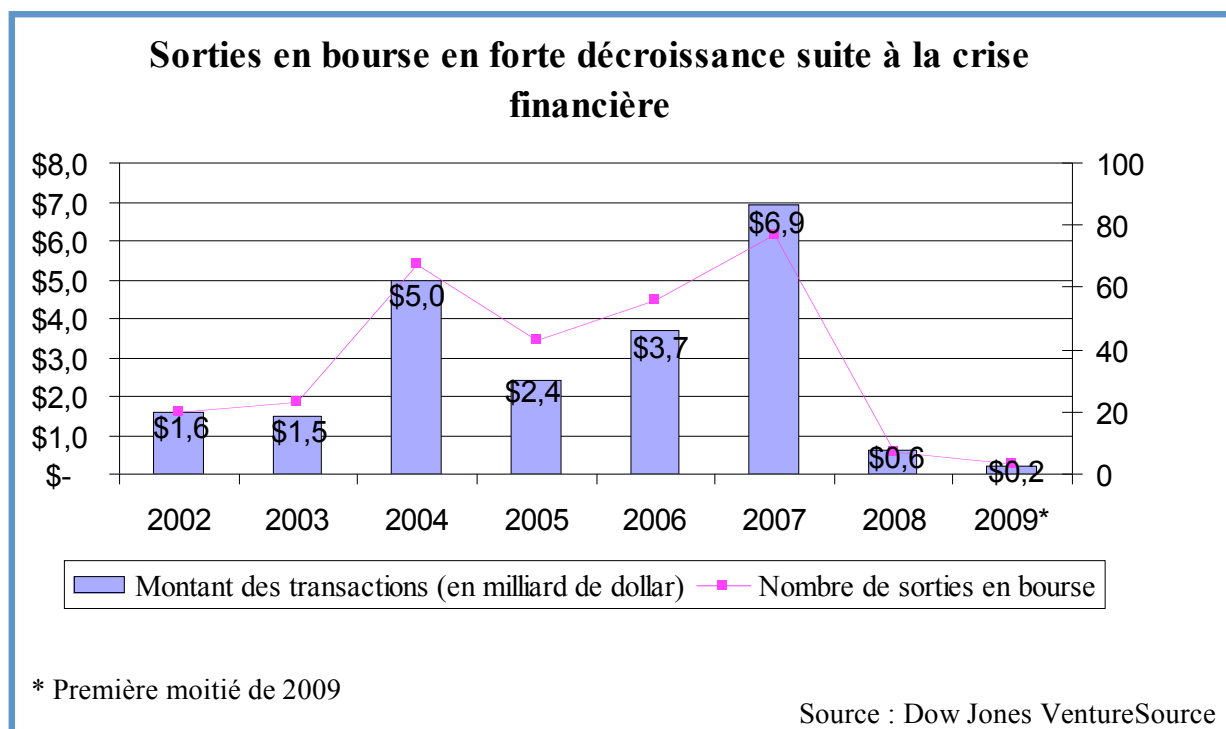
Dans tous les cas, l'ouverture à l'international est une tendance forte, mais très spéculative pour l'instant et surtout dans les mains d'un faible nombre d'acteurs.



E. Possibilités de sorties

Ce n'est pas tant les dividendes distribués que les plus-values escomptées qui constituent l'attrait du capital risque pour les investisseurs. L'objectif d'une société de capital risque est ainsi de revendre sa participation dans l'entreprise soutenue, si possible dans de bonnes conditions. On parle alors de 'sortie'. Les conditions de sortie figureront dans le « pacte d'actionnaires » qui sera passé avec l'investisseur, soit une sortie en bourse soit une vente de l'entreprise à un concurrent (fusion-acquisition ou « merge-acquisition »). Les méga-introductions en bourse comme YouTube et Facebook sont trop rares pour soutenir l'industrie du capital risque. Le temps de sortie des sociétés financées par des capitaux risques a doublé en six ans, passant de 3 ans en 2000 à 6,3 ans en 2006 selon Dow Jones VentureOne. De même, le temps de fusion-acquisition est passé de 2,5 ans en 2000 à 4,5 ans en 2009 toujours selon la même source. Suite à la crise financière de 2008, les sorties en bourse et les fusions acquisitions connaissent une période de forte anémie.

⁴ <http://www.ipbusinessmag.com/departements/article/id/220/us>



F. En bref

L'industrie du capital risque aux Etats-Unis est une composante fondamentale dans le financement des jeunes entreprises innovantes. Après la bulle spéculative de 2001, les investissements sont revenus à des niveaux très importants en 2006 et 2007 mais, crise financière oblige, les montants investis en 2008 ont connu une baisse de 10% par rapport à 2007. Face à un environnement (international, technologique,...) en évolution rapide, le secteur du capital risque se développe et s'adapte au marché financier. Le temps du capital risque finançant, par exemple, uniquement l'amorçage de nouvelles sociétés dans le secteur informatique est révolu. Les nouvelles technologies 'propres' (« clean tech »), les nanotechnologies sont de plus en plus ciblées par les capitaux risqués, tout comme la mise en place de nouvelles formes de fonds hybrides « capital d'amorçage/capital de croissance » ainsi que la perspective d'une ouverture plus large sur l'étranger (Europe et Asie). Cependant, les conséquences de la crise économique conduisent à un net ralentissement de l'activité et à davantage de prudence chez les capitaux risqués.

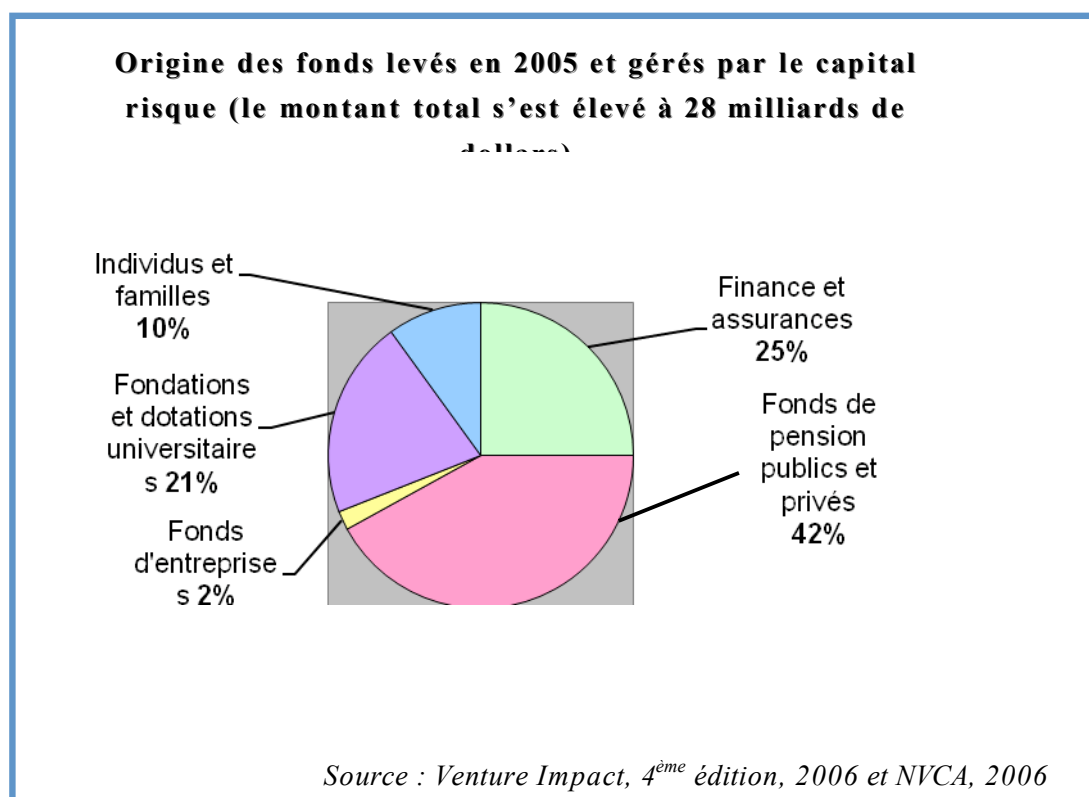
III. Comprendre le capital risque

Bien que l'industrie du capital risque inclut de nombreuses sociétés qui cherchent à investir, le défi de l'entrepreneur américain reste le même, à savoir faire coïncider ses besoins de financement avec les contraintes et les méthodes du capital risque. On estime que sur 100 plans d'affaires reçus par une société de capital risque, 10 présentent un intérêt suffisant pour que le capital risque s'y intéresse et l'étudie. Mais ce ne sont qu'un ou deux projets qui seront finalement financés après un processus d'investigation et de négociations de plusieurs mois.

A. Mécanisme général

Le capital risque prend, pour l'entreprise financée, la forme d'un apport de fonds propres et d'un partage des risques et des opportunités. Il s'inscrit dans une relation à long terme à travers laquelle l'investisseur a pour objectif de réaliser une plus-value. Le bailleur de fonds ne remplit pas uniquement un rôle financier, dans la mesure où, dans de nombreux cas, il est également amené à s'acquitter d'une fonction de soutien dans la gestion même de l'entreprise (développement des opportunités, recrutement,...).

Concrètement, les capitaux investis par les sociétés spécialisées en capital risque proviennent d'investisseurs privés (ou publics) ou de grands comptes. Ces investisseurs, qui sont les pourvoyeurs de fonds de la société de capital risque, sont le plus souvent des banques, des fonds de pension privés ou publics, des compagnies d'assurances, des sociétés non financières ou les pouvoirs publics.

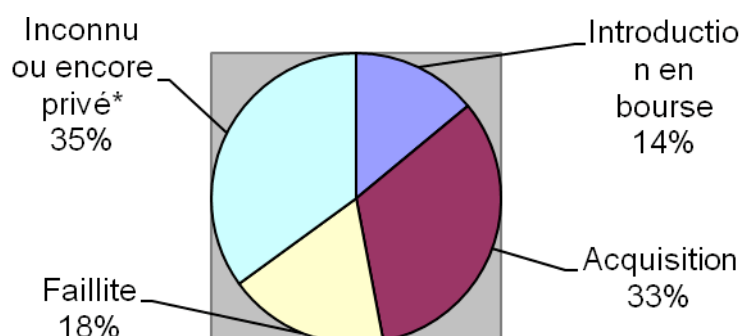


Les fonds de capital risque sont structurés sous forme de société en commandite (« limited partnership ») avec les investisseurs comme partenaires et la société de capital risque comme partenaire principal (« general partner »). Chaque fond est un partenariat séparé.

Sur ces fonds, d'un montant généralement compris entre 150 millions de dollars à plus de 2 milliards, le fond de capital risque va prélever des frais de gestion, généralement entre 1 et 2,5%. Ces frais permettent de financer les frais courants de la société de capital risque (location bureaux, salaires,...). Plus un fond est important, plus les frais de gestion sont élevés. Les grands fonds ne sont généralement pas intéressés pour investir des petits montants dans des projets (1 million de dollars), car la gestion d'un petit investissement est aussi lourde que celle d'un plus gros investissement. Mais ce ne sont pas tant ces frais de gestion que les plus-values escomptées qui constituent l'attrait du capital risque pour les investisseurs. Généralement, les profits du fonds sont redistribués aux investisseurs à 99%, les 1% restants vont aux capitaux risqués jusqu'à ce que les investisseurs aient récupérés leur mise de départ. Au-delà, 80% des bénéfices vont aux investisseurs et les 20% restants aux capitaux risqués. Ce type de redistribution conduit les capitaux risqués à investir dans des projets à très haut potentiel et avec d'importants retours car ce ne sont que quelques grosses affaires qui permettent de maximiser les retours financiers.

A la fin de vie du fonds, généralement au bout de 10 ans, les capitaux risqués doivent rembourser la valeur du fonds prêtée avec une plus-value substantielle : multiplication par 5 ou même 10 du fond initial (il s'agit là d'ordres de grandeur). Les principaux mécanismes de sorties sont la revente de la participation du fonds à un partenaire commercial ou bien l'introduction en bourse de l'entreprise financée (offre publique de vente ou IPO). Avant la crise de 2008, on estimait ainsi qu'environ 15% des jeunes entreprises financées par le capital risque étaient introduites en bourse et que 30% étaient acquises par d'autres sociétés. Notons à ce sujet que la législation récente⁵ a rendu les introductions plus dispendieuses et donc moins fréquentes. De plus, la lourdeur administrative du processus rend le maintien de la cote en bourse plus difficile pour les petites sociétés.

Répartition des sorties réalisées par 11 686 sociétés soutenues par du capital risque entre 1991 et 2000.



Source : Venture Impact, 4^{ème} édition, 2006

(*Légende : [Inconnu ou encore privé] : la plupart ont probablement fait faillite)

⁵ Les lois Sarbane-Oxley, adoptées à la suite du scandale Enron.

Le cycle de vie classique d'un fonds de capital risque comprend les quatre premières années du fonds durant lesquelles sont réalisés les investissements. Les années 2 à 6 du fonds sont consacrées au suivi des sociétés en portefeuille. Les retours sur investissements sont attendus entre la quatrième et la dixième année du fonds. Ce cycle signifie qu'un entrepreneur cherchant des fonds pour une société en phase initiale, devra mettre la priorité sur les fonds qui ne sont pas en fin de vie.

Classiquement, les investissements de capital risque sont réalisés au cours de plusieurs « tours de table » (« *rounds* »). Après le premier financement obtenu, l'entrepreneur devra atteindre les différents objectifs (techniques, commerciaux, financiers,...) qui lui permettront de passer à la seconde levée de fonds. Au fur et à mesure de la progression de l'entreprise et de démonstration de la validité du modèle, la valeur de la société augmente et de nouveaux fonds peuvent être levés. Le but ultime de ce processus est la revente des parts de la société de capital risque, le moment où les investisseurs du fonds de capital risque obtiennent leur retour sur investissement, soit au travers d'une introduction sur le marché boursier, soit par un rachat de la société.

B. Le capital risque: quelle contribution à l'innovation ?

Influencé par l'ensemble des marchés, des valorisations boursières et la santé des portefeuilles des grands comptes, le capital risque subit de plein fouet la crise financière. Cette situation a des répercussions importantes pour le financement des jeunes entreprises mais aussi pour la profession qui en appelle aux pouvoirs publics fédéraux pour relancer la machine. En présentant ses recommandations au Gouvernement fédéral, l'Association nationale du capital risque (NVCA) a fait vibrer une corde sensible en rappelant que l'ensemble des sociétés financées par le capital risque employait 10,4 millions d'américains et générait quelque 2 300 milliards de chiffre d'affaires, soit 17,6% du PIB américain et 9,1% de l'emploi privé du pays. De quoi faire réfléchir les décideurs publics...et mettre la NVCA en bonne position pour réclamer des incitations fiscales, un encadrement plus souple de l'activité, une stimulation des partenaires locaux (petites banques et cabinets comptables) et des facilités pour améliorer la liquidité de leur marché.

Mais les choses ne sont pas aussi simples, surtout dans le domaine de l'innovation. Et cette période a au moins le mérite d'inviter les opérateurs, les pouvoirs législatifs et exécutifs et les experts de tous bords à se pencher sur le système d'innovation des Etats-Unis que la nouvelle Administration entend relancer mais sans le bousculer ou le réformer.

Avec le reflux de l'activité du capital risque, certains se mettent ainsi à relativiser son rôle. Plusieurs contributions viennent alimenter ce point de vue. Le prof. Josh Lerner de l'Université de Harvard a par exemple récemment démontré que les capitaux risqués n'ont pas été capables de financer plus de 36% des entreprises qui sont aujourd'hui cotées sur les marchés. Dans le cadre d'une étude sur dix ans portant sur les 800 entreprises les plus dynamiques du pays, M. Paul Kedrosky de la Fondation Kauffman soutient, quant à lui, que la grande majorité d'entre elles (645) a été financée par des investisseurs providentiels (« *angels* ») ou d'autres contributeurs.

Dans la pratique, les recommandations de la NVCA sont critiquées parce qu'elles sont davantage tournées vers l'économie du système de la profession que vers les mécanismes de l'innovation américaine et les écosystèmes innovants de certaines régions des Etats-Unis. C'est en tous cas la conclusion d'un texte de fond sur le financement de l'innovation rédigé par Harold Bradley de la Fondation Kauffman. Cette contribution apporte du crédit à des

travaux antérieurs conduits par la NIST (Institut fédéral des standards et de la technologie) sur le positionnement des aides fédérales en matière de financement des phases précoces du développement technologique. Dans une l'hypothèse basse des besoins de financement (5,4 milliards) comme dans la situation d'une hypothèse élevée (35,6 milliards), la part du financement provenant du capital risque reste très faible (entre 8%, hypothèse basse des besoins, et 2,3%, hypothèse haute des besoins). Dans les deux situations, les principaux financeurs de l'innovation à un stade précoce restent l'industrie (31,6% et 47,2%, selon l'hypothèse), les investisseurs providentiels (27,9% et 23,9 %) et le Gouvernement fédéral (25,1% et 20,5%). Les résultats de cette étude avaient conduit l'Administration fédérale à aller de l'avant quant au programme SBIR⁶ en argumentant sur le fait qu'il n'empiétait pas sur les prérogatives des acteurs privés et qu'il était le seul outil d'intervention gouvernemental capable d'embrasser tous les domaines technologiques sur l'ensemble du territoire américain. Ce n'est bien entendu pas le cas du capital risque, principalement actif dans des secteurs technologiques précis et dans un petit nombre de zones géographiques bien identifiées.

C. Le capital risque: quel avenir ?

Tous les acteurs américains de l'innovation se mobilisent pour comprendre la situation actuelle, anticiper la sortie de crise et dessiner ce que sera le système de demain. Deux certitudes sont partagées. C'est d'abord l'innovation technologique qui va tirer la reprise économique et la croissance de demain. Autre conviction : rien ne sera plus comme avant, notamment dans le domaine précis du capital risque. L'activité sera nécessairement plus concentrée, plus encadrée mais aussi sans doute plus distribuée sur le territoire en raison de l'éclosion de nouveaux pôles (« *clusters* »).

Le capital risque correspond à une activité influencée par les marchés financiers. Fin 2008, alors que les marchés s'effondraient et que l'appareil financier américain vacillait, certains experts ont prétendu qu'une période de vaches grasses allaient débiter sous l'effet d'un report des investissements institutionnels et privés vers le capital risque qui, au regard de la chute des bourses, pouvait soudainement devenir plus attractif. L'hypothèse n'a pas tenu bien longtemps. Le montant du marché du capital risque n'a pas crû parce que les grands investisseurs sont soumis à des règles prudentielles en la matière (entre 5 et 10%) et qu'ils se trouvaient en « sur-allocation » d'investissement de capital risque du fait de l'effondrement des capitalisations boursières. La contraction de l'activité de capital risque s'explique en effet par une baisse de l'offre de capital et par les indices boursiers, comme la NASDAQ qui culmine depuis plusieurs mois autour de 1800 (2500 en mars 2008). A ceci s'ajoute l'anticipation par les capitaux risqués d'une conjoncture défavorable qui pénalise les jeunes sociétés et la prise de risque en général.

Autre évidence, le capital risque n'a jamais financé les phases initiales de l'innovation technologique. Ce n'est pas son rôle. Le segment d'intervention se situe au delà de la preuve de concept et dans les phases finales d'incubation où la jeune société dispose d'un marché et d'un concept viable pour être introduite en bourse. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'activité de capital risque se concentre dans les écosystèmes innovants eux-mêmes situés dans des régions économiquement dynamiques où l'on observe un ensemble d'industries de haute technologie et des institutions académiques de haut niveau qui attirent vers elles des volumes considérables de fonds fédéraux et des experts de très haut niveau.

⁶ Programme d'innovation industrielle en PPP d'un montant annuel de 2,5 milliards.

D'une façon générale, nous assistons actuellement à une période de latence où les acteurs ne cessent de s'observer. Elle parvient à instiller le doute sur la viabilité du marché du capital risque, à l'instar du Prof. Josh Lerner de l'Université de Harvard qui considère que l'on est en train de vivre un « changement de garde » où les acteurs institutionnels comme les fonds de pension américains ou les fonds de réserve des universités se mettent en retrait au profit de l'immixtion des fonds souverains ou de fonds de pension étrangers. A ce mouvement d'acteurs, le Prof. Lerner associe une diminution du volume des affaires traitées et, par voie de conséquence, un nombre plus faible de sociétés de capital risque, surtout si elles ne se situent pas dans le quartile supérieur de la rentabilité.

Cette vision darwinienne du marché du capital risque est alimentée par le scepticisme des opérateurs et la récession sévère que vit l'économie américaine. Sans croissance, même organique, de l'économie, les acteurs du domaine estiment que les seuils de rentabilité ou de retour sur investissements s'éloignent davantage. Et que le métier du capital risque va revenir à une industrie plus consolidée et plus privée.

Cette tendance pourrait se confirmer avec l'arrivée sur le marché du capital risque de grands groupes industriels qui souhaitent coupler cette activité avec leur R&D. D'une part pour tenter d'en réduire le coût et d'autre part pour garder un œil sur les nouvelles innovations. Cela porte le nom de « *VC Corporate* » ou de « *corporate venture* » aux Etats-Unis. Ainsi Google et Lilly se sont lancés dans le capital risque sous les noms de « Google Venture » qui prévoit d'investir 100 millions de dollars en 2009 et de « Lilly Ventures » qui possède 200 millions de dollars de fonds d'investissement.

IV. Conclusion

Le capital risque s'est développé pour financer les jeunes pousses innovantes en échange d'une participation dans le capital de la société qui sera revendue avec une plus-value conséquente lors de la revente de l'entreprise ou bien de son introduction en bourse. Cette industrie se caractérise par la concentration sur certains secteurs technologiques porteurs (sciences de la vie, STIC, technologies propres), sur quelques régions (Californie, Nouvelle-Angleterre) et, de façon croissante, sur les sociétés technologiques ayant une certaine maturité (« later stage »), c'est à dire réalisant des ventes, au détriment du financement de l'amorçage.

Cette économie du système du capital risque est en train d'évoluer voire de se recomposer même si le capital risque continue de faire partie intégrante du financement de l'innovation aux Etats-Unis. Les facteurs de transformation sont liés non seulement à **la crise financière et à la pléthore de projets à financer** mais aussi à **l'arrivée sur ce marché d'acteurs nouveaux** comme les fonds étrangers et les filiales de grands groupes qui développent une activité de capital risque en relation étroite avec leur R&D.

Il reste que **l'industrie du capital risque est une marque de commerce américaine** qu'aucun autre pays n'est capable de lui contester et qui continuera d'attirer les entrepreneurs technologiques du monde entier qui trouvent également aux Etats-Unis un vaste marché unifié. C'est la raison pour laquelle de nombreux autres pays tentent de développer le capital risque dans le cadre de leur politique d'innovation technologique, souvent dans l'objectif affiché de faire en sorte que les entrepreneurs ou les jeunes sociétés innovantes ne se dirigent pas vers les Etats-Unis pour y trouver des sources de financement.

Même en recul et en phase de recomposition, **le capital risque aux Etats-Unis reste fondé sur un véritable savoir-faire**, une expertise de très niveau et une haute valeur ajoutée qui contribuent à **procurer aux Etats-Unis un avantage concurrentiel important en matière d'innovation**. Au total, le recul actuel de l'activité des sociétés de capital risque aux Etats-Unis n'est sans doute pas synonyme de déclin. **L'analyse de la situation actuelle laisse plutôt penser que nous assistons à une phase transitoire d'adaptation de cette industrie** au nouveau contexte économique et financier de l'innovation.

oooooo

V. Sources

A. Entretiens réalisés (en 2007 et 2009)

- M. Jean-Yves Lagarde, associé-gérant pour le fond de capital risque Boston Millennia Partners, www.bmpvc.com
- M. Alberto Haddad, associé-gérant de « Melcion, Chassagne & Compagnie, www.melcion.com

B. Documents consultés

- How to raise capital de Jeffrey Timmons – Techniques et stratégies pour financer les PME Editeur : McGraw-Hill
- An Assessment of the SBIR Program, National Research Council of the National academies (2009), 382 p.
- Venture Funding and the NIH SBIR Program, National Research Council (2009), 140 p.
- Right Sizing the U.S. Venture Capital Industry, Paul Kedrovsky (2009), 8 p., Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Have We Oversold the Role of Venture Capital ? J. Ortman, The Public Forum Institute (Entrepreneurship.org).

Principaux sites:

- **National Venture Capital Association** – La fédération représentant les firmes de capital risque aux Etats-Unis, le répertoire des membres est disponible en ligne <http://www.nvca.org>
- **MoneyTreeReport** – Une collaboration de la NVCA et de PriceWaterhouseCooper agglomérant les principales données sur le marché du capital risque par trimestre <https://www.pwcmoneytree.com>
- **Venture Capital** – Structure de la société Dow Jones (ex propriétaire du Wall Street Journal) reprenant les données du marché américain, européen et asiatique du capital risque <http://venturecapital.dowjones.com>
- **PriceWaterhouseCooper** – Publie un guide très complet pour lever des fonds de capital risque <http://www.pwc.com/images/tech/3Keys2006.pdf>
- **Association Française des Investisseurs en Capital** – Site regroupant la plupart des investisseurs en France, dont les capitaux risques <http://www.afic.asso.fr/>
- **European Venture Capital Association** – L’homologue européen de la NVCA <http://www.evca.com>
- **VC Experts** – Site collaboratif entretenant une encyclopédie sur le capital risque <http://vcexperts.com/>
- **Center for Venture Research** – Unité de recherche de l’Université du New Hampshire, publie des études socio-économiques sur les impacts du capital risque <http://wsbe2.unh.edu/center-venture-research>

VI. Annexes

A. Principaux acteurs du capital risque aux Etats-Unis

Société	Ville	Nombre d'investissements
Oak Investment Partners	Westport, CT	13
Draper Fisher Jurvetson	Menlo Park, CA	11
SV Life Sciences Advisers	Boston, MA	11
Venrock Associates	Palo Alto, CA	11
Highland Capital Partners	Lexington, MA	10
Menlo Ventures	Menlo Park, CA	10
Polaris Venture Partners	Waltham, MA	10
First Round Capital	West Conshohocken, PA	9
Kleiner Perkins Caufield & Byers	Menlo Park, CA	9
Maryland Technology Development Corporation	Columbia, MD	9
Accel Partners	Palo Alto, CA	8
August Capital Management	Menlo Park, CA	8
Ignition Partners	Bellevue, WA	8
Morgenthaler Ventures	Menlo Park, CA	8
Oxford Bioscience Partners	Boston, MA	8
Sequoia Capital	Menlo Park, CA	8
Versant Ventures	Menlo Park, CA	8
Bessemer Venture Partners	Larchmont, NY	7
Charles River Ventures	Waltham, MA	7
Foundation Capital	Menlo Park, CA	7
New Jersey Economic Development Authority	Trenton, NJ	7
U.S. Venture Partners	Menlo Park, CA	7
Canaan Partners	Westport, CT	6
Flagship Ventures	Cambridge, MA	6
HealthCare Ventures	Cambridge, MA	6
Intel Capital	Santa Clara, CA	6
Intersouth Partners	Durham, NC	6
Mohr Davidow Ventures	Menlo Park, CA	6
North Bridge Venture Partners	Foster City, CA	6
Bay Partners	Palo Alto, CA	5
Benchmark Capital	Menlo Park, CA	5
Clearstone Venture Partners	Santa Monica, CA	5
DCM	Menlo Park, CA	5
Greylock Partners	Waltham, MA	5
InterWest Partners	Menlo Park, CA	5
Lightspeed Venture Partners	Menlo Park, CA	5

Source : MoneyTree Report, 1^o trimestre de 2009

B. Principes fondamentaux pour réussir une levée de fonds aux Etats-Unis

Avant d'évaluer les moyens pour parvenir à lever des fonds auprès des firmes de capital risque, il est nécessaire de s'interroger si la jeune pousse est bien qualifiée pour ce type de financement.

Quelques questions permettent de considérer les chances de réussite pour une levée de fonds.

- 1/ S'agit-il d'une jeune pousse technologique ? Une technologie permet de maîtriser un marché et d'assurer des marges conséquentes.
- 2/ La jeune pousse peut-elle prendre la tête du marché ? Il existe des exceptions, comme par exemple si la technologie développée permet de renverser le modèle du marché
- 3/ Va-t-il falloir investir des montants importants dans l'entreprise ? La société doit pouvoir générer des profits pour 10 à 15 millions de dollars d'investissement.
- 4/ Est-ce que les moyens de distribution sont bien identifiés ?
- 5/ Est-ce que le produit/service peut être distribué sans un support important ? Des produits/services complexes requièrent un support client conséquent et donc coûteux.
- 6/ Est-ce que le produit/service peut générer des marges supérieures à 50% ?
- 7/ Est-ce que la société pourra être revendue ou introduite en bourse dans les 5 à 7 ans ?
- 8/ Est-ce que les ventes pourront atteindre 25 millions de dollars avec un potentiel à 50 millions de dollars ou même 100 millions de dollars ?

Sélectionner et approcher l'investisseur ad hoc

Un entrepreneur qui n'a pas recherché et ciblé étroitement des sociétés de capital risque courent le risque de rallonger le temps de sa recherche et de la mettre en péril. Souvent les capitaux-risques échangent leurs informations, le rejet par un capital risque peut influencer les autres. La recherche des fonds de préférence peut être faite en demandant directement des informations auprès des sociétés de capital risque ou en passant par des entrepreneurs déjà financés par des capitaux risques.

Proximité géographique	Même si les capitaux risques investissent d'une côte à l'autre des États-Unis, un capital risque souhaitera être au plus près de ses investissements et ne pas avoir à passer des heures dans les transports pour rencontrer les équipes
Domaine industriel	Investir dans une jeune entreprise tournée vers les hautes technologies demande une expertise technique non négligeable
Positionnement sur les étapes de financement	Le financement de lancement start-up requiert une forte résilience au risque par rapport au financement du développement
Montants investis en moyenne	La stratégie du fonds est un critère déterminant pour évaluer la prise risque consentie

Stratégie de participation de l'investisseur

Il est important de déterminer si le fond agira en tant qu'investisseur principal et si il y aura des sociétés complémentaires ou en compétition dans le portefeuille du VC

Critères de sélection des sociétés de capital risque

Les capitaux risques recherchent des projets suffisamment nouveaux et crédibles pour exploiter un marché significatif identifié. C'est pourquoi un dispositif dans le traitement du cancer va obtenir plus d'attention qu'une cure des durillons.

Le premier contact avec un capital risque est une étape sensible. Appeler de « but en blanc » directement un capital risque est un pari risqué. Les capitaux risqueurs voient passer de nombreux projets et peu sont retenus. Etre introduit auprès d'un capital risque grâce à une référence qu'il respecte, comme un entrepreneur qu'il a soutenu, améliore les chances d'obtenir un financement. On peut estimer que la moitié des projets dans lesquels investissent les capitaux risques viennent par la voie de la sollicitation directe des entrepreneurs, tandis que l'autre moitié vient de projets que suivent les capitaux risques depuis leur tout début.

Rédiger le plan d'affaires

Une fois la ou les firmes de capital risque identifiées et approchées, il est impératif de leur faire suivre une version efficace du plan d'affaires (« business plan ») de la société. Ce document, de cinq à trente pages, mais en moyenne sept ou huit pages est à mi-chemin entre une vision marketing et une projection comptable. Il doit séduire son lecteur. Le plan du document doit être très clair et retenir l'attention. La synthèse opérationnelle (« executive summary ») doit inciter le capital risque à lire la proposition en entier ou bien à ne pas passer plus de temps sur le projet.

Le plan d'affaires

Le plan d'affaires est un guide opérationnel avec les buts, objectifs, jalons et stratégies clairement définis et bien écrits. C'est le meilleur moyen de démontrer la viabilité et le potentiel de croissance du projet et de démontrer les compétences du porteur de projet et de comprendre de quoi est-il besoin pour atteindre les objectifs de la société. La première lecture du plan est la première opportunité offerte au VC d'évaluer les individus qui vont manager le projet et de mesurer le potentiel retour sur investissement. L'objectif de l'entrepreneur est de démontrer qu'il existe un problème dans son secteur d'activité et que la solution à ce problème est fournie par l'expertise de son équipe et la technologie développée. Plus la barrière à l'entrée du marché est élevée, plus le capital risque sera intéressé afin d'éviter l'entrée trop rapide de concurrents pour la société.

Il n'y a pas de plan type, cependant quatre points doivent impérativement apparaître : la description des ressources humaines du moment, le positionnement concurrentiel, le budget prévisionnel et la description du besoin vital auquel répond le projet (offre de produits ou de services).

Une équipe scientifique de bonne réputation aide très certainement à rassurer le potentiel investisseur. Les capital risques évaluent la réputation de l'équipe scientifique d'après leur place dans la communauté scientifique, mais il n'est pas nécessaire qu'il y ait des prix Nobel. La qualité de l'équipe de management est aussi importante. Les capitaux risques peuvent aider dans le recrutement d'une équipe solide.

Le plan doit aussi s'occuper des interrogations qui intéressent les capitaux risques :

- est ce que l'équipe est capable de faire croître la compagnie rapidement avec succès ? (mettre en valeur les compétences, expériences et personnalités des membres de l'équipe)
- l'ont-ils déjà fait auparavant ?
- est ce que la technologie est pleinement développée ?
- est ce que le produit/service est unique et quelle valeur crée-t-il pour les clients qui justifient qu'ils l'achètent ?
- est ce que le marché potentiel est suffisamment important ?
- est ce que l'équipe a une vision claire pour pénétrer le marché ?
- existe-t-il des barrières d'entrée significatives ?
- combien de fonds sont nécessaires et comment seront-ils utilisés ?
- quelles stratégies de sortie sont possibles ?

Dans le cas où le capital risque refuse de s'intéresser au projet, il est important d'en connaître les raisons pour améliorer le dossier et peut-être s'orienter vers des investisseurs plus adéquates.

Si le plan est digne d'intérêt, l'entrepreneur sera contacté pour le premier d'une série de rendez-vous et le VC commencera la 'due diligence'. Comme les sociétés de capital risque sont là pour réaliser des investissements risqués, on peut être certain que l'analyse de la société portera sur les prospects de la société, l'équipe dirigeante, le secteur industriel et les prévisions financières avant tout financement.

Préparer les données financières

Des prévisions financières réalistes sont très importantes pour attirer les investisseurs et retenir leur intérêt pour participer aux prochains tours de table. Les données financières (estimation des revenus, bilan et flux de trésorerie) doivent refléter précisément le développement des différents produits, le marketing et les stratégies décrites dans chaque section du plan. Au niveau de la forme, il faut éviter les documents austères et rébarbatifs. Le contenu doit être synthétique et soutenu par éléments tangibles qui seront vérifiés par le capital risque par la suite si le projet l'intéresse.

Les investisseurs vont utiliser les prévisions financières fournies afin de déterminer si la compagnie offre un potentiel de croissance suffisant pour obtenir le retour sur investissement requis et pour évaluer si les projections sont suffisamment réalistes pour assurer à la jeune pousse des chances raisonnables de les atteindre.

L'estimation des ventes et donc des revenus générés peut être délicate, particulièrement sur un marché de niche ou bien en voie de développement.

Analyse approfondie de la société

Avant de faire tout investissement dans une société, le capital risques va lancer une investigation approfondie (« due diligence ») de l'entreprise. Ces recherches portent principalement sur les aspects business et légaux. Cela inclut :

- une étude de marché du produit de la société,
- une évaluation des fondateurs et des éléments clés de l'équipe de gestion,
- une analyse des concurrents, s'ils existent, de la compagnie
- un examen des projections financières
- une revue de tout manque dans l'équipe de gestion

L'étude du champ légal est souvent menée par les juristes associés de la firme qui fournissent une liste des informations requises sur la société. Répondre à cette étude peut être très consommatrice de temps. Il faut néanmoins veiller à réunir toutes les informations nécessaires afin de ne pas retarder ou même annuler le projet d'investissement.

Préparer la négociation

Une fois les investigations approfondies menées, le processus de négociation peut débuter. C'est à ce moment que les termes du financement seront déterminés. L'entrepreneur doit se préparer avec attention à cette étape en devenant familier avec les diverses structures de financement et préparer une position de négociation en consultant par exemple un conseiller juridique qui a une expérience dans le domaine du capital risque. Le conseiller donnera des éléments sur les points valant la peine de se battre. Ces points à considérer sont : la répartition des droits, la masse salariale, les restrictions sur le capital, les responsabilités, les stratégies de sorties, les protections contre la dilution, ... La plupart de ces points seront négociés en plus de l'évaluation de l'investissement fourni.

Le dernier point de la négociation est de documenter et clore les transactions sous la forme d'un document reprenant les conditions de l'accord.

Conclusion

10 points clés pour préparer une levée de fonds

- 1/ Réunir une solide équipe de fondateurs
- 2/ Rassembler une équipe de conseillers et de parrains/mentors autour du projet
- 3/ Régler les questions de propriété intellectuelle tôt (brevet, répartition des droits, ...)
- 4/ Identifier avec soin les capital risques qui apporteront de la valeur et sont en phase avec le développement de la société (reprenre l'historique du fonds afin de voir ce qu'il est possible de faire en terme d'investissements et se faire conseiller par d'autres entrepreneurs ayant levé des fonds auparavant)

- 5/ Développer un plan d'affaires orienté vers le marché et la générant de la valeur pour l'entreprise**
- 6/ Etre introduit auprès d'un capital risque afin de ne pas passer des appels à froid (utiliser son réseau)**
- 7/Préparer la synthèse opérationnelle avec soin (compter dix heures de travail car les capital risques ne lisent pas le plan d'affaires si la synthèse ne les attire pas)**
- 8/ Préparer les projections financières avec les objectifs des capital risques en tête (par exemple, le flux de trésorerie n'est pas si important comparé aux revenus de la société)**
- 9/ Interroger le capital risque sur son opinion du modèle de la société et comment l'améliorer**
- 10/ Toujours présenter la réalité telle qu'elle est au capital risque et non telle qu'elle serait désirée**

oooooo