Mais où sont passées les gazelles ? pourquoi la France manque-t-elle d'entreprises à forte croissance ?

Cécile Tlili, Ludovic Weber

▶ **To cite this version:**

Cécile Tlili, Ludovic Weber. Mais où sont passées les gazelles ? pourquoi la France manque-t-elle d'entreprises à forte croissance ?. Sciences de l'Homme et Société. 2006. hal-01908459

HAL Id: hal-01908459

https://minesparis-psl.hal.science/hal-01908459

Submitted on 30 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ÉCOLE NATIONALE
SUPÉRIEURE DES
MINES
BIBLIOTHÈQUE
IE 1 [469]

consultation sur place

MAIS OU SONT PASSEES LES GAZELLES ?

POURQUOI LA FRANCE MANQUE-T-ELLE D'ENTREPRISES A FORTE CROISSANCE ?

CECILE TLILI

LUDOVIC WEBER

MEMOIRE DE TROISIEME ANNEE DU CORPS DES MINES
2005-2006

Dans un contexte de dégradation de la situation de l'emploi en France et de forte pression concurrentielle sur les entreprises françaises, la question des moteurs de la croissance dans notre économie paraît cruciale. Les réflexions sur les entreprises pouvant assumer ce rôle de moteur ont abouti à l'identification d'un acteur économique particulier : ce sont les gazelles, ou entreprises à forte croissance, c'est-à-dire des entreprises qui, comme Gemplus il y a quelques années en France, connaissent une croissance rapide et durable qui les propulse en quelques années au rang de leader international.

Nous avons souhaité dans cette étude nous pencher sur les raisons des difficultés rencontrées par les gazelles potentielles françaises, difficultés dont l'existence est évidente si l'on observe le tissu industriel français : malgré les quelques brillants exemples fréquemment cités, les gazelles n'ont pas conquis le devant de la scène des affaires françaises, comme l'ont fait aux Etats-Unis des entreprises comme Microsoft ou Dell.

Notre étude nous a amenés à écarter l'hypothèse d'un manque de projets, et à nous concentrer sur les obstacles qui sèment le chemin des gazelles pendant les années de leur création. Ces obstacles semblent au premier abord être de nature exclusivement financière. Le problème de la création d'entreprise se résume ainsi pour beaucoup à un manque de fonds, apportés traditionnellement par le capital-risque, ou à leur mauvaise utilisation. Cette idée a été à l'origine d'un certain nombre de mesures visant à compléter la chaîne de financement des entreprises en création, et à introduire des relais devant permettre aux entreprises d'atteindre un stade de développement suffisant pour intéresser le capital-risque.

Notre constat est plutôt celui d'un fossé de maturation. Si les financements pendant les premières années si risquées des jeunes gazelles font bien défaut, c'est également d'un accompagnement technique, commercial et humain qu'ont besoin les projets. Nous avons identifié deux types d'acteurs capables de répondre à ce besoin : ce sont d'une part les business angels, ces ex-entrepreneurs ou cadres d'entreprise qui souhaitent partager leur expérience en investissant dans de jeunes entreprises ; il s'agit d'autre part des structures d'aide à la maturation des laboratoires de recherche publique, qui semblent les plus à même d'assurer la transition des projets issus de la recherche du monde académique vers le monde de l'entreprise.

Il reste d'énormes progrès à faire pour permettre à ces deux types d'acteurs de jouer pleinement leur rôle, au côté des entrepreneurs et des acteurs financiers, dans l'émergence de nouvelles gazelles. Nous avons cherché, avec l'aide d'entrepreneurs, de capital-risqueurs, de business angels, d'instituts de

recherche et de services du ministère de l'industrie, à identifier un certain nombre de leviers devant permettre d'accélérer et de démultiplier leur action.

Il nous est apparu que l'essor de structures de valorisation au sein de la recherche publique implique un travail très spécifiques et des moyens dédiés, qui ne peuvent être mobilisés que si les laboratoires de recherche se réorganisent pour intégrer parmi leurs missions l'utilisation pratique de certains de leurs projets scientifiques, et se donnent l'objectif de leur efficacité sociale. Le développement des business angels nous semble quant à lui devoir passer par une clarification et une professionnalisation de leur mode d'action, rendu flou par un système fiscal complexe, par l'existence de l'ISF ou encore par le manque de liquidité de leur investissement. La création de fonds de co-investissement entre institutions publiques et business angels permettrait aussi d'augmenter l'effet bénéfique des business angels sur l'économie tout en accélérant leur essor.

LES GAZELLES, CES MOTEURS POTENTIELS POUR LA CROISSANCE, SONT EN NOMBRE LIMITE EN FRANCE 6

La France est caractérisée par un tissu industriel au faible renouvellement et peu porteur d'emplois 6
Les gazelles sont des PME à la croissance rapide, porteuses d'emploi et d'innovation 8
La France connaît un déficit en création et en croissance des gazelles potentielles, du fait des difficultés rencontrées par les projets 12
Notre méthodologie : dresser un état des lieux à partir des points de vue des différents acteurs de la chaîne de développement des entreprises innovantes 13

LE SECTEUR DES BIOTECHNOLOGIES ILLUSTRE LE BESOIN DE MATURATION DES PROJETS ISSUS DE LA RECHERCHE PUBLIQUE 17

Les secteur des biotechnologies illustre les difficultés des gazelles technologiques pendant les années d'amorçage et de création 17
Les besoins de financement des entreprises de biotechnologie sont très spécifiques, avec des cycles de développement particulièrement longs et coûteux liés aux phases réglementaires 21
La répartition du coût de développement au cours du temps explique les schémas de développement adoptés 24
Les entreprises rencontrées font face à des difficultés de financement qui pénalisent leur développement 25
Le financement des biotechs par le capital-risque 30
Le déblocage de la chaîne de développement peut se faire par l'amorçage 36
Pour sortir du fossé qui sépare les attentes des entrepreneurs des exigences du capital-risque, la maturation des projets doit se faire dans les laboratoires. 38
ANNEXE : Un rôle très positif du statut de JEI (Jeune Entreprise Innovante) et du Crédit Impôts Recherche 39

LES ENTREPRISES NON TECHNOLOGIQUES FONT ELLES AUSSI FACE A UN FOSSE DE MATURATION 41

Le potentiel des innovations non technologiques est aussi important que celui des sociétés technologiques 41
La création d'une gazelle non technologique 42
Le capital-risque ne peut être le premier interlocuteur financier des gazelles non technologiques 43
Du trou de financement au trou de maturation 44

LA MISE EN PLACE DE STRUCTURES DE MATURATION DANS LA RECHERCHE PUBLIQUE DEVRAIT REPONDRE AUX BESOINS DES GAZELLES ISSUES DE LA RECHERCHE....47

La valorisation représente des activités diverses....47
Le cas des cellules de valorisation étudiées : Pasteur et Inserm....48
Exemple de structures répondant au besoin de maturation....56
Recommandations pour la mise en place de structures dédiées au financement de la Preuve du concept....60

UN ESSOR NECESSAIRE DES BUSINESS ANGELS EN FRANCE....62

Les business angels français sont insuffisamment nombreux et riches pour jouer leur rôle d'accompagnement des gazelles en création....62
Le déficit en business angels en France n'est pas un problème structurel71
Le système d'incitation fiscale pour les business angels en France est trop complexe....74
Un essor des business angels suppose une bonne structuration de leurs réseaux....78
Une incitation touchant à l'ISF permettrait d'attirer les grosses fortunes, donc des tickets d'entrée plus importants....85
Des fonds de co-investissement permettraient d'accroître l'effet de levier des business angels et de doubler la taille de leurs tickets d'entrée....90
Synthese des recommandations pour l'essor des business angels en france93

CONCLUSION....96

Liste des personnes rencontrées....98

LES GAZELLES, CES MOTEURS POTENTIELS POUR LA CROISSANCE, SONT EN NOMBRE LIMITE EN FRANCE

LA FRANCE EST CARACTERISEE PAR UN TISSU INDUSTRIEL AU FAIBLE RENOUVELLEMENT ET PEU PORTEUR D'EMPLOIS

Les réflexions sur la croissance s'accompagnent naturellement d'études de la structure du tissu économique. En effet à la question : « Quels sont les moteurs de la croissance dans une économie ? » s'ajoute naturellement la sous question « les grandes ou les petites entreprises ? ». Si notre étude ne prétend pas répondre exhaustivement à cette question, elle s'appuie cependant sur le constat que les PME à forte croissance jouent un rôle extrêmement important du point de vue de la création d'emplois.

LA STRUCTURE DU TISSU INDUSTRIEL FRANÇAIS EST CARACTERISEE PAR UNE FAIBLE POPULATION D'ENTREPRISES DE TAILLE INTERMEDIAIRE, QUI FAIT ECHO AU FAIBLE RENOUVELLEMENT DU TISSU ECONOMIQUE

Il existe en effet des catégories nettement distinctes de petites entreprises. Certaines ont une vocation à rester de petite taille (entreprises unipersonnelles, TPE ou très petites entreprises c'est-à-dire les entreprises de moins de dix salariés), tandis que d'autres ne représentent qu'une étape dans un processus de développement qui doit les faire évoluer vers des grandes entreprises leaders de leur marché. Tandis que c'est la seconde catégorie qui nous intéresse, on constate que la première est surreprésentée en France, par comparaison notamment avec les Etats-Unis et avec d'autres pays d'Europe. En effet on observe sur les statistiques suivantes, recensées par le Comité Richelieu et l'association française des PME de haute technologie, que la taille moyenne des PME françaises est inférieure a celles des PME américaines et que la part des très petites entreprises dans l'économie française est bien plus forte qu'aux Etats-Unis :

TABLEAU 1 : TAILLE DES PME FRANÇAISES ET PART DES TPE DANS L'ECONOMIE

	Etats-Unis	France	Europe
Emploi moyen dans une PME	19	5	7
Part des TPE dans l'emploi (secteur privé)	17%	37%	34%

Source : Comité Richelieu

Les statistiques de l'APCE, l'Agence pour la Création d'Entreprises, illustrent cette caractéristique, en regardant cette fois non pas le stock d'entreprises existantes mais la création d'entreprises. Son étude sur la création d'entreprises en 2005 indique que sur les quelques 317 000 créations en 2005, 3166 – soit à peine 1% du total – correspondent à des entreprises de plus de 10 salariés.

TABLEAU 2 : LA CREATION D'ENTREPRISES EN FRANCE

Nombre d'entreprises créées en 2005	
Créations pures, réactivations et reprises	316 829
Dont créations pures	224 830
Nombres d'entreprises de plus de 10 salariés créées en 2005	
Créations pures, réactivations et reprises - Entreprises de plus de 10 salariés	3 166
Dont créations pures – Entreprises de plus de 10 salariés	2 166

Source APCE, la création d'entreprises en 2005

Ce constat est à rapprocher du faible renouvellement des entreprises leaders de l'économie française. Tandis que 6 des 25 plus grandes entreprises américaines sont nées après 1963 (à savoir Microsoft, Cisco, Dell, Home Depot, Intel, Wal-Mart), ce n'est le cas que pour une seule des 25 plus grandes entreprises européennes (SAP) – qui est allemande en l'occurrence. Par ailleurs, toujours selon le Comité Richelieu, sur les 1000 premiers groupes mondiaux en 1998, 64 étaient des entreprises créées depuis 1980 aux Etats-Unis, et seulement 9 étaient des entreprises créées depuis 1980 en Europe. Enfin, alors que les Etats-Unis comptent 3176 entreprises avec un chiffre d'affaires supérieur à 100 millions

d'euros, l'Europe n'en rassemble que 2006, dont 309 pour la France et 323 pour l'Allemagne[1].

Cette particularité traduit la difficulté française à faire naître une population d'entreprises à forte croissance. Si le nombre de créations d'entreprises en France semble être à un niveau satisfaisant, peu de celles-ci ont vocation à devenir des leaders de l'économie.

Après avoir précisé ce que sont ces entreprises destinées à devenir des leaders de l'économie – c'est-à-dire après avoir défini précisément la notion de gazelle – nous expliquerons quelle a été notre approche pour tenter d'expliquer le déficit de gazelles en France.

LES GAZELLES SONT DES PME A LA CROISSANCE RAPIDE, PORTEUSES D'EMPLOI ET D'INNOVATION

LE TERME DE GAZELLE DESIGNE UNE ENTREPIRSE A FORTE CROISSANCE

La notion de gazelle fut introduite par le sociologue américain David Birch, chercheur au sein de la société Cognetics (Massachussets). Une première étude portait sur les sociétés ayant connu une croissance du chiffre d'affaires d'au moins 20% par an sur la période 1994-1998, sur une base d'au moins 100 000 dollars. Birch montrait que ces sociétés, qui représentaient environ 3% des entreprises américaines, étaient à l'origine de 5 millions d'emplois créés sur la période.

Si la notion de gazelles – faisant allusion aux entreprises légères et courant vite, par opposition aux souris d'une part et aux éléphants d'autre part – a marqué les esprits, des définitions alternatives ont été retenues par la suite, visant notamment à introduire la croissance relative et non pas seulement absolue, et à prendre en compte la croissance de l'emploi au lieu de, ou parallèlement à, celle du chiffre d'affaires.

Si les gazelles sont des entreprises à forte croissance, elles évoquent des caractéristiques spécifiques telles que la jeunesse, la vivacité et la réactivité, mais aussi la fragilité et l'idée de proie, spécificités qui ne sont pas innocentes dans le choix du terme. Une définition a récemment été donnée par le ministère français des PME, qui a par la même occasion prononcé le mot de gazelle pour la première fois. La définition de gazelles qui en ressort est la suivante (mai 2006) :

- Elles sont choisies parmi les 2000 PME [2], de plus de 5 employés, ayant

---

[1] Source: Comité Richelieu et Observatoire européen des PME

connu la croissance la plus soutenue depuis 2 ans ;

- On ne retient que celles qui ont connu une croissance de plus de 33% sur chacune des 2 années considérées ;
- Elles sont indépendantes (non contrôlées à plus de 50%).

Cette définition très spécifique est à remanier dans le contexte de notre étude, dans laquelle la limitation aux 2000 entreprises ayant connu la croissance la plus importante n'a, par exemple, pas d'intérêt. Ainsi, nous retiendrons les critères suivants :

- Nouvelle entreprise : créée il y a moins de 5 ans et non issue d'une restructuration d'une ancienne société ;
- Croissance rapide : entreprise connaissant une croissance en emplois de plus de 33% en moyenne par an depuis 3 années au moins ;
- Entreprise indépendante, non contrôlée à plus de 50%.

Les deux premiers critères, entreprise de moins de 5 ans et connaissant une croissance rapide depuis au moins 3 ans, soulignent l'importance du facteur temps et la rapidité de mise en œuvre du projet d'entreprise pour être une gazelle. Il existe bien entendu des entreprises plus anciennes, et souvent plus grosses, qui connaissent une forte croissance et contribuent à l'emploi en France, mais leur taille plus importante leur permet de grossir plus facilement. Elles ont accès à des financements divers, ou sont en mesure de s'installer à l'étranger par exemple : elles sont alors plus prédatrices que proies, autant de caractéristiques et de problématiques différentes de celles des premières années de croissance qui font qu'elles ne sont plus les « gazelles » que nous avons choisi d'étudier dans ce mémoire.

Gardons néanmoins à l'esprit les limites de cette définition, et notamment le caractère arbitraire des seuils de 33% ou de 3 et 5 ans. La notion de création d'entreprise a elle aussi quelque chose de conventionnel : une entreprise à fort potentiel peut en effet avoir une existence légale ancienne mais végéter pendant plusieurs années avant d'être reprise par un entrepreneur dynamique qui la transformera en gazelle. A l'inverse un projet peut se développer rapidement en laboratoire, faire travailler plusieurs personnes avant que ces derniers ne décident d'en faire une entreprise. Par ailleurs, la notion d'innovation est omniprésente dans l'idée de gazelle, les conditions citées plus haut ne pouvant être réunies que par un projet innovant.

---

[2] La notion de PME est prise au sens européen : moins de 250 employés et moins de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires initial

Notons que cette définition de gazelles se fait a posteriori, et ne peut donc pas être utilisée pour repérer a priori des gazelles potentielles. Nous serons cependant amenés, dans la suite de notre étude, à tester quelques critères de repérage des gazelles a priori, donc de gazelles potentielles, critères que nous expliciterons au moment voulu.

Enfin, il est utile de préciser ici que certaines des entreprises que nous avons rencontrées ne remplissent pas les critères de notre définition, du fait des difficultés qu'elles rencontraient et d'un ralentissement de leur croissance. Il nous a en effet semblé que l'étude des freins à la création et à la croissance des gazelles ne pouvait pas se baser uniquement sur des « success stories », mais devait aussi prendre en compte et analyser les échecs de gazelles potentielles en difficulté.

Voici comment se situent quelques gazelles rencontrées, ayant déjà pris leur essor, au regard de ces critères :

TABLEAU 3 : CARACTERISTIQUES DES GAZELLES RENCONTREES

	Specialchem	Mauna Kea Tech.	Neovacs
Création entreprise	2000	2000	1993
Salariés en 2005	19	12	8
Croissance moyenne annuelle en emplois (2002 – 2005)	+30%	+42%	+46%
Chiffre d'affaires 2005	4M€	2.2M€	0 M€
Croissance moyenne annuelle en CA (2002 – 2005)	+44%	Pas de CA en 2002	Valo. x 10

CES ENTREPRISES SONT MOTRICES DU POINT DE VUE DE L'EMPLOI

Les gazelles sont par définition créatrices d'emplois, puisqu'elles sont définies comme des entreprises connaissant une croissance soutenue du nombre de leurs salariés. Une étude de l'OCDE nous indique qu'elles jouent en fait un rôle

majeur dans la création d'emplois nets. En effet selon cette dernière[3], entre 1985 et 1994 en France, les 5% des entreprises françaises à plus forte croissance sont à l'origine de plus de 50% des gains d'emplois bruts sur la période considérée.

TABLEAU 4 : ENTREPRISES A FORTE CROISSANCE ET EMPLOI

Part des 5% d'entreprises à la plus forte croissance dans la création d'emplois	54 %
Part des 5% d'entreprises à la plus forte croissance dans l'emploi	10 %

Source OCDE

Selon l'étude, « on constate immédiatement que les entreprises en expansion rapide représentent une proportion beaucoup plus faible de l'emploi que de la création d'emplois. Autrement dit, les entreprises à forte croissance présentent une propension à générer des emplois bien supérieure à celle de la moyenne des entreprises ». Ce constat justifie dans une large mesure notre choix initial de nous intéresser à cette catégorie d'acteurs économiques. Dans cette étude les 5% d'entreprises à la plus forte croissance sont définies selon un indicateur de croissance de l'emploi prenant en compte à la fois la croissance absolue et la croissance relative. En effet ce taux m est défini de la manière suivante : $m = (x1-x0) \cdot x1/x0$ où x1 et x0 représentent respectivement l'effectif à la fin et au début de la période d'échantillonnage.

Le constat du rôle clé des gazelles dans la création d'emploi est toujours valide avec un critère de croissance du chiffre d'affaires, ce qui est moins évident intuitivement. On le vérifie notamment avec un critère de définition a priori. Une étude réalisée par le cabinet d'études pH Group pour le compte du think tank iFRAP, l'Institut Français pour la Recherche sur les Administrations Publiques, étudie sur une cohorte d'entreprises créées en 1998 et suivies sur plusieurs années, les entreprises à fort potentiel de croissance, définies comme les entreprises dont la capitalisation initiale dépasse 100 k€.

---

[3] Les PME à forte croissance et l'emploi/ OCDE 2002/ Participant au groupe de travail pour la France : Philippe Mustar, Centre de Sociologie de l'Innovation (CSI), École Nationale Supérieure des Mines de Paris

Ces entreprises à fort potentiel de croissance représentent 2% des entreprises créées et 18% de l'emploi créé l'année de leur création, ce chiffre atteignant 20% trois ans après leur création.

LA FRANCE CONNAIT UN DEFICIT EN CREATION ET EN CROISSANCE DES GAZELLES POTENTIELLES, DU FAIT DES DIFFICULTES RENCONTREES PAR LES PROJETS

LES GAZELLES FRANCAISES SONT TROP PEU NOMBREUSES ET TROP PETITES

L'étude de l'iFRAP permet de mettre en évidence à la fois le déficit de création de gazelles potentielles en France et les difficultés rencontrées par les gazelles françaises pendant leurs premières années.

Une comparaison réalisée par le pH Group entre les gazelles françaises et anglaises évalue le nombre de leurs création pour l'année 1998 à 3000 en France contre 4500 au Royaume-Uni. Par ailleurs l'étude indique que les gazelles potentielles françaises, si elles sont en nombre inférieur, sont également moins performantes : en effet la croissance de l'emploi chez ces entreprises est de +25% en France contre +56% au Royaume-Uni un an après leur création, cet écart s'accroissant avec le temps puisqu'elle est de +63% en France contre +145% au Royaume-Uni cinq ans après leur création.

TABLEAU 5 : CROISSANCE DE L'EMPLOI CHEZ LES GAZELLES POTENTIELLES

Croissance de l'emploi par rapport à l'année de création

	France	Royaume-Uni
Un an après leur création	+25%	+56%
Cinq ans après leur création	+63%	+145%

Source : iFRAP

LES RAISONS DE LA CARENCE EN GAZELLES SONT A CHERCHER DANS LES DIFFICULTES RENCONTREES PAR LES GAZELLES POTENTIELLES PENDANT LEURS PREMIERES ANNEES

Cette carence en entreprises à forte croissance correspond à la fois à un déficit en projets de gazelles, et aux difficultés rencontrées par les gazelles potentielles dans les premières années de leur développement.

Ces deux types de difficultés sont difficiles à distinguer dans les statistiques : parmi les TPE, comment discerner celles qui ont pour objectif une croissance rapide de leur chiffre d'affaires et de leur masse salariale ? La capitalisation de ces entreprises pourrait être une indication, si la sous capitalisation des gazelles n'était justement pas une des défaillances des PME françaises. Par ailleurs, les projets qui ne sont pas uniquement sous dimensionnés mais littéralement abandonnés sont tout simplement impossibles à quantifier. Il est en fait possible que les deux facteurs – insuffisance en projets de gazelles et difficultés rencontrées par les « candidates » à la forte croissance - se combinent pour expliquer le déficit français de gazelles. C'est sur le second point, les difficultés rencontrées par les gazelles potentielles, que nous avons choisi de nous concentrer, à la fois parce qu'il nous semble prépondérant et plus à même d'être résolu par des mesures pratiques à court terme. Par ailleurs, l'étude du pH Group indique que la faiblesse des gazelles françaises est perceptible dès les premières années suivant leur création. C'est sur cette phase critique d'amorçage, de création et post-création que nous avons choisi de nous concentrer.

NOTRE METHODOLOGIE : DRESSER UN ETAT DES LIEUX A PARTIR DES POINTS DE VUE DES DIFFERENTS ACTEURS DE LA CHAINE DE DEVELOPPEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES

NOTRE APPROCHE EST DE PARTIR D'EXPERIENCES D'ENTREPRENEURS, MALGRE LES BIAIS QUE CELA PEUT ENTRAINER

Le formidable gisement de croissance que représentent les gazelles nous a ainsi convaincus de l'intérêt du sujet et de la nécessité de comprendre leurs difficultés en France. Se posait ensuite la question de la méthodologie à adopter pour explorer le problème. Nos premières recherches nous ont rapidement indiqué que le sujet donnait lieu à un certain nombre d'a priori et d'approches simplistes, entrepreneurs et financiers se renvoyant la responsabilité de la situation, avec à l'appui des données macroéconomiques (niveaux de capital-risque, dépenses publiques en faveur de l'innovation) utilisées pour expliquer une chose comme son contraire…

Pour comprendre ces chiffres, nous avions en fait besoin d'une compréhension fine de la chaîne de développement et de financement de l'entreprise, afin de savoir quel acteur était présent sur quel segment.

Nous avons par conséquent choisi de partir des expériences individuelles des entrepreneurs afin de ne pas connaître le travers qui consistait à débattre des différentes idées reçues propres à ce sujet. Cette démarche nous paraissait également avoir une valeur ajoutée dans un contexte où l'approche macro-

économique domine sur cette problématique, notamment dans l'élaboration de politiques publiques.

Nous avons cependant conscience que cette méthodologie entraînait un certain nombre de biais et de risques, à savoir :

- Un biais sectoriel, inévitable dès lors que notre étude qualitative porte sur un nombre forcément réduit d'entreprises. Nous avons eu conscience de ce biais tout au cours de notre étude et nous avons tenté dans nos résultats de distinguer ce qui nous semblait propre à un secteur de ce qui pouvait être généralisé. Cependant, si nous avons accepté la possibilité de biais sectoriels, nous avons pris garde à ce que l'étude entière ne subisse pas un biais technologique, qui peut être la conséquence d'une vision restreinte de la notion d'innovation. Nous précisons notre définition de l'innovation ci-dessous.
- Un biais de réussite, du fait qu'en nous adressant à des entreprises identifiables en tant que telles nous excluions les projets de gazelles qui auraient pu subir un échec total. Ce biais est en partie corrigé par le fait que les entrepreneurs rencontrés avaient pour certains d'entre eux vécu au préalable des expériences de création d'entreprises avortées.
- Le biais de l'attachement des entrepreneurs à leurs projets, qui leur permet parfois difficilement de distinguer la sanction économique de l'entreprise de la sanction individuelle de la personne que peut représenter l'échec d'un projet. Ce biais a été largement corrigé par le fait que, si les entrepreneurs étaient bien notre point d'entrée face au problème, nous avons dans la suite de l'étude rencontré nombre d'autres acteurs les accompagnant au cours du cycle de création de valeur de l'entreprise (investisseurs notamment fonds de capital-risque et business angels, structures privées ou publiques d'accompagnement notamment associations d'aide à la création, incubateurs).

CETTE APPROCHE NOUS A EN FAIT AMENES A RENCONTRER L'ENSEMBLE DES ACTEURS DE LA CHAINE DE DEVELOPPEMENT DES ENTREPRISES

Les schémas de développement des entreprises en création, pendant les premières années de leur développement, comportent un certain nombre de similitudes, malgré de fortes disparités liées notamment à l'intensité capitalistique et au secteur.

Un individu a une idée qu'il pense pouvoir valoriser via une création d'entreprise ; dans le cas des secteurs à fort contenu technologique, cette idée peut être le fruit de ses travaux dans la recherche publique. Pour valider les hypothèses de son business plan, il peut faire appel à une expertise extérieure ou

à celle d'anciens investisseurs. Il lève ensuite les fonds qui lui permettront de financer l'entreprise pendant les exercices où elle ne sera pas bénéficiaire ; il fait pour cela appel à des interlocuteurs très différents selon le contenu technologique et les besoins financiers de son projet.

Nous avons par conséquent essayé de rencontrer les catégories d'acteurs auxquels fait appel l'entrepreneur pendant les premières années de création de l'entreprise, c'est-à-dire :

- les fonds de capital-risque
- les fonds d'amorçage
- les associations réalisant des prêts d'honneur
- Oseo – Anvar
- les business angels
- les incubateurs
- les cellules de valorisation des instituts de recherche

NOUS DEFINISSONS L'INNOVATION COMME LA COMBINAISON ENTRE UNE INVENTION ET UNE ATTENTE SUR LE MARCHE

La notion d'entreprises à forte croissance est étroitement liée à la notion d'innovation. En effet, les entreprises innovantes sont les plus à même de générer de manière soutenue et durable de la croissance. Il semble ici nécessaire de préciser notre définition de l'innovation. Nous appelons innovante toute entreprise qui saisit une opportunité inexploitée sur un marché.

Nous rejoignons ici la définition retenue par l'OCDE dans l'étude citée ci-dessus selon laquelle « on peut expliquer la croissance des entreprises en insistant sur le rôle des marchés comme réservoirs de nouvelles opportunités et en traitant l'innovation comme la capacité à les saisir. » Cette définition coïncide également avec l'approche de l'AFIC, dans son rapport sur les liens entre capital-risque et valorisation de la recherche : selon l'AFIC une innovation correspond à « la conjugaison d'une invention (par exemple sous la forme d'une offre technologique produit, ou bien sous la forme d'un procédé ou d'un service) et d'un processus économique né d'un besoin exprimé et mesurable. Une fois cette formule réalisée, il faudra développer puis déployer cette innovation pour qu'elle produise un effet important et durable sur la création de valeur ».

C'est notamment avec cette définition seulement que le rapprochement communément opéré entre entreprise innovante et emploi prend son sens : l'entreprise créant de la valeur au sens ci-dessus est en effet à même de créer de

l'emploi « net », c'est-à-dire à créer plus d'emplois qu'elles n'en détruit. En effet, contrairement aux créations type petit commerce, fonctionnant en cycle fermé, qui détruisent un emploi quand ils en créent un, les entreprises innovantes saisissent une opportunité inexploitée sur un marché et donc créent réellement de l'emploi à l'échelle d'une économie.

Cette définition recouvre un champ différent de la définition fréquemment retenue, qui est celle d'entreprise innovante technologiquement. C'est notamment la définition retenue par Oseo-Anvar, qui nous semble trop restrictive. Au-delà d'Oseo-Anvar, cette vision semble dominer chez nombre d'acteurs impliqués dans la création d'entreprise, comme en témoigne une enquête réalisée par l'association France Initiative Réseau sur la perception de l'innovation par ses membres : sur les trois types d'innovation retenus par l'association que sont l'innovation technologique, le caractère de nouveauté du projet et le potentiel de développement (créations d'emplois), seul le premier est systématiquement retenu. Cette définition est par ailleurs restrictive étant donné que la même étude fait état de 50% de projets innovants présentés à FIR, dont 10% seulement le sont au sens technologique.

La conséquence pratique du choix de cette définition du point de vue de notre méthodologie a été une volonté de ne pas nous limiter à des entreprises technologiques. Nous avons ainsi consulté des entreprises de biotechnologies et technologies de l'information et de la communication, mais aussi des entreprises de secteurs dits traditionnels tels que les médias ou les services, en B to B (services à l'industrie, service à l'hôtellerie) ou en B to C.

LE SECTEUR DES BIOTECHNOLOGIES ILLUSTRE LE BESOIN DE MATURATION DES PROJETS ISSUS DE LA RECHERCHE PUBLIQUE

LES SECTEUR DES BIOTECHNOLOGIES ILLUSTRE LES DIFFICULTES DES GAZELLES TECHNOLOGIQUES PENDANT LES ANNEES D'AMORÇAGE ET DE CREATION

LES BIOTECHS : UN SECTEUR A FORT POTENTIEL DE CROISSANCE...

L'OCDE définit les biotechnologies comme l'utilisation de techniques impliquant du matériel vivant servant à modifier des organismes vivants ou des parties de ceux-ci. Une définition alternative retenue par Deloitte et Touche dans une étude réalisée pour France Biotech les définit comme « toutes applications technologiques issues des sciences de la vie qui utilisent des systèmes biologiques ou leurs composants cellulaires, qu'ils soient recomposés ou non, pour produire des matériaux ou des services ». Les entreprises élaborant des produits ou utilisant des procédés biotechnologiques peuvent avoir des activités dans les domaines de la recherche, de la santé humaine et animale, de la cosmétique, de l'alimentation humaine et animale, de la production végétale, de l'environnement et de l'informatique.

Ce secteur représente un enjeu majeur en termes de rayonnement technologique et scientifique comme en termes d'emplois.

Pour s'en tenir à l'exemple des applications dans le domaine de la santé humaine, les biotechnologies jouent un rôle clé en termes d'innovation thérapeutique : selon une étude publiée par France Biotech [4] , les biomédicaments représentaient sur les quatre dernières années entre 30 et 40 % des nouvelles molécules (60% de ces produits étant d'origine américaine, moins de 10 % étant d'origine française).

---

[4] France Biotech, Panorama des biotechnologies en France, Edition de février 2006

Par ailleurs, les chiffres du secteur aux Etats-Unis permettent d'évaluer son potentiel en termes de créations d'emplois : selon le cabinet Ernst & Young[5], le secteur des biotechnologies serait à l'origine de la création d'un demi million d'emplois dont 1/3 d'emplois directs et 2/3 d'emplois induits.

TABLEAU 6 : BIOTECHNOLOGIES, CROISSANCE ET EMPLOI AUX ETATS-UNIS

Nombre d'emplois créés par le secteur	
Directement	150 800
Indirectement (Fournisseurs de biens et de service aux entreprises de biotech)	286 600
Total	437 400
Chiffre d'affaires généré par le secteur	
Directement	20 G$
Indirectement	27 G$
Total	47 G$
Montants de R&D dépensés par le secteur	
Total	11 G$

Source : Ernst & Young - Valeur ajoutée des biotechnologies à l'économie américaine en 1999

La comparaison avec les pays européens indique par ailleurs, que même si l'avance des Etats-Unis est incontestable, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont par exemple permis au secteur des biotechnologies d'atteindre une taille critique, ce à quoi n'est pas parvenue la France.

[5] Ernst & Young, The Economic Contribution of the Biotechnology Industry to the US Economy, Economics consulting and Quantitative Analysis, May 2000

TABLEAU 7 : EMPLOI CREE PAR LES BIOTECHNOLOGIES, COMPARAISON INTERNATIONALE

Emplois directs crées

Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France
170 000	19 000	13 500	5000

Source : France Biotech

... QUI CONNAIT UNE CROISSANCE TRES LIMITEE EN FRANCE

En effet le secteur des biotechnologies en France a connu une croissance limitée. Il emploie aujourd'hui entre 5000 et 6000 personnes. L'échantillon étudié par France Biotech dans l'étude citée ci-dessus (entreprises indépendantes de biotechnologies) a connu une croissance de 6% seulement en 2004, alors que le secteur connaît un rétablissement au niveau international.

Cette situation semble s'expliquer au moins autant par les difficultés de croissance rencontrées individuellement par les PME du secteur que par le niveau assez faible de créations (8 entreprises créées en 2005). Les petites entreprises représentent en effet une part importante du secteur pour des raisons de souplesse de structure et de proximité avec la recherche que nous détaillerons plus loin. Selon une étude réalisée pour le ministère de la recherche en 2001[6], sur les 625 entreprises de biotechnologies recensées, employant 125 000 personnes, 84 % des entreprises et 17 % des effectifs correspondaient à des entreprises de moins de 500 salariés et 49 %, pour 2% des effectifs, ont moins de 20 salariés. Or, selon la même étude, les entreprises indépendantes de moins de 500 salariés nées dans les dix dernières années ont connu une progression faible de leurs effectifs moyens :

6 Ministère de la jeunesse, de l'éducation et de la recherche, Note recherche 03 01, Les entreprises de biotechnologie en France en 2001

TABLEAU 7 : DISTRIBUTION DES EFFECTIFS DES ENTREPRISES DE BIOTECH PAR TRANCHE D'AGE

Effectif moyen, TPE et PME indépendantes (2001)

Tranche d'âge	TPE et PME élaborant des produits ou utilisant des procédés	TPE et PME avec seulement des activités de support
0-2 ans	15	8
3-5 ans	20	14
6-9 ans	25	23
10-15 ans	44	47
> 15 ans	77	122
Ensemble	34	49

Source : Ministère de la recherche

Note : Une TPE est une entreprise de moins de 20 salariés, une PME une entreprise de moins de 500 salariés

Cette répartition par tranche d'âge permet d'évaluer une croissance moyenne des PME sur la période 1990 – 2000, qui serait de l'ordre de +33% en 3 ans sur les trois premières années suivant la création de l'entreprise, puis de 25% dans les trois années suivantes – soit moins de 10% par an en moyenne[7]. Cette croissance ne fait pas des entreprises de biotechnologie françaises, en moyenne, des gazelles telles que nous les avons définies dans la partie précédente (+33% par an dès leur création) : cette croissance, trop lente, ne reflète probablement pas le potentiel des biotechnologies françaises.

Le secteur des biotechnologies nous a donc paru particulièrement intéressant du point de vue de notre étude car il présente à la fois :

---

[7] Ces données ne sont exploitables pour l'évaluation de la croissance des entreprises que dans l'hypothèse où il n'y ait pas de modification majeure de la taille des entreprises à leur création entre 1999 et 2001, ce qui permet de considérer que les entreprises crées en 2001 « ressemblent » à ce qu'étaient celles crées en 1999 à leur création. Cette hypothèse ne nous semble pas irréaliste. Par ailleurs, le biais qui pourrait être induit par un changement de catégorie n'est pas à craindre car aucune des PME créés sur la période n'a dépassé le seuil des 500 employés.

- un potentiel important en termes d'emplois
- une croissance médiocre du fait des difficultés rencontrées par les entreprises pendant leurs premières années de développement

Avant de présenter les éléments d'explication des difficultés des entreprises tels que nous les avons identifiés, une présentation du secteur est nécessaire.

LES BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES DE BIOTECHNOLOGIE SONT TRES SPECIFIQUES, AVEC DES CYCLES DE DEVELOPPEMENT PARTICULIEREMENT LONGS ET COUTEUX LIES AUX PHASES REGLEMENTAIRES

LES PHASES REGLEMENTAIRES

Les entreprises de biotechnologie ayant des activités liées à la santé humaine (ce qui est le cas des quatre entreprises que nous avons rencontrées), et plus particulièrement celles qui développent des molécules thérapeutiques, sont soumises à des exigences réglementaires particulières. Ces contraintes réglementaires expliquent, avec le fort contenu technologique et scientifique des produits, les coûts et les temps de développement très importants qui caractérisent ce secteur, si bien qu'il nous a semblé nécessaire de les détailler ici.

La mise sur le marché d'une nouvelle molécule représente dix à quinze ans de recherche et développement permettant de franchir un certain nombre d'étapes réglementaires préalables à la mise sur le marché. Ces phases de développement, appelées phases préclinique et cliniques interviennent après les travaux de recherche initiaux, et sont définies comme suit:

Le développement préclinique correspond aux phases de test in vitro, des test in vivo sur l'animal et du test de la non toxicité sur l'animal. On peut distinguer le préclinique réglementaire, phase la plus aval du développement préclinique, où les molécules doivent être produites selon des normes de fabrication industrielles (GPM pour « good practise manufacturing »), du préclinique non réglementaire. Viennent ensuite quatre phase cliniques :

- La phase 1 est le test, chez le volontaire sain, de la non toxicité de la molécule. Les études de phase 1 incluent des études de tolérance avec recherche de la dose maximale tolérée et des études de pharmacocinétique.
- La phase 2 correspond à la vérification de l'efficacité de la molécule sur de petites cohortes, à l'étude de l'efficacité du produit et à la définition de la posologie optimale pour les essais de phase III
- La phase 3 correspond à la vérification de la tolérance et de l'efficacité sur

de grandes cohortes (plusieurs centaines), sous la forme d'essais comparatifs, le traitement étant comparé soit à un placebo soit à un médicament de référence. Le dossier d'Autorisation de Mise sur le Marché (AMM) est constitué, pour pouvoir autoriser l'entrée sur le marché.

- La phase 4 est le suivi, une fois la mise sur le marché autorisée, de l'efficacité du médicament. Elle n'est donc pas à prendre en compte dans les délais et coûts de mise sur le marché qui nous intéressent.

LE COUT DE DEVELOPPEMENT DES BIOMEDICAMENTS EST ELEVE ET INEGALEMENT REPARTI

Une étude réalisée par un chercheur de l'université de Chicago[8] donne une estimation du coût et de la durée de développement de chacune de ces phases, ainsi que la probabilité de réussite (probabilité que la molécule atteigne le marché) quand la molécule en est à l'étape de développement en question.

TABLEAU 8 : ETAPES DE RECHERCHE ET DE DEVELOPPEMENT D'UN NOUVEAU BIOMEDICAMENT

Coût, délai et taux de réussite associés

	Durée de l'étape	Coût de l'étape	Probabilité de réussite
Découverte	1-2 ans	1-3 M$ (4-6 %)	1%
Pré-clinique			
In vitro	1 an	1 M$	2 %
In vivo (animal)	1 à 2 ans	1 à 2 M$	3 %
Toxicité (animale)	1 à 2 ans	1 à 2 M$	4 %
Total	3 à 5 ans	3 à 5 M$ (10-12%)	5%
Clinique			
Phase I	1 à 2 ans	1 à 3 M$ (4-6 %)	15-25 %
Phase II	2 à 3 ans	3 à 6 M$ (12%)	35-45 %

[8] The Complexities, Cost of Midwest Biotech Drug Development, Michael Rosen, 11/24/03

Phase III	3 à 4 ans	10 à 20 M$ (42 %)	65 %
Total clinique	6 à 9 ans	13 à 29 M$ (60%)	65 %
Fabrication		3 à 6 M$	6 à 12%
Approbation réglementaire		2 à 4 M$	8%
Total	12- 21.5 ans	23-48 M$	100%

Source : Université de Chicago - Michael Rosen, 2003

Cette étude nous fournit quelques ordres de grandeur concernant la mise sur le marché d'un biomédicament :

- Les délais sont supérieurs à dix ans,
- Les probabilités de réussite sont faibles, tout particulièrement dans les phases les plus amont du développement. La probabilité d'arriver sur le marché pour un médicament au stade de la découverte est de l'ordre d'1%, en phase préclinique de quelques pourcent seulement, et on n'approche les 50% qu'en fin de phase II.
- Le coût de développement associé est de l'ordre de la cinquantaine de millions d'euros.

Il s'agit là du coût de développement d'une molécule donnée par une entreprise de biotechnologie ; les estimations portant sur les coûts de développement par les big pharmas donnent des chiffres nettement supérieurs du fait de la ventilation des coûts corporate, de la prise en compte des frais financiers et de l'usage fréquent dans l'industrie pharmaceutique d'une méthode de calcul répartissant les coûts de développement de toutes les molécules ayant fait l'objet de recherche sur une molécule produite (ratio de 1/10 000 en nombre de molécules en R&D) ; on arrive ainsi dans la big pharma à des estimations de l'ordre de 800 M€.

Les ordres de grandeurs donnés par les capital-risqueurs rencontrés donnent en fait une estimation un peu supérieure à celle réalisée par l'étude ci-dessus puisqu'ils évaluent les besoins de financements des entreprises entre 15 et 60 M€ jusqu'en fin de phase II, ce qui correspondrait à un coût total de l'ordre de 30 à 100 M€.

LA REPARTITION DU COUT DE DEVELOPPEMENT AU COURS DU TEMPS EXPLIQUE LES SCHEMAS DE DEVELOPPEMENT ADOPTES

C'est de toute façon le cas des petites entreprises de biotechnologies qui nous intéresse. Ces entreprises sont naturellement présentes dans les étapes initiales de développement de molécules, car leur structure légère et l'absence de procédures complexes comme dans une grande entreprise les rend particulièrement dynamiques et compétitives. Cependant, les coûts de développement croissants au cours des phases réglementaires (du fait de test sur des populations de taille de plus en plus importante) font que très peu de petites entreprises de biotechnologies peuvent espérer réaliser elles-mêmes la mise sur le marché. Dans le schéma de développement classique un rachat par une « big pharma » ou une cession de licence permet de transférer les coûts d'essais cliniques à grande échelle (notamment à partir de la phase 3) à une structure de plus grande taille.

Son interlocuteur financier est naturellement dans un premier temps le capital – risque; et ce, pendant une phase très risquée, la probabilité d'arriver à la mise sur le marché lorsque l'entreprise est en préclinique n'étant que de l'ordre de 7%.

Les entreprises de biotechnologies sont ainsi généralement présentes jusqu'en fin de phase 2 clinique, période pendant laquelle elles doivent trouver à se financer pour des montants de l'ordre de quelques dizaines de millions d'euros.

Il existe en fait différents modèles de développement dans lesquels les besoins de financement des entreprises seront plus ou moins importants.

QUEL QUE SOIT LE MODELE DE DEVELOPPEMENT RETENU, L'ENTREPRISE DEVRA FAIRE APPEL A DES INVESTISSEURS EN CAPITAL

Pour faire face à ces besoins financiers, il existe plusieurs modèles de développement pour les jeunes pousses de biotechnologie.

Dans un modèle que les analystes financiers qualifient de « cash burning », la société de biotechnologies conserve la totalité de ses actifs. Il lui est donc nécessaire de faire financer l'ensemble de ses besoins financiers pour une période de 4 à 7 ans pendant laquelle elle ne dégagera pas de chiffre d'affaires et à l'issue de laquelle sa valorisation sera dans la plupart des cas difficile car la mise sur le marché sera éloignée de plusieurs années.

Dans un modèle de cession des actifs à un groupe industriel, ou « licensing out », les coûts de développement du médicament sont pris en charge par l'industriel (par exemple sous la forme versement de milestones financiers et la prise en charge des équipes dédiées à ce produit, ou par le versement d'un

financement initial appelé upfront payment, avec parfois des options d'achat définitive de la jeune pousse). La jeune pousse de biotechnologie intervient comme un « sous-traitant », l'industriel ayant les droits exclusifs correspondant au produit. Le risque présenté par ce modèle est la difficulté de valoriser les actifs pendant les phases les plus amont du développement, étant donnés les risques d'attrition et l'impossibilité de prévoir le prix de vente du produit à des échéances longues.

Il existe enfin des modèles intermédiaires de contrats avec les industriels, par exemple les accords de co-développement où les droits de propriété et le financement sont partagés, ou le licensing-in où la jeune pousse conserve ses droits de propriété intellectuelle, l'industriel lui versant des redevances.

Quel que soit le modèle retenu, la jeune pousse souhaitera conserver une partie de ses actifs. Selon l'un des entrepreneurs rencontrés, « la cession de brevet est en effet à exclure si l'entreprise n'a qu'un brevet car elle perd alors tous ses actifs précieux. Cela ne peut être positif que si l'entreprise en possède beaucoup et souhaite se focaliser sur une technologie ».

Il lui faut donc faire appel à un investisseur en capital, qui doit être capable d'assumer ses besoins financiers et de faire face au risque d'échec du produit. Les entreprises de biotechnologie se tournent dans la plupart des cas vers les fonds de capital-risque.

LES ENTREPRISES RENCONTREES FONT FACE A DES DIFFICULTES DE FINANCEMENT QUI PENALISENT LEUR DEVELOPPEMENT

MAUNA KEA TECHNOLOGIES

Mauna Kea Technologies est une société d'imagerie médicale ayant développé une sonde à fibre optique, un " microscope miniature", qui permet d'observer des cellules in vivo. La société a été créée en 2000 par les deux fondateurs, Sacha Loiseau et Benjamin Abrat, et a depuis connu l'évolution suivante :

TABLEAU 9 : MAUNA KEA TECHNOLOGIES

Evolution de la société depuis sa création en mai 2000

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Employés	4	12	12	14	19	33	46
CA (keuros)	0	0	0	0	474	2200	4000
Apports en capital	62 k€ en mai* 1,6 M€ en sept.**			2,2 M€ en juin **	5M€ en oct. **		
Brevets		4	8			20	
Activité			Premier prototype		Premier produit	Tests cliniques	

* *Apports personnels des fondateurs*

** *Capital-risque*

- Lancement du premier produit médical en mai 2006 (produit qui, entre temps, a gagné le premier prix du concours national de technologies médicales innovantes de l'Association pour le Génie Biomédical).
- Lancement du deuxième produit médical, destiné à la pneumologie, en septembre 2006, qui devrait devenir le produit phare de la société.

Courant 2006, Mauna Kea Technologies emploie 40 personnes, fait 2,2 millions d'euros de chiffre d'affaires.

Depuis sa création, la société a levé 8.8 millions d'euros de capitaux privés, a obtenu 846 euros de subventions, 400 000 euros d'aide remboursable ANVAR et 500 000 euros d'aide BSA ANVAR. Elle bénéficie du crédit impôt recherche (695 000 euros de crédit d'impôt en 2005), mesure décrite pas toutes les sociétés rencontrées comme très positive et dont nous détaillons le mécanisme et les effets en annexe.

L'expérience de la création de Mauna Kea fait apparaître deux types de difficultés majeures :

- Un manque de financement initial

L'activité de Mauna Kea Technologies est naturellement assez capitalistique et consommatrice de cash. La première levée de capital pour Mauna Kea intervenait fin 2000, entre l'éclatement de la bulle Internet et la crise des télécoms. Pour un projet très "early stage" dans un domaine peu financé en France - le développement de dispositifs médicaux - le fait de lever 1,6 M€ en capital-risque fut une première belle performance.

La société a ensuite du développer ses premiers prototypes avec des ressources très limitées. L'accès au financement devenant de plus en plus difficile durant ces années-là, la société n'a pu lever de fonds auprès des grandes sociétés de capital-risque françaises qui sont quasiment systématiquement suivies dans leurs choix par les sociétés de capital-risque plus petites et les fonds étrangers. Mauna Kea a donc dû fonctionner en effectifs réduits et a sans doute pâti d'une croissance ralentie durant les années 2002 et 2003.

En juin 2003 et octobre 2004, deux autres levées de capital ont été rendues possibles grâce à des investisseurs atypiques: le fond iXcore tout d'abord puis CreAdev, un fond qui représente la famille Mulliez. Cette dernière levée a ainsi permis à la société de passer des étapes importantes : essais cliniques, embauches de personnels compétents et spécialisés...

- Un manque de maturité technologique de produits au moment de la création des sociétés, du fait d'un manque d'accompagnement par la recherche publique.

Le début de carrière de Sacha Loiseau aux Etats-Unis lui permet de témoigner de la différence entre France et Etats-Unis sur ce point : aux Etats-Unis, la recherche académique (université, laboratoires) prend en charge une partie de développement plus importante, engendrant des start-up à un stade plus avancé technologiquement.

VAXON BIOTECHNOLOGIES

La société Vaxon, fondée en 2004, développe des vaccins thérapeutiques. Elle emploie fin 2005 six personnes. Il s'agit d'une société jeune mais son fondateur avait eu la chance de pouvoir effectuer une partie de la recherche sur le sujet dans son labo pendant 5 ou 6 ans, si bien que l'entreprise a été créée en phase clinique 1 – ce qui est extrêmement rare. Lorsque avons rencontré l'un de ses dirigeants, Philippe Berthon, Vaxon était sur le point de rentrer en phase 2b et espérait une mise sur le marché sous 4 à 5 ans (ici encore il s'agit de procédures exceptionnellement rapides). La société finalisait son premier tour de table de financement auprès du capital-risque.

Ce tour de table devait permettre à la société de lever 11 M€, auprès de 5-6 investisseurs. Le leader était un fonds américain, si bien que, selon son dirigeant, « le déménagement du management de Vaxon aux Etats-Unis est à envisager ». Ce recours à un financement étranger s'explique par la difficulté éprouvée par Vaxon à lever des fonds auprès des capital-risqueurs français. Selon Philippe Berthon, il est « extrêmement difficile de faire financer les phases amont par le capital-risque, beaucoup de fonds ayant subi dans les années 2000 des déconfitures qui les rendent aujourd'hui très conservateurs. Le capital-risque est essentiellement aujourd'hui caractérisé par sa prudence, qui le pousse à inclure des clauses extrêmement protectrices dans les pactes d'actionnaires – clauses intenables pour de jeunes entreprises. Au lieu de l'émulation entre capital-risqueurs qu'on observe aux Etats-Unis, on assiste en France à des comportement très moutonniers».

NEOVACS

Neovacs est une société spécialisée dans le développement de vaccins anticytokines[9] qui compte aujourd'hui 20 employés. Créée en 1993 par un ancien chercheur avec des fonds d'investisseurs privés (business angels), Neovacs comptait 8 employés en 2003, à l'arrivée de son dirigeant actuel Alain Huriez, que nous avons rencontré.

Alain Huriez était auparavant directeur associé pour la biotech chez Truffle Venture, fonds de capital-risque français, investisseur au capital de Neovacs. Il quitte Truffle en mai 2003 pour devenir CEO de Neovacs. La société avait connu pendant dix ans une période de croissance lente du fait d'investissements trop faibles sur les développements de produits. Elle avait toutefois signé un accord industriel avec Sanofi Pasteur pour un de ses produits les plus avancés, le vaccin TAT et développé un large portefeuille de brevets.

A partir de 2003 et de l'arrivée de la nouvelle équipe dirigeante, l'entreprise a accéléré le développement de ses produits et a obtenu un nouvel accord de licence avec un groupe industriel suisse, qui est d'ailleurs entré à son capital à une valorisation assez élevée. Il reste environ 5 à 6 ans avant la commercialisation des produits issus de Neovacs.

L'expérience de Neovacs met en relief selon Alain Huriez une difficulté majeure caractéristique du modèle français : une difficulté de sortie des investisseurs initiaux (angels, capital-risque), même lorsque les progrès de l'entreprise sont notables. Pour Neovacs, les sorties sont soit une introduction en bourse soit une

---

[9] Les cytokines sont des médiateurs cellulaires qui, lorsqu'elles sont produites en trop gros nombre, nuisent à l'organisme, parfois gravement.

cession (ou fusion / acquisition), mais ceci n'est pas espéré dans l'immédiat. Si la société souhaite conserver ses actifs (c'est-à-dire en ne licenciant pas d'autres produits) il faudrait soit une levée de fonds supplémentaire, soit envisager un rapprochement avec d'autres biotech avant d'aborder l'IPO - mais la consolidation est difficile en France.

RECAPITULATIF

TABLEAU 10 : SOCIETES DE BIOTECHNOLOGIE RENCONTREES – RECAPITULATIF

	Mauna Kea	Neovacs	Vaxon
Produit	Microscope in-vivo	Vaccins thérapeutiques	Vaccins thérapeutiques
Fondée en	2000	1993	2004
Employés	4 en 2000 46 en 2006	8 en 2003 25 en 2006	6
Fonds levés	1.6 M€ (2000) 2.2 M€ (2002) 5 M€ (2003)	3.5 M€ (2004) 4.7 M€ (2005)	1M€ (2005) 11M€ (2006)
Modèle de développement	Cash-Burning	Licence	Cash-Burning
Difficultés rencontrées	Difficulté de financement des premiers tours Manque d'accompagnement par la recherché publique en amont	Difficulté de financement de la croissance	Difficulté de financement par le capital-risque français

LE FINANCEMENT DES BIOTECHS PAR LE CAPITAL-RISQUE

LE CAPITAL-RISQUE EST L'INTERLOCUTEUR NATUREL DES JEUNES POUSSES DE BIOTECHNOLOGIE

L'APCE définit le capital-risque comme l'activité de prise de participations, temporaires et minoritaires dans des entreprises nouvelles ou en phase de création, afin de dégager ultérieurement des plus-values.

Le capital-risque, ou « venture capital », VC, en anglais, recouvre ainsi :

- Le Capital-Amorçage (Seed Capital) : intervention avant réel démarrage d'activité d'une nouvelle entreprise, au stade de la mise au point d'un nouveau produit : prototype, pré-séries, etc...
- Le Capital-Création (Start-up) : intervention au démarrage de la nouvelle entreprise ou pendant son tout premier développement. On parle aussi de "capital post-création".

Le terme de capital investissement correspond pour sa part aux investissements en capital dans leur ensemble et recouvre également le Capital Développement et le Capital Transmission / LBO.

Le capital-risque est donc un interlocuteur naturel des entreprises à fort potentiel de croissance dans les premiers moments de leur création. Parmi les sociétés de capital-risque opérant en France dans le secteur des nouvelles technologies, plusieurs ont des équipes spécialisées dans le domaine des biotechnologies.

Sur les 227 membres de l'AFIC, 109 déclarent avoir une activité dans les biotechnologies. En fait, une vingtaine de fonds de capital-risque sont actifs dans le secteur des biotechnologies.

LES CAPITAL-RISQUEURS RENCONTRES SONT SPECIALISES DANS LE FINANCEMENT DE L'AMORÇAGE, NOTAMMENT DANS LE SECTEUR DES BIOTECHS.

Nous en avons rencontré six : Auriga, CDC entreprises, SGAM, Sofinnova, XAnge et Finadavance. Quatre de ces fonds de capital-risque sont parmi les plus actifs dans le secteur des biotechnologies (Auriga, CDC entreprises, SGAM, Sofinnova), ainsi que le fonds d'amorçage spécialisé BioAm. Par ailleurs plusieurs de ces fonds sont spécialisés dans l'early-stage (phases amont). Le récapitulatif des investissements de ces fonds, notamment en early-stage (M€) est indiqué ci-dessous (tableau 11), de même que le nombre d'investissements effectués dans les entreprises de biotechnologies (tableau 12).

TABLEAU 11 : INVESTISSEMENTS REALISES PAR LES FONDS RENCONTRES, TOUS SECTEURS (M€)

Investissements effectués en M€ (dont early-stage*, M€/ %)

	2004		2005	
Sofinnova	46.1	(23 / 50%)	66.6	(28 / 42%)
Auriga	24.8	(13 / 52%)	17.8	(12 / 67%)
Sgam	21.5	(9 / 42%)	30.6	(11 / 36%)
CDC	/	/	32.7	(2 / 6 %)
BioAm	7.3	(1 / 14%)	3	(0 / 0 %)
XAnge	10.4	(3 / 29%)	24.5	(0 / 0 %)
Finadvance	2.6	(0 / 0 %)	1.6	(1 / 63%)

**C'est-à-dire premier tour et amorçage*

Source Chausson Finance

TABLEAU 12 : INVESTISSEMENTS REALISES PAR LES FONDS DE CAPITAL-RISQUE RENCONTRES DANS LES BIOTECHNOLOGIES (EN NOMBRE)

Investissements effectués dans les biotechs, en nombre (dont early-stage*)

	2004		2005	
Sofinnova	5	(1)	3	(2)
Auriga	5	(1)	1	(0)
Sgam	5	(1)	6	(2)
CDC	1	(0)	3	(0)
BioAm	7	(2)	2	(0)

** C'est-à-dire premier tour et amorçage*

Source France Biotech

LE CAPITAL-RISQUE DESERTE LES INVESTISSEMENTS DANS LES JEUNES POUSSES DE BIOTECH, PARTICULIEREMENT PENDANT LES PHASES LES PLUS RISQUEES

Cependant dans les faits, la contribution des fonds de capital-risque français au secteur des biotechnologies est modeste. En effet les niveaux d'investissement du capital-risque dans les biotechs est stable ou en décroissance selon les sources, et situés entre 100 et 200 M€/an sur les dernières années.

TABLEAU 13 : NIVEAUX D'INVESTISSEMENTS DU CAPITAL-RISQUE DANS LES BIOTECHNOLOGIES EN FRANCE

	2004	2005
Montants investis par le Capital-risque (M€)	659	681
Montants investis par le Capital-risque dans les biotech (M€)	162	159
Source Chaussson Finance		
Montants investis par le Capital-risque dans les biotech (M€)	242	99
Source France Biotech		

Ces niveaux d'investissements sont encore plus faibles si l'on s'intéresse au financement de l'amorçage et au premier tour, c'est-à-dire en excluant les refinancements d'entreprises.

TABLEAU 14 : MONTANTS INVESTIS PAR LE CAPITAL-RISQUE DANS LES BIOTECHNOLOGIES EN FRANCE - AMORÇAGE ET 1ER TOUR

	2004	2005
Amorçage		
En M€	1.2 M€	0.56 M€
En nombre d'entreprises financées	6	4
1er tour		
En M€	68.15 M€	50.3 M€
En nombre d'entreprises financées	11	6
Total amorçage + 1er tour		
En M€	68.35 M€	50.84
En nombre d'entreprises financées	17	10

Source France Biotech

On constate donc une désertion des phases les plus risquées du financement des entreprises des biotech par les capital-risqueurs. Comment les investisseurs que nous avons rencontrés expliquent-ils ce phénomène ?

LES VCS SONT REBUTES PAR LE MANQUE DE MATURITE DES PROJETS CHERCHANT DES FINANCEMENTS

La première approche reflète l'idée commune d'un « manque de bons dossiers en France » - critique floue qui renvoie aux entrepreneurs la responsabilité de l'absence de succès biotech en France.

En fait, quand on creuse ce constat il est possible de tirer de cette remarque une analyse plus construite : le reproche fait par Sofinnova aux dossiers est en fait non pas «leur manque de pertinence scientifique, mais les problèmes de brevetabilité ou un manque d'expérience managériale des dirigeants ».

Auriga rejoint ce constat en décrivant les deux types d'écueils que peuvent présenter les dossiers :

« Il y a de bons projets early-stage en France, mais ils demandent souvent pas mal de travail pré investissement, pour arriver à assembler tous les éléments permettant un investissement attractif. Il est vrai toutefois que certains ne sont pas viables : le marché n'existe pas, il est trop petit ou trop long ; ou bien il

existe un problème d'équipe : le fondateur ne convient pas et refuse la mise en place d'un autre CEO. Dans d'autres cas, le problème est une échelle de temps : il manque un ou deux ans pour que mûrisse le concept, sur le plan technique (il arrive qu'Auriga se retrouve à financer de la recherche publique - de la preuve de concept scientifique !), mais aussi l'équipe et le business.»

Ces remarques sont en fait l'expression d'un phénomène qui caractérise les projets de biotechnologies français : un manque de maturité sur les plans technique et managérial, qui fait que le risque pris par les capital-risqueurs est accru. L'illustration de ce risque est possible à chiffrer en ce qui concerne le risque scientifique : les capital-risqueurs affirment que de nombreux projets leur sont soumis avant l'étape préclinique réglementaire, c'est-à-dire à un stade où les chances de succès du projet ne sont que de quelques pour cents.

Pour comparaison, les Etats-Unis ont connu ces dernières années un déplacement vers des phases de plus en plus avancées de développement prises en charge par les laboratoires de recherche, si bien que les projets ne sollicitent le capital-risque que beaucoup plus tard : le programme de la NIH (National Health Institute) aurait ainsi permis d'évoluer d'une majorité de financements au stade découverte à plus de 80 % de premiers tours réalisés au moment de l'entrée en essai clinique.

LES VCS ONT UNE ESPERANCE DE RENTABILITE MEDIOCRE DU FAIT DU MANQUE DE LIQUIDITE DES INVESTISSEMENTS REALISES

Un autre motif de prudence avancé par les fonds de capital-risque rencontrés est la mauvaise espérance de retour sur investissement des projets, y compris pour ceux dont le projet se développe conformément aux objectifs. Il en fait ici question de la liquidité de l'investissement réalisé par le capital-risque dans les jeunes pousses de biotech.

La répartition des coûts de développement d'une molécule faisait clairement apparaître, dans le cas du développement d'un biomédicament, la nécessité d'un apport financier massif au moment de la phase clinique 3 (tests à grande échelle). C'est habituellement l'étape où le capital-risque va faire appel à un relais de financement, qui peut être obtenu auprès des marchés boursiers ou des groupes pharmaceutiques.

Les capital-risqueurs mettent tous en avant la frilosité des marchés boursiers pour expliquer la prudence de leurs investissements. Les entreprises de biotech françaises ayant fait l'objet d'une IPO (Genset, Nicox, Cerep, BioAlliance) ont en effet connu une réussite très mitigée en termes de levée de fonds sur les marchés. La levée de fonds est souvent en deçà des attentes des actionnaires et des analystes. La valorisation de l'entreprise est en fait particulièrement difficile

en biotechnologie, les méthodes traditionnelles ne fonctionnant pas car les entreprises ne dégagent pas de cash-flow.

En l'absence de méthodes simples de valorisation financière des entreprises, la part de l'appréciation subjective du projet par les marchés est démesurée... et révèle dans la pratique leur aversion aux projets risqués et innovants. Cette attitude entretient par ailleurs un cercle vicieux, les quelques fusions ratées de la jeune histoire de la biotech française venant ensuite alimenter ces peurs.

Alternative à l'IPO, la cession à un groupe industriel représente en France la voie la plus commune de sortie pour le capital-risque (80% des désengagements selon l'un de nos interlocuteurs). Cependant, cette voie est décrite comme un processus long et complexe, et difficilement capable d'absorber directement la quasi totalité des projets financés par le VC. Par ailleurs la particulière réticence des industriels français de la pharmacie à investir dans les jeunes pousses de biotech oblige souvent les VC à vendre les entreprises à des groupes américains.

UN COUPLE RISQUE RETOUR INTENABLE EN AMORÇAGE

Il découle de ce double constat que le couple high risk/ high return, c'est-à-dire risque élevé/ retour élevé, qui fait la nature du capital-risque, ne fonctionne pas sur les biotechs : le risque est démesurément élevé et l'espérance de retour faible. Les chiffres des TRI (taux de rentabilité interne) du capital-risque en France, tous secteurs confondus semblent confirmer cette analyse : ces taux sont en fait négatifs en moyenne, et même les quartiles supérieurs ont une performance bien inférieures à celle du capital investissement dans son ensemble – ce qui infirmerait même l'idée selon laquelle l'espérance de gain des leaders draine la profession.

La conséquence de cette rentabilité dégradée est un déplacement vers les phases où le risque initial semble plus acceptable, c'est-à-dire les deux ou troisièmes tours de financement. Cette attitude n'est cependant pas soutenable dans le temps puisque le manque de financements en amont entraîne assez rapidement un assèchement en aval – assèchement dont témoignaient déjà plusieurs des capital-risqueurs rencontrés.

Un autre type de réaction observée est une concentration sur quelques gros projets sur lesquels les capital-risqueurs mettent l'ensemble de leurs financements. L'entreprise Fauvéa spécialisée dans l'ophtalmologie et dont le principe, selon l'un de ses fondateurs, est d'acheter des licences pour l'ophtalmologie de produits utilisés pour d'autres applications et de poser un brevet pour l'ophtalmologie, a ainsi pu lever 20.5 M€ dès le premier tour (en fait immédiatement après un tour à 3.5 M€ mais sans nouvelle valorisation de l'entreprise), ce qui permet à l'entreprise de se concentrer sur le développement

de ses produits. Cependant les bénéfices d'une telle approche dans la perspective de faire émerger une gazelle restent à prouver : il ne s'agit en effet pas d'une augmentation globale des fonds investis mais bien d'une concentration des capitaux. C'est également une évolution du modèle typique de la biotech basé sur des plates-formes techniques à un modèle plus traditionnel, qui part du rachat de molécules, et dont le potentiel d'innovation reste à confirmer.

LE DEBLOCAGE DE LA CHAINE DE DEVELOPPEMENT PEUT SE FAIRE PAR L'AMORÇAGE

On se situe donc face à un blocage de la chaîne de financement des entreprises, responsable en bonne partie du blocage de la chaîne de développement. Il semble nécessaire de permettre une continuité de cette chaîne de financement, pour permettre l'essor de gazelles dans le secteur des biotechnologies.

Nous avons constaté que la chaîne présentait deux maillons faibles, en amont et en aval du capital-risque : l'amorçage des projets est difficile, de même que le relais de financement par les marchés bousiers.

Si ces deux faiblesses nous semblent devoir faire l'objet d'une réflexion des acteurs économiques et des pouvoirs publics, c'est sur le premier que nous mettrons l'accent dans la suite de notre étude.

Il semble en effet plus aisé de débloquer la chaîne par l'amont que par l'aval, car les moyens d'actions sont plus nombreux et plus localisés à cette étape de développement, tandis qu'une consolidation des marchés boursiers serait nécessairement un processus long et mis en place à une échelle européenne.

LA REFLEXION SUR L'AMORÇAGE AVAIT ABOUTI A LA MISE EN PLACE DE FONDS D'AMORÇAGE, QUI N'ONT PAS REPONDU AUX ATTENTES DES ENTREPRENEURS

Le constat du blocage de la chaîne de financement en amorçage n'est pas nouveau. L'Etat avait lancé un appel à projet "Incubateurs d'entreprises et fonds d'amorçage" en mars 1999 pour la mise en place de fonds destinés à participer aux premiers tours de table des entreprises. L'appel à projet insistait sur la spécificité de l'amorçage, " très différent du capital-risque, compte tenu de l'investissement en temps et en expertise nécessairement très important par rapport au montant financier somme toute réduit que représente chaque dossier".

Ces fonds faisaient l'objet d'une dotation de l'Etat aux sociétés de valorisation des établissements de recherche et d'enseignement supérieur investissant dans les fonds, ainsi que d'une participation de la CDC.

Dans le cadre de cet appel à Projets, le fonds d'amorçage Bioam spécialisé dans les biotechnologies a vu le jour en 2000, avec comme investisseurs fondateurs CDC PME, filiale de la Caisse des Dépôts, AXA Private Equity, la Caisse d'Epargne et de Prévoyance Rhône Alpes Lyon et trois organismes publics de Recherche : CNRS, INRA et INSERM.

Bioam affiche la mission d'intervenir à un stade précoce : " Si nous n'avons aucune objection à co-investir avec certains partenaires financiers, Bioam n'investira généralement pas dans des sociétés ayant déjà fait appel à des fonds de capital-risque classiques. En revanche Bioam peut intervenir après un financement par des "Business Angels", des proches ou d'autres fonds d'amorçage comme les fonds régionaux. Bioam investit au premier tour des sommes pouvant atteindre 1 million d'euros."

Philippe Boucheron, Président du directoire de BioAm, décrit une évolution du business model du fonds vers des tours de table de plus en plus importants : "La création du fonds d'amorçage spécialisé Bioam est partie de l'idée que le manque de création de gazelles en biotech était un problème de fonds disponibles... c'est un peu simpliste : si des milliards d'euros sont disponibles en LBO et très peu en capital-risque, ce n'est pas pour rien : il est difficile d'investir à des étapes si risquées tout en promettant des retours financiers significatifs. Dans le projet initial, Bioam investissait 500 k€ dans des entreprises en l'amorçage puis les fonds de capital-risque classiques étaient censés prendre le relais ce qui s'est révélé illusoire. Dans les faits, les tickets sont de 1 à 1.5 M€, dans des syndications de 4 à 7 M€. "

La logique sous-jacente à la création de Bioam - faire émerger de nouveaux projets - n'a selon les capitaux risqueurs de sens que si le fonds peut ensuite suivre aux tours ultérieurs. Or Bioam n'en avait initialement (selon le business model initial) pas la possibilité financière, ce qui a eu deux conséquences : une syndication systématique et une grande sélection des projets pour pouvoir suivre jusqu'à la sortie.

Le premier point est observé sur les tableaux 11 et 12 : Bioam fait autant d'amorçage qu'Auriga, Sgam ou Sofinnova. Il ne peut entrer au capital d'une entreprise qu'au premier tour mais il doit garder des réserves donc étant donné le volume de ce fonds le nombre d'investissement est limité et comparable à ceux des fonds VC classique qui ont plus de moyens.

Ceci pose en fait le problème de la définition de la mission des fonds d'amorçage... mais quel modèle retenir ? Une structure de financement dédiée à l'amorçage mais avec une exigence de rentabilité connaîtra probablement de toute façon une évolution vers le capital-risque classique, avec la même difficulté (voire une difficulté plus grande du fait de la jeunesse de la structure)

à se positionner en amorçage. Le séquençage du financement ne semble finalement pas être la bonne approche.

POUR SORTIR DU FOSSE QUI SEPARE LES ATTENTES DES ENTREPRENEURS DES EXIGENCES DU CAPITAL-RISQUE, LA MATURATION DES PROJETS DOIT SE FAIRE DANS LES LABORATOIRES.

L'évolution qu'ont connue les fonds d'amorçage spécialisés semble menacer toute structure de financement destinée à combler le manque de financement en amont du capital-risque. La segmentation de la chaîne du financement semble ainsi ne pas être une approche satisfaisante pour sortir de la contradiction entre le point de vue des entrepreneurs de biotechnologies et celui des capital-risqueurs.

La première phase de développement et de maturation d'une gazelle est très différente des étapes de croissance ultérieures de par les problématiques qu'elle pose. Comme nous le détaillerons dans la suite de cette étude, nous pensons que cette phase initiale de développement nécessite un accompagnement qui ne peut se faire que dans le cadre de la recherche publique, dans des structures de valorisation de laboratoires par exemple.

Les problèmes que nous venons d'identifier sont dans une grande mesure la conséquence des spécificités du secteur des biotechnologies ; cependant, ce dernier nous semble mettre en évidence les difficultés que rencontrent nombre de gazelles technologiques françaises. Les activités à fort contenu scientifique appellent en effet très souvent des recherches appliquées amont pour la sortie d'un premier prototype, impliquant des temps de développement et des financements importants avant le premier chiffre d'affaires. Les problématiques précédentes se retrouvent ainsi régulièrement, au moins dans une moindre mesure, et ce d'autant plus que la technologie en question est issue d'un laboratoire de recherche public, ce qui est fréquent dans les domaines de l'informatique et du traitement du signal, de l'optique, ou de l'environnement.

Cependant, comme nous l'avons précisé en première partie, l'innovation n'est pas uniquement technologique, et arrêter ici notre constat mettrait de côté une partie importante des gazelles françaises qui ne connaissent pas ces problèmes de coûts et délais de recherche et développement. Or, nous avons vu que ces gazelles connaissaient aussi des difficultés de croissance en France : c'est ce que nous allons maintenant étudier dans la partie suivante.

ANNEXE : UN ROLE TRES POSITIF DU STATUT DE JEI (JEUNE ENTREPRISE INNOVANTE) ET DU CREDIT IMPOTS RECHERCHE

Face aux difficultés rencontrées par ces entreprises innovantes en phase d'amorçage, l'Etat a pris des mesures destinées à améliorer leur trésorerie, principalement en limitant des dépenses lourdes dont on sait qu'elles servent la croissance de l'entreprise. Ces entreprises concernent principalement les entreprises technologiques.

Le Crédit Impôts Recherche (CIR) consiste en une réduction d'impôts d'un montant lié aux dépenses de R&D effectuées dans l'année et à leur variation par rapport à l'exercice précédent :

- 10% des dépenses faites ;
- auxquelles on ajoute 40% de l'accroissement des dépenses de R&D entre l'année précédente et l'année présente, minoré de la moyenne des accroissements correspondants des 2 années précédentes.

Les dépenses de R&D rassemblent les dépenses liées à la veille technologique, aux moyens humains et matériels affectés à la recherche, à la recherche sous-traitée, aux brevets et à leur défense. Ce crédit d'impôt est limité à 10 millions d'euros par an et par entreprise. Les gazelles, souvent déficitaires dans leurs premières années de développement donc ne payant pas d'impôt, peuvent se voir restituer directement la somme correspondant au crédit ; les entreprises bénéficiaires déduisent la somme de leur impôt.

Le statut de Jeune Entreprise Innovante (JEI), créé en 2004, permet aux entreprises concernées :

- D'être exonérées d'impôts sur les sociétés pendant 3 ans, puis de n'en payer que 50% pendant les 2 années suivantes. La JEI exonère aussi de la taxe foncière et professionnelle ;
- De faire bénéficier ses actionnaires d'une exonération d'impôts sur les plus-values, sous certaines conditions, lorsqu'ils cèdent leurs parts ;
- De bénéficier d'un allègement des charges patronales sur les salaires versés aux salariés participant à la recherche.

Le statut peut être demandé par les entreprises :

- de moins de 8 ans ;
- nouvelles (non issues de restructuration) ;
- employant moins de 250 salariés ;

- faisant moins de 40 millions d'euros de chiffre d'affaires ou ayant un total de bilan inférieur à 27 millions d'euros ;
- non contrôlée à plus de 50% ;
- dont les dépenses de R&D représentent plus de 15% des dépenses totales (les dépenses de R&D sont à peu près les mêmes que celles qui ouvrent droit au CIR, hors veille technologique).

Ces mesures sont très appréciées des entrepreneurs que nous avons rencontrés dans les secteurs technologiques, car elles augmentent immédiatement la trésorerie disponible des gazelles. Elles ne résolvent cependant pas la question du manque de ressources en capital pendant les premières années.

LES ENTREPRISES NON TECHNOLOGIQUES FONT ELLES AUSSI FACE A UN FOSSE DE MATURATION

LE POTENTIEL DES INNOVATIONS NON TECHNOLOGIQUES EST AUSSI IMPORTANT QUE CELUI DES SOCIETES TECHNOLOGIQUES

Il convient avant tout de rappeler que 95% des entreprises créées chaque année en France ne sont pas technologiques, et moins de 3% sont des entreprises du secteur des NTIC[10]. Même si toutes ne sont pas des gazelles potentielles, il n'en reste pas moins que les entreprises innovantes non technologiques sont, en nombre de création, aussi importantes que les entreprises technologiques. C'est ce qui apparaît sur le graphique ci-dessous extrait d'une étude de l'association Europe's 500, destinée à promouvoir les intérêts des entreprises à forte croissance en Europe.

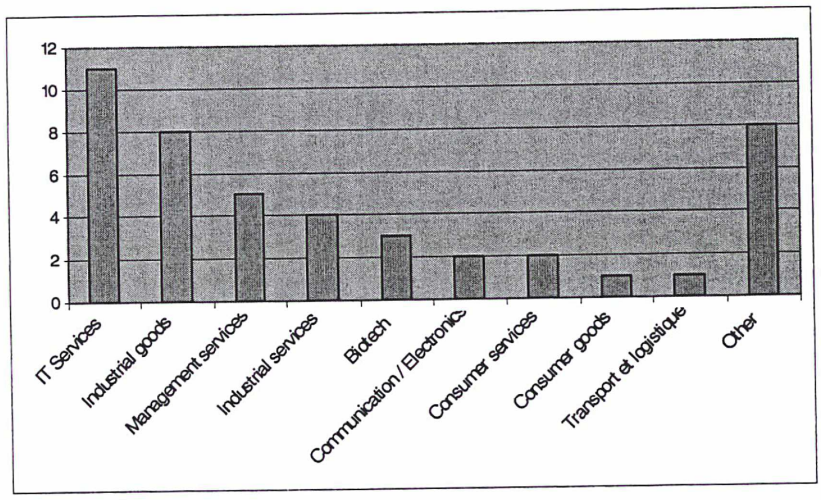

Figure 1 : Répartition des gazelles répertoriées par Europe's 500 par secteur d'activité, en pourcentage

[10] Observatoire de la creation, APCE (2005)

Europe's 500 cherche à identifier dans cette étude les 500 entreprises à plus forte croissance en 2005, croissance définie grâce à l'indice de Birch que nous avons introduit en 0roduit en 0. Le graphe ci-dessus classifie les entreprises françaises du panel 2005 selon leur secteur d'activité. Nous relevons 11 entreprises des NTIC, 3 de biotechnologie et 2 d'électronique et communication, à côté de quoi les services en management, aux industries ou aux particuliers représentent 11 entreprises, les prestations logistiques 1 entreprise. Il en ressort donc 16 entreprises technologiques pour 12 non technologiques. Les produits industriels (industrial goods) sont un mélange de technologie (matériaux performants) et de non technologique (produits naturels). Il faut en plus mentionner l'existence d'un biais de ce constat lié au fait que l'innovation technologique trouve plus facilement son essor en France que son équivalente non technologique, résultant en une discrimination négative en amont à l'égard des secteurs non technologiques.

LA CREATION D'UNE GAZELLE NON TECHNOLOGIQUE

Nous avons retenu de nos rencontres avec des gazelles non technologiques, potentielles ou accomplies, un certain schéma commun de développement. Ainsi, un entrepreneur décide de créer son entreprise autour d'une idée innovante. Cette idée peut être de nature très diverse :

- Un concept nouveau, tel que la création d'une place de marché virtuelle où des industriels pourront aisément rencontrer les prestataires informatiques les plus adaptés à leurs besoins (cas de « Jironimo.com », entreprise rencontrée);
- Un business model inédit, tel que le lancement d'un journal gratuit dans un nouveau domaine, le sport (cas de « Sport », entreprise rencontrée);
- Une idée permettant de créer une nouvelle demande, par exemple l'idée de lancer une chaîne de crèches pour chiens en France (cas de « Canicrèche », dont nous avons rencontré certains investisseurs).

Intervient alors rapidement une série de dépenses pour l'entrepreneur :

- Financer des études de marché, qu'il n'a ni le temps ni les compétences de faire lui-même, afin de calibrer le projet et de l'aligner au mieux avec la demande du marché ;
- Parallèlement il est nécessaire de concrétiser l'idée innovante en un premier prototype ou une première maquette, ce qui peut être très coûteux comme en témoigne Francis Jaluzot, co-fondateur du gratuit « Sport », que nous avons rencontré ;
- Bien entendu, il est nécessaire d'acheter du matériel bureautique,

informatique, un logiciel spécifique pour un site internet. Il faut parfois financer des locaux ;

- L'évolution du projet exige des recrutements de personnel technique pour faire évoluer le produit, d'un comptable, d'un juriste, etc.

Ces dépenses atteignent très rapidement des sommes supérieures à 100 000 euros, dépassant le capital initial apporté par l'entrepreneur, sa famille et quelques amis. Il doit donc partir en quête de financement. Aurélie Giraud, que nous avons rencontrée et qui a récemment créé une entreprise, « Jironimo.com », destinée à être une place de marché dédiée exclusivement à des projets informatiques (publication d'appels d'offre de DSI de grands groupes par exemple), nous explique alors les refus typiques auxquels l'entrepreneur fait face :

- Les banques refusent systématiquement d'aider un projet à ce stade de développement beaucoup trop risqué ;
- Les aides publiques telles que celles d'Oséo lui sont presque toutes fermées car le projet est sans contenu technologique ;
- Les prêts d'honneur exigent souvent un premier chiffre d'affaires ;
- Les fonds d'amorçage sont essentiellement technologiques ;
- Le capital-risque n'intervient pas à ce stade du projet pour les raisons que nous reprenons dans le paragraphe suivant.

LE CAPITAL-RISQUE NE PEUT ETRE LE PREMIER INTERLOCUTEUR FINANCIER DES GAZELLES NON TECHNOLOGIQUES

Une mise en regard des besoins initiaux des gazelles non technologiques et des exigences, donc des objectifs, du capital-risque montre que celui-ci ne peut financer l'amorçage de celles-là. En premier lieu, la gazelle a besoin de structurer son projet : n'ayant pas encore de contrat, elle doit montrer à ses clients potentiels la pertinence de son idée, de son produit. Cette structuration passe par la constitution d'une équipe compétente ou renommée, par le développement de solutions identifiées par des études de marché. Or ce sont ces mêmes éléments qu'exige le capital-risque pour justifier sa décision d'investissement, éléments concrets pouvant être présentés aux actionnaires du fonds. Le capital-risque souhaite également asseoir sa valorisation sur un actif de l'entreprise qui est dans la plupart des cas inexistant à ce stade de vie de la gazelle : aucun brevet ne peut être déposé, elle n'a pas d'outils, pas de marque. L'expérience ou le carnet d'adresse de l'entrepreneur sont parfois considérés

comme des actifs tangibles – mais il s'agit de cas minoritaires, permettant difficilement d'amorcer un cercle vertueux.

Le second point extrêmement important est la vitesse de la décision d'investissement : comme nous l'avons déjà souligné, une gazelle doit se développer rapidement car elle est sur un secteur souvent très concurrentiel et sans barrière à l'entrée conséquente en l'absence de technologie, donc où un concurrent peut s'installer du jour au lendemain. C'est le cas pour le lancement d'un journal, pour l'installation des fameuses crèches qui existent déjà aux Etats-Unis. Encore une fois, le capital-risque ne peut répondre à cette exigence car, comme nous l'a fait remarqué le fonds Auriga, ses due diligences se font en trois mois au grand minimum, voire plus d'une année pour les projets complexes. Il doit en effet réunir et valider tous les éléments financiers, prospectifs, relatifs au marché, pour s'assurer de sa décision. Enfin, le montant des besoins financiers de la gazelle se chiffre à 100 000 ou 200 000 euros en général, alors qu'un capital-risque préfère des tickets d'entrée plus importants, de 500 000 euros voire 1 million d'euros. Cela est en effet préférable afin d'amortir facilement les frais d'instruction des dossiers évoqués précédemment, dépenses liées à des frais juridiques ou à des expertises tierces qui se chiffrent souvent à plus de 100 000 euros. Nous voyons donc que la structure du capital-risque, où des actionnaires confient leur argent à des gestionnaires se rémunérant sur ces fonds, implique une gestion de l'investissement incompatible avec les besoins initiaux des gazelles non technologiques.

DU TROU DE FINANCEMENT AU TROU DE MATURATION

Pour caractériser le constat précédent, il est fréquent d'évoquer un problème de trou de financement entre 100 000 euros et 1 000 000 euros, les bornes différant quelque peu dans la littérature. Si elle représente une réalité tangible, cette vision nous paraît avoir des lacunes. Il est en effet facile de lui objecter que si le projet de l'entreprise est aussi ambitieux que doit l'être celui d'une gazelle, ses besoins se chiffrent à plusieurs millions d'euros à terme, et devraient donc bien intéresser le capital-risque. Cette objection ne répond pas au besoin de relative « sécurité » qu'expriment les capital-risqueurs : nous avons en effet vu que, bien souvent, les actifs de l'entreprise sont absents initialement et, qu'il soit financier ou humain, un accompagnement préalable de la gazelle est nécessaire pour que le capital-risque puisse asseoir sa valorisation sur des éléments concrets.

Un deuxième problème de cette vision est qu'elle suppose une segmentation des acteurs en fonction de la taille des investissements : on a vu des défauts d'une telle segmentation avec les fonds d'amorçage, organisés de la même façon que le capital-risque et qui, censés investir de plus petites sommes plus en amont, ont finalement glissé vers l'activité du capital-risque. Il ne s'agit pas d'une

différence de taille du ticket d'entrée, mais d'une différence de nature du financement et des attentes de la gazelle : c'est ce second problème qu'il convient de traiter, et non celui de la somme investie.

Ainsi, nous préférons parler de trou de maturation : le financement n'est que l'un des éléments dont a besoin la gazelle à ce stade de développement. Elle attend aussi des compétences, un accompagnement sur un nouveau marché, autant d'éléments qui exigent une structure et un métier différents de ceux des acteurs des marchés financiers, tels que le capital-risque. L'aide à la maturation initiale est incompatible avec la vision purement financière qu'ont ces derniers acteurs, avec leurs exigences de rentabilité. C'est donc ailleurs qu'il faut chercher les structures susceptibles d'aider les gazelles en création. Un acteur de la maturation de la gazelle tel que nous souhaitons l'identifier, en revanche, investit en répondant à d'autres objectifs que le « tout financier » : un goût pour les aventures entreprenariales par exemple. Cet acteur, que nous identifions comme étant le business angel, apportera sa connaissance du marché, les bons contacts du milieu, une aide au développement, parfois même des contrats, autant d'éléments qui constituent des actifs de la gazelles sur laquelle un acteur des marchés financiers pourra asseoir une valorisation d'entreprise, ce que nous schématisons sur le schéma suivant :

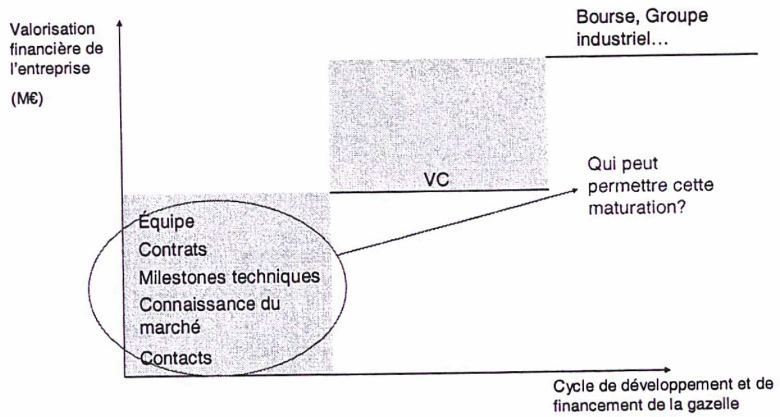

Figure 2 : Illustration du trou de maturation auquel font face les futures gazelles

Ce dernier constat, de trou de maturation, est en fait généralisable à l'ensemble des gazelles, technologiques ou non. A un stade de développement où technologie et structure de l'entreprise ne permettent pas à des investisseurs classiques des marchés financiers d'investir, c'est à d'autres acteurs, dont les motivations ne sont pas uniquement économiques et dont les compétences sont proches de celles de l'entrepreneur, d'aider les gazelles.

LA MISE EN PLACE DE STRUCTURES DE MATURATION DANS LA RECHERCHE PUBLIQUE DEVRAIT REPONDRE AUX BESOINS DES GAZELLES ISSUES DE LA RECHERCHE

LA VALORISATION REPRESENTE DES ACTIVITES DIVERSES

QU'APPELLE-T-ON VALORISATION ?

Le CNE, Comité National d'Evaluation, définit dans son rapport la valorisation de la recherche : « Valoriser, c'est rendre utilisables ou commercialiser les résultats, les connaissances et les compétences de la recherche »[11].

Cette définition nous indique donc que l'activité de valorisation dépasse largement le cadre de la valorisation des résultats sous forme de création d'entreprise. On verra en effet par la suite que cette activité couvre également l'ensemble des activités de licences et cessions de brevets, les partenariats entre recherche et industrie, etc.

La problématique de la valorisation a été particulièrement étudiée dans le cadre de la loi de 1999 sur la recherche et l'innovation, dont l'objectif était de favoriser « le transfert de technologies de la recherche publique vers l'économie et la création d'entreprises innovantes. ».

Concernant la valorisation sous forme de création d'entreprise, cette loi avait notamment pour objectif de donner aux chercheurs la capacité de :

- Créer des entreprises.

Elle met pour cela à leur disposition un certain nombre de statuts qui leur donnent la possibilité de participer à la valorisation de leurs travaux sous forme de création d'entreprise, en tant que dirigeant, actionnaire ou consultant, grâce à une mise à disposition depuis leur service administratif. (le chapitre 25.1 prévoit le détachement et le montage d'une société, avec une participation anciennement limitée à 15%, aujourd'hui 50%. Le 25.2 prévoit d'être consultant pour une société et de prendre des participations. Le 25.3 prévoit la simple consultance.)

---

11 La valorisation de la recherche (observations sur le cadre, les structures et les pratiques dans les EPCSCP - 1999), Comité national d'évaluation.

- Faire financer ces entreprises par des filiales privées issues des instituts de recherche.

En termes de structures de valorisation, cette loi a donc abouti à la mise en place ou à la réorganisation des services de valorisation, avec une intégration systématique de la mission de valorisation sous forme de création d'entreprise. La valorisation est souvent confiée à des sociétés anonymes indépendantes ayant des contrats avec les instituts de recherche. Pour les universités ces cellules prennent la forme de SAIC (services d'activités industrielles et commerciales), crées par cette loi. Pour les instituts de recherche, la loi a abouti à la réorganisation de services qui existaient déjà souvent au préalable. Nous décrirons dans la suite de cette étude l'organisation de ces services de valorisation, et plus particulièrement de leur mission de valorisation sous forme de création d'entreprise pour deux instituts de recherche médicale français : Pasteur et l'Inserm.

Cette loi a eu très rapidement des conséquences positives pour la valorisation des résultats de rechercher publique par la création d'entreprise. En effet, déjà fin 2001, 168 chercheurs avaient bénéficié des nouvelles possibilités de mobilité, dont 66 ayant utilisé l'article 25.1. De plus, 778 projets avaient déjà été récompensés par le concours d'aide à la création d'entreprise créé par cette même loi, ayant donné naissance à 302 entreprises et permis de créer 2200 emplois. La loi a aussi permis la création d'une trentaine d'incubateurs, accueillant 440 projets fin 2001, et la constitution de fonds d'amorçage pour un montant total de 137 millions d'euros fin 2001.

LE CAS DES CELLULES DE VALORISATION ETUDIEES : PASTEUR ET INSERM

Nous avons étudié en détail le fonctionnement de la valorisation dans deux instituts de recherche médicale, qui sont l'Institut Pasteur et l'Inserm. Il est important de noter que les deux exemples étudiés sont des instituts très tournés vers les applications et pionniers en ce qui concerne la valorisation de leurs travaux de recherche, si bien que les conclusions tirées de cette observation ne pourront pas s'appliquer telle quelle à des instituts de plus petite taille ou ayant déployé un effort moins important sur la valorisation.

L'étude de ces deux exemples nous indique que malgré les efforts déployés, les projets de création d'entreprises souffrent d'un manque de moyens en ce qui concerne le financement de la preuve du concept. La notion de preuve du concept traduit le stade de maturité des projets notamment l'état de la technique (la preuve du concept scientifique, qui correspond pour les projets de

biomédicaments aux premières étapes du développement préclinique), l'état du marché, l'état de la propriété industrielle.

FONCTIONNEMENT VALORISATION DE PASTEUR ET INCUBATEUR BIOTOP

L'Institut Pasteur a une vocation de valorisation des résultats de la recherche

L'Institut Pasteur est une fondation privée à but non lucratif, dont les activités se répartissent en trois domaines : la recherche en biologie (et particulièrement la lutte contre les maladies infectieuses), les applications à la santé humaine et l'enseignement. L'Institut Pasteur emploie 2600 personnes.

Pour l'année 2005, son budget était de 205,5 millions, provenant de :

- Ressources propres : 34,6 %
- Mécénat et produit du patrimoine : 34,7 %
- Etat : 30,7 %

La valorisation des résultats de la recherche est assurée par une direction de l'institut Pasteur, la Direction des Applications de la Recherche et des Relations Industrielles (DARRI). Elle a pour missions « la protection intellectuelle des inventions, du savoir-faire et des matériels biologiques ; la valorisation de la marque Pasteur et des résultats applicables de la recherche pasteurienne, par le biais :

- de contrats : de Licence, de Recherche et Développement ou de Conseil
- de la création d'entreprises start-up, exploitant les technologies et le savoir-faire de l'Institut Pasteur
- de la prestation de services scientifiques et de produits de haute technicité »

Elle compte une quarantaine de personnes et est organisée comme suit :

- Service de coordination scientifique, équipe de trois personnes assurant l'interface entre la DARRI et l'ensemble des chercheurs pasteuriens.
- Service des Brevets et des Inventions, équipe de dix personnes
- Service de transfert de technologie, en charge des partenariats avec l'industrie et des accords de licences, équipe de neuf personnes
- Service des accords industriels, en charge du suivi des contrats et de la gestion des flux financiers provenant de la valorisation de la recherche (51.5 millions d'euro de ressources et 7.7 millions d'euro de dépenses en 2004), équipe de quatre personnes

- Un incubateur, équipe de trois personnes

L'incubateur Pasteur BioTop accompagne les projets mais n'est pas destiné à répondre au besoin de financement de preuve du concept

L'incubateur Pasteur BioTop, qui regroupe une équipe de cinq personnes, dont une responsable, Pascale Altier, que nous avons rencontrée dans le cadre de ce mémoire, a été créé le 8 décembre 2000. Sa mission est de « faire bénéficier le public le plus rapidement possible des progrès de la recherche », ce qui peut prendre la forme de valorisation de ces progrès par une création d'entreprise. Dans ce cas, les projets et jeunes entreprises peuvent bénéficier d'un accompagnement au sein de l'incubateur, sous forme de prestations intellectuelles gratuites et d'autres prestations (accès aux plateformes scientifiques, plateaux techniques...) à prix coûtant. L'incubation est possible pour tous les projets basés sur des brevets dont Pasteur détient la propriété intellectuelle, et que l'entreprise pourra utiliser dans le cadre d'un contrat de licence.

Deux entreprises avaient été créées à partir de travaux de recherche de l'institut Pasteur préalablement à la création de l'incubateur. Quinze entreprises ont été créées à ce jour.

L'incubateur peut accueillir 12 entreprises pendant 24 mois maximum. Six entreprises y sont hébergées actuellement

Le fonctionnement de l'incubateur est le suivant

- Phase de pré-incubation : Un projet (non finalisé) est présenté devant un Comité de Sélection de Pasteur, composé d'experts Pasteuriens et extérieurs, avec différentes compétences (scientifique ayant créé des entreprises, DAF, juristes...). Les candidats sélectionnés sont mis en contact avec les services du Service de Transfert et de Technologie, des brevets et des inventions afin de pouvoir compléter respectivement leur business plan et leur connaissance de l'état de la propriété intellectuelle.
- Incubation : Après un nouveau passage devant un comité d'évaluation, les projets sont retenus en incubation. L'entreprise, une fois créée, bénéficie dans ce cadre d'une aide à la constitution de l'équipe et à la recherche de financements, d'un accès aux plates-formes techniques, scientifiques, animales dans le cadre de la convention de prestations de service d'incubation, de formations, de réunions d'information. Les entreprises sont gardées deux à trois ans en incubation.

L'Institut Pasteur entre au capital des sociétés incubées à hauteur de 15 à 30% en achetant les actions. Un pacte d'actionnaire entre l' Institut Pasteur et ses fondateurs sera rédigé. Aux tours ultérieurs, l'Institut Pasteur sera fortement

dilué mais le TRI des parts dans les société incubées n'est de toute façon que la « cerise sur le gâteau » : les revenus attendus viennent des contrats de licence – les entreprises sont fortement incitées à signer rapidement des contrats industriels, de manière à pouvoir payer les redevances de licence et à avoir des rentrées d'argent si les fonds d'amorçage font défaut. L'upfront payment, c'est-à-dire la somme initiale versée à l'institut Pasteur, détenteur des droits de propriété intellectuelle, n'est cependant jamais exigé à la création même de l'entreprise qui ne dégage pas de revenus à cette période, mais par exemple à une date anniversaire de la signature du contrat ou lors d'une rentrée d'argent significative par la start up (VC, contrats industriels…). .

Sur les 15 créations d'entreprises que BioTop a à son actif, il compte un seul dépôt de bilan. Cependant selon Pascale Altier le vrai succès sera vérifié le jour où une IPO ou une fusion/acquisition industrielle sera effective et pérenne.

L'une des missions de l'incubateur est d'aider les entreprises à trouver des financements, ce qui a permis à sa responsable d'avoir une bonne expérience des difficultés de financements que connaissent les entreprises. Les projets qui se présentent à l'incubateur sont habituellement à un stade de R&D ou - rarement - en phase préclinique non réglementaire, c'est-à-dire à une phase très précoce de leur développement.

L'incubateur est destiné à accompagner la finalisation du projet d'entreprise, mais pas à financer des développements scientifiques. Il aide donc les projets à lever des fonds auprès du capital-risque pour permettre le développement scientifique du projet. Or Pascale Altier a constaté une volonté marquée chez les capital-risqueurs de financer les projets de plus en plus tard, au plus tôt 18 mois avant le clinique. Il existe donc un fossé entre la capacité d'accompagnement des projets de l'institut Pasteur – dont la mission n'est pas toujours compatible avec les développements appliqués que nécessiterait l'avancement du projet au sein des laboratoires– et les attentes du capital-risque.

La mise en place de structures de financement de la preuve du concept à l'institut Pasteur permettrait l'émergence d'un plus grand nombre de projets prêts à être financés par le capital-risque

Selon Pascale Altier, « Descendre la science en aval jusqu'à ce qu'elle intéresse le VC coûte du temps et de l'agent. Quand un chercheur vient me voir avec un projet, je l'incite à rester dans son labo pour avancer le plus possible ; c'est possible quand les objectifs du projet coïncident avec ceux du labo ; si le projet n'est pas dans les axes du labo, il est difficile de mobiliser les budgets et les équipements du labo. C'est encore plus difficile pour les chercheurs non pasteuriens – et pourtant certaines des entreprises créées à BioTop sont dirigées

par des personnes qui avaient déjà quitté le monde de la recherche pour créer des entreprises... ».

Il semble donc nécessaire de mettre en oeuvre, conjointement ou même préalablement à l'incubateur une structure capable de financer cette descente de la science, c'est-à-dire la preuve du concept.

FONCTIONNEMENT VALORISATION A L'INSERM

L'Inserm, Institut national de la santé et de la recherche médicale a des activités dans tous les domaines de la recherche biologique et médicale. L'Inserm compte 14 000 personnels dont 6500 chercheurs Inserm, répartis dans les 360 unités Inserm, principalement implantées au sein des Centres hospitalo-universitaires, ou des Centres de lutte contre le cancer. Sa mission est de faciliter les liens entre recherche fondamentale et applications dans le domaine médical. Son budget 2005 est de 588 millions d'euros.

La valorisation à l'Inserm était trop complexe et insuffisamment dotée de moyens pour accompagner les projets jusqu'à des niveaux de maturité satisfaisants

La valorisation de la recherche issue de l'Inserm se faisait jusqu'à récemment par l'intermédiaire de deux structures : d'une part Inserm Transfert, filiale indépendante en charge de la valorisation par création d'entreprise et de la gestion des programmes européens, et d'autre part le DVTT, département de valorisation et de transfert, en charge des brevets, licences, collaborations de recherche.

Inserm Transfert est une société anonyme de droit privé filiale à 100% de l'Inserm, issue de la loi de 99 sur la recherche et l'innovation. Devant le constat d'une certaine redondance des missions du DVTT et d'Inserm Transfert, le ministère de la recherche avait demandé un regroupement des structures. Depuis le 1er janvier 2006, la mission de valorisation de l'Inserm est ainsi assurée dans son intégralité par Inserm Transfert, qui regroupe désormais 50 personnes.

Le chiffre d'affaires des contrats de licences, des contrats de R&D, de la part Inserm issues de grants internationaux revient à l'Inserm. Les recettes Inserm Transfert proviennent de prélèvements sur le chiffre d'affaires Inserm, à hauteur de 15% sur les contrats de licences, de 5% sur les contrats R&D, et de 6 % sur les grants internationaux, et d'honoraires de montage ou de gestion de projets et de prestations spécifiques. Inserm Transfert est censée atteindre l'équilibre sous cinq ans. La filiale vit aujourd'hui de son capital de 4M€ de subvention Inserm.

Inserm Transfert avait souhaité se positionner sur la maturation et le financement de preuve de concept, suite à la loi de 99. Cependant, selon

l'actuelle Présidente du Directoire d'Inserm Transfert, Cécile Tharaud, cette mission n'avait pas été accomplie de manière satisfaisante, pour plusieurs raisons :

Inserm Transfert avait ainsi investi des tickets de 50 k€ à 100 k€ dans des entreprises en création ; du fait d'un manque de définition précise de sa mission, elle s'était en fait retrouvée à gérer quelques dossiers aval avec des capital-risqueurs et avait été très critiquée sur ce sujet.

Inserm Transfert avait fait beaucoup de sélection de dossiers, mais il lui manquait les moyens humains pour réaliser l'accompagnement des projets sélectionnés en terme de management, de soutien juridique, d'aide à la constitution du business plan. Or les capital-risqueurs ne souhaitent pas réaliser eux-mêmes cet accompagnement et veulent qu'il soit effectué en amont de leur investissement.

Du fait d'une absence de culture industrielle dans les équipes d'Inserm Transfert, la gestion des projets était incompatible avec les besoins des projets d'entreprises ou des jeunes entreprises, notamment en terme de délais. L'échelle de temps d'une start-up est en effet très réduite, dans un contexte fortement concurrentiel et étant données les contraintes de coût. Or l'Inserm mettait 18 mois à négocier une licence sur une start-up (elle devrait en mettre trois) et y incluait des clauses inacceptables pour des start-up comme le remboursement de frais de propriété intellectuelle le jour de la création.

Inserm Transfert ne dispose pas des équipes capables de faire le travail de proximité scientifique, qui seul pourra permettre d'extraire les meilleures inventions. Le système académique et culturel français fait que les chercheurs sont peu sensibles aux enjeux liés à l'innovation. Il est par conséquent nécessaire de communiquer sur le succès d'un certain nombre de dossiers, d'avoir dans les laboratoires des équipes en charge de la communication sur la création d'entreprises, de mettre en place des programmes transversaux capables de générer des inventions (ce qu'a fait avec succès Pasteur).

Enfin la capacité d'investissement est faible. Inserm Transfert a ainsi investi 800000 euros au total dans 11 entreprises, soit une capacité moyenne de 75000 euros par projet. Cette capacité ne permet pas d'amener les projets à un stade de maturité suffisant pour que les investisseurs privés acceptent de prendre le relais, comme nous allons le voir par la suite.

L'appel à projets émergence et maturation de l'ANR complète les ressources propres d'Inserm Transfert pour les porteurs de projets

L'ANR, Agence Nationale de la Recherche, a mis en place en 2005 un appel à projets Emergence et maturation de projets de biotechnologie à fort potentiel de

valorisation. L'ANR sélectionne une série de projets parmi des organismes de recherche, projets préalablement identifiés par chaque institut, et leur offre des subventions de 100 à 150 k€ ayant pour but de financer les projets issus de la recherche pour leur donner une plus forte connotation industrielle. Cette subvention ne préjuge pas du type de valorisation, c'est-à-dire qu'elle peut avoir pour but d'aboutir à une création de start-up comme à un contrat de licence avec un industriel.

Le bilan de cette initiative récente est globalement positif (avec 30 projets retenus en 2005), puisqu'il s'agit selon Jean-Pierre Loza, responsable entreprises innovantes d'Inserm Transfert, d'un « vrai outil de valorisation de projets ». Elle présente cependant encore un certain nombre de défauts et lacunes.

Si la sélection des projets est efficace grâce à un comité de sélection ayant une expertise économico industrielle, scientifique et en terme de propriété intellectuelle, leur suivi prévu en théorie sous forme d'une gestion par un manager de projet est insuffisant.

Le système de l'appel d'offre annuel représente une forte contrainte en terme de délais.

Les montants de financement par l'ANR et sa capacité de prise en charge en nombre de projets, s'ils sont un progrès, restent insuffisants, notamment par comparaison avec d'autres pays. Les dépenses prises en charge permettent une certaine maturation technologique via le financement des salaires et missions, d'équipements, de consommables, de sous-traitance des tests sur des modèles animaux, de la production de molécules, des études complémentaires de propriété intellectuelle. Cependant les subventions de l'ANR n'ont explicitement pas vocation à financer le développement préclinique réglementaire (toxicologie, études de métabolisme ou de pharmacocinétique).

Un trou de maturation qui incite les projets à se présenter trop tôt devant le capital-risque

En quoi la capacité de financement de l'Inserm est-elle trop faible, et quel est le résultat de cette insuffisance ? Il s'agit en fait de répondre à la question souvent entendue: les projets sortent-ils trop tôt de leurs laboratoires d'origine?

Pour répondre à ces questions il convient de rappeler quels sont les besoins d'un projet d'entreprise issu de la recherche médicale, et nous allons le faire en retraçant le cheminement de ce projet. Prenons l'exemple d'un porteur de projet de molécule thérapeutique. Ce chercheur avance ses travaux dans son laboratoire d'origine, dans la mesure où ses objectifs coïncident avec ceux de son laboratoire et des moyens qui lui sont affectés. Ceci est généralement

possible dans la mesure où la charte Inserm requiert que le chercheur puisse valoriser la recherche qu'il effectue et où une grande partie (40%) de la recherche à l'Inserm n'est pas fondamentale mais déjà thématisée et orientée vers le malade. Ainsi, dans un laboratoire où le chercheur serait en situation de valoriser, l'intérêt de l'institution est de laisser faire. Il existe cependant des bémols à cette possibilité : premièrement, dans les faits les chercheurs sont aujourd'hui évalués sur leurs publications beaucoup plus que sur leurs brevets. Ensuite, il existera de toute façon une limite au niveau des moyens. Le chercheur aura par exemple besoin de tester sa molécule sur des types de cellules ou d'animaux dont ne dispose pas son laboratoire. Il lui faudra financer ces tests dans un autre laboratoire ou en extérieur. Il pourra le faire à hauteur d'une centaine de milliers d'euros grâce à sa cellule de valorisation (75000 euros reçus par exemple via Inserm Transfert) ou par une subvention de l'ANR (Bourse de 150000 euros du concours Émergence et maturation).

Même dans l'hypothèse favorable où il obtient ces moyens et où les démarches d'obtention des subventions ne le pénalisent pas trop fortement en terme de délais, il sera généralement loin du stade de preuve du concept scientifique, c'est-à-dire de la validation de l'ensemble des modèles animaux et cellulaires, qui représente des besoins allant de 300 à 800 k€.

Il se tournera alors généralement vers un incubateur, dont la mission est comme nous l'avons vu ci-dessus d'assurer la maturation « marché » du projet, mais non doté des moyens permettant d'assurer sa maturation technologique. Le projet devra pour cela tenter d'obtenir des financements externes – le plus souvent auprès du capital-risque. Or les capital-risqueurs sont de leur propre aveu particulièrement réticents à assumer le risque technologique. Il est alors probable que le porteur de projet essuie un premier refus – qui risque de se transformer en une série de refus étant donné le petit nombre de capital-risqueurs et la tendance de l'ensemble des fonds à suivre les décisions des quelques leaders. Il y aura alors un biais très fort sur le dossier, qui se trouve « grillé » devant l'ensemble de la place du capital-risque.

Cet exemple nous montre qu'il est nécessaire qu'une structure permette aux projets qui vont se présenter devant le capital-risque d'être des innovations et non plus des découvertes. Sa mission est nettement différente de celle des incubateurs, dont le but est de pouvoir « habiller » le projet pour qu'il soit présentable devant le capital-risque – pour lequel l'objectif est bien de trouver des investisseurs à court terme.

Un fonds Inserm/ Capital-risque pour permettre la maturation des projets en amont du capital-risque ?

Un fonds de 4 M€, Inserm Transfert Initiative, vient d'être créé sous forme d'une société de capital-risque dont les actionnaires sont Inserm Transfert, Sofinnova, Natexis et CDC Entreprises. Chacun détient un quart des parts, Inserm Transfert ayant investi des lignes et pas du cash.

La mission d'Inserm Transfert Initiative est de sortir des inventions en pré-amorçage. Des tickets allant jusqu'à 300000 euros devraient permettre de financer la preuve du concept scientifique, mais pas d'arriver à l'homme. Inserm Transfert Initiative est supposé ne pas avoir les mêmes attentes de rentabilité qu'un fonds classique, son but étant bien l'émergence de projet pour le capital-risque à terme, et pas une rentabilité des premiers investissements du fonds. La sélection des projets est déléguée par les capital-risqueurs à Inserm Transfert.

Ce nouveau concept semble ouvrir de nouvelles possibilités en terme d'émergence des projets issus de la recherche publique. C'est selon Lionel Ségard, directeur des opérations d'Inserm Transfert SA, une forme de pont entre la recherche académique et la création d'entreprise. La réponse d'Inserm Transfert Initiative à l'enjeu que représente la non prise en compte des questions de rentabilité à court terme et aux difficultés qui peuvent apparaître suite à la segmentation des investissements est à suivre de très près, dans l'idée éventuelle d'une réplication de ce système à une plus grande échelle.

La valorisation dans son état actuel répond donc insuffisamment à la question de la maturation technologique des projets.

EXEMPLE DE STRUCTURES REPONDANT AU BESOIN DE MATURATION

Au-delà des initiatives mises en place par l'Institut Pasteur et par l'Inserm pour répondre à la question du manque de maturation technologique des projets issus de la recherche, il nous a semblé intéressant d'étudier des modèles étrangers de structures de financement de la preuve du concept. Nous nous sommes penchés sur le fonctionnement de la valorisation et plus particulièrement de l'aide à la maturation au MRC (Medical Research Council, UK) et à l'Université de Louvain (Belgique).

LA SOCIETE DE VALORISATION DU MRC, LE MRCT, A CREE UN « DEVELOPMENT GAP FUND » QUI REPOND AUX OBJECTIFS DE RENTABILITE SOCIALE DE L'INSTITUTION

Le Medical Research Council (MRC), institut de recherche médicale britannique, emploie 4000 scientifiques, répartis sur une quarantaine de sites ou instituts de recherche, qui comptent chacun 50 à 800 personnes. Le budget annuel du MRC est d'environ 500M£.

Le MRC a une longue tradition de valorisation, mise en œuvre à travers sa structure dédiée au transfert de technologie, le MRCT (Medical Research Council Technolgy). Le MRCT est une société indépendante de 65 personnes qui, sous forme de « charity », assure pour le compte du MRC la gestion des activités de valorisation :

- Gestion de la propriété intellectuelle
- Marketing, promotion, négociation d'accords de licence
- Assemblage de spin-off
- Gestion de recherche de preuve de concept ; gestion des financements associés
- Initiative de chimie médicinale.

Le MRCT est une structure rentable, avec des revenus annuels de 22M£ (grâce notamment aux revenus de 11 anticorps commercialisés) pour un budget de fonctionnement de 4M£ annuel. L'accumulation de profits générés par le MRCT a permis la mise en place d'un fonds de 40M£, qui permet de financer les coûts de fonctionnement du MRCT ainsi que des projets particuliers, dont le Development Gap Fund.

Le Development Gap Fund est un fonds de 4.5M£ destiné à mener les découvertes au stade de preuve de concept. Les tickets investis sont de l'ordre de 20 000 à 200 000 livres, accompagnés souvent de co-investissements provenant de l'industrie pharmaceutique.

L'initiative de la mise en oeuvre du DGF est partie du constat d'un fossé dans le financement des projets issus du MRC que résume le schéma ci-dessous: il existait un fossé de développement entre l'étape de découverte, prise en charge par l'institution dans sa mission d'intérêt public et les premiers investisseurs intervenant en pré-amorçage; il est à noter que le document identifie ces premiers investisseurs privés comme des business angels, des proches et des institutions d'origine publique, et non pas comme les capital-risqueurs qui n'interviendront qu'à l'étape suivante – ce qui laisse entendre pour le modèle français qu'un progrès est également à attendre du point de vue

des business angels dans le secteur des biotechnologies, question que nous aborderons dans la suite de notre étude.

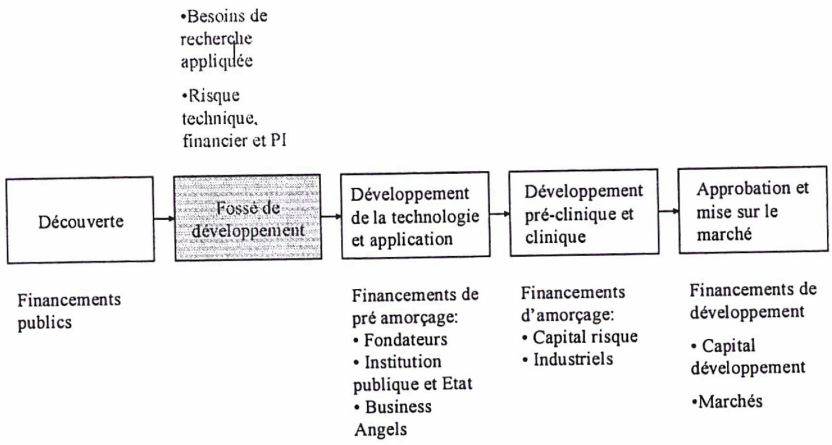

Figure 3 : Etapes de développement d'un médicament : Illustration du fossé de maturation - Source MRCT

Ce fossé de développement correspond essentiellement à un besoin de recherche appliquée sur le projet. Le DGF va répondre à ce besoin, en finançant salaires et consommables sur des projets à fort potentiel de valorisation. Il assume par là un risque technologique et financier que ne peuvent accepter des acteurs privés mais qui sont compatibles avec la mission « traduction des découvertes en amélioration de la santé et de l'économie » du MRCT. On ne se situe pas ici dans une logique de rentabilité financière mais de rentabilité sociale. L'industriel partenaire a pour sa part l'opportunité d'accéder à des découvertes, tout en partageant le risque amont de développement d'une preuve de concept. Le MRC garde les droits de propriété intellectuelle des projets issus du DGF.

Le DGF a financé une trentaine de projets à ce jour (depuis 2003), les projets ayant la possibilité de trouver des relais auprès d'autres structures du MRCT, notamment en incubation.

L'UNIVERSITE DE LOUVAIN A MIS EN PLACE UN SYSTEME D'UNIVERSITE VIRTUELLE

L'université catholique de Louvain, qui compte en 2005 plus de 30 000 étudiants pour un budget total de 500 M€, est notamment présente dans de nombreux domaines scientifiques, y compris les biotechnologies. Son budget de recherche est de 70 M€ pour les sciences « exactes » et de 30 M€ pour les sciences biomédicales.

L'université catholique de Louvain bénéficie du « Leuven Research and Development », une structure de valorisation dépendant de l'université, mais dotée d'une indépendance financière et juridique (bilan propre, statut du personnel différent et plus souple que celui de l'université par exemple). Cette structure regroupe quarante personnes, organisées en 3 grands départements : spin-off, licences, IPR (propriété intellectuelle). Elle a permis depuis sa création en 1972 la création de 71 spin-off, dans tous les domaines sur lesquels l'université effectue de travaux de recherche.

Tout chercheur de l'université de Louvain voulant valoriser son travail, en créant une entreprise ou en passant un contrat avec l'industrie, doit passer par cette entité. Dans le cas de la création d'une spin-off, il bénéficie d'un système original d'entreprise virtuelle mis en place par l'université de Louvain. Chaque porteur de projet crée ainsi une entreprise virtuelle, qui permet au chercheur de signer les contrats, de disposer d'un compte bancaire virtuel qui lui permet de comptabiliser revenus et dépenses – mais l'entité légale reste à ce stade l'université. Les dépenses sont permises par les revenus des anciens projets portés par les entreprises virtuelles et spin-off plus mûres de l'université : en effet, 400 sociétés virtuelles ont été créées à ce jour générant 100 millions d'euros de revenus pour l'université grâce à des contrats de licences, des ventes d'actions (l'université étant nécessairement actionnaire de ses spin-off), de royalties sur brevets, etc. Un pourcentage de ces revenus (8.6%) permet de financer les frais généraux du centre, le reste allant dans le compte de résultat des nouveaux projets.

La véritable création de la spin-off aura lieu lorsque l'entreprise sera prête. A ce moment uniquement, elle pourra bénéficier d'un apport du fonds d'amorçage de l'université, qui dispose au total de 25 millions d'euros.

Selon Paul Van Dun, directeur du centre de valorisation, que nous avons rencontré, le principe de l'entreprise virtuelle a permis une mobilisation efficace des chercheurs sur les projets de valorisation, grâce à une structure permettant une transition en douceur de la recherche vers l'entreprise : les travaux effectués dans le cadre de l'entreprise virtuelle ne nécessitent en effet pas de mise à disposition ni de démission des chercheurs, ils engagent la personne morale de

l'université et pas encore celle de l'entreprise... Par ailleurs, il apporte un accompagnement financier grâce au budget dédié « roulant » qui affecte à la valorisation les revenus issus de la valorisation.

RECOMMANDATIONS POUR LA MISE EN PLACE DE STRUCTURES DEDIEES AU FINANCEMENT DE LA PREUVE DU CONCEPT

L'analyse menée ci-dessus nous permet de dégager quelques grandes lignes concernant les structures de valorisation de la recherche publique et les moyens dont elles doivent être dotées pour pouvoir accompagner la maturation de jeunes entreprises.

- Des structures d'aide à la maturation scientifique des projets semblent nécessaires pour « descendre la science en aval jusqu'à ce qu'elle intéresse le VC». Cet accompagnement scientifique est à distinguer de l'accompagnement essentiellement humain et commercial que peuvent apporter les incubateurs.
- De telles structures nous paraissent devoir être mises en place au sein même des unités de valorisation des laboratoires de recherche publique afin d'éviter que le projet ne soit exposé à des fonds d'amorçage ou de capital-risque trop tôt.
- Une telle activité de maturation scientifique a un coût initial important et ne pourra être rentable immédiatement, du fait du risque élevée associé à des projets si amont. Ce coût doit donc être évalué précisément en fonction des objectifs de financement de projets de chaque institut. Il sera nécessairement imputé à la structure de recherche - qui ne pourra l'accepter que si elle raisonne en termes de rentabilité « sociale », en reconnaissant que la réussite économique et scientifique des spin-off issues ses travaux fait partie de ses missions.
- Si, in fine, le coût est imputé à la structure de recherche, les modèles d'organisation financière sont variés : il peut s'agir d'un pourcentage du budget de recherche dédié à la maturation (maturation directement réalisée dans les laboratoires d'origine), ou d'un budget isolé sous forme de « fonds » ; la seconde structure nous parait avoir l'avantage d'institutionnaliser la maturation en exigeant des travaux qu'elle finance qu'ils s'organisent sous forme de projet (entreprise virtuelle, etc.). Elle permet aussi d'intégrer plus facilement les revenus issus des projets accompagnés au « fonds », et peut donc évoluer positivement dans le temps si certains projets sont rentables.
- L'insuffisance des fonds publics dédiés à la maturation a amené certains instituts de recherche à étudier des solutions alternatives ; c'est le cas

d'Inserm Transfert Initiative, fonds de maturation ayant pour investisseurs l'Inserm et des capital-risqueurs, structure trop récente pour permettre un retour critique aujourd'hui mais qui nous semble devoir être suivie de très près.

Si les centres de valorisation sont les bons acteurs pour accompagner initialement les gazelles très technologiques et issues de laboratoires de recherche, ils ne sont manifestement pas adaptés à des entreprises innovantes non technologiques. Pour ces dernières, nous recherchons un acteur capable d'aider techniquement la gazelle, mais aussi pour la structuration de son équipe, pour la connaissance du marché, etc. La catégorie d'acteurs pertinente, concernant cette fois l'ensemble des gazelles, est celle des business angels.

UN ESSOR NECESSAIRE DES BUSINESS ANGELS EN FRANCE

LES BUSINESS ANGELS FRANÇAIS SONT INSUFFISAMMENT NOMBREUX ET RICHES POUR JOUER LEUR ROLE D'ACCOMPAGNEMENT DES GAZELLES EN CREATION

LES COMPARAISONS INTERNATIONALES REVELENT LA « PENURIE » FRANÇAISE DE BUSINESS ANGELS

Les business angels ou investisseurs providentiels sont des investisseurs individuels, souvent anciens entrepreneurs, voulant à leur tour aider de jeunes entreprises, en apportant son argent et sa connaissance de l'entreprenariat. Ils sont par nature difficiles à identifier, étant donné le caractère informel de leurs investissements. Si les statistiques à leur égard restent rares, on constate tout de même que le nombre d'adhérents aux divers réseaux de business angels français croît régulièrement, ce qui permet d'avoir quelques informations sur les business angels en France. Ainsi, les ordres de grandeur sont connus, et il apparaît que le nombre de business angels en France, et surtout le montant de leurs investissements, sont très inférieurs à ceux des Etats-Unis ou du Royaume-Uni, comme le montre le tableau suivant.

TABLEAU 15 : LES BUSINESS ANGELS EN EUROPE

	France	Royaume-Uni	Etats-Unis	Finlande
Nombre de business angels	4000	30 000	250 000	500
Nombre de réseaux de business angels	38	35	132	1
Investissement estimé	40 M€	1200 M€	24 000 M€	25 M€

Sources : France Angel, 2005 ; c2venture-2002 ; EBAN ; Center for Venture Research, univ of New Hampshire ; Sitra

On constate, outre un faible nombre de business angels en France, un investissement moyen bien inférieur à celui des pays plus matures en la matière tels que les Etats-Unis ou le Royaume-Uni : 10 000 euros sont investis en moyenne par un business par projet en France, contre près de 100 000 aux Etats-Unis ou environ 50 000 au Royaume-Uni ou en Finlande.

L'indicateur du nombre de réseaux de business angels nous paraît pertinent aussi puisqu'il mesure le degré de formalisation de l'organisation et de l'action des business–angels dans un pays. Cependant l'apparente bonne performance de la France du point de vue de cet indicateur est en grande partie liée à une définition encore vague de la notion de réseau, et donc à nuancer comme nous le verrons dans la suite de cette étude.

Comme nous l'avons déjà précisé, les chiffres de ce tableau sont à manipuler avec précaution : la définition de business angel n'a rien d'officiel et prête à débat, la frontière étant parfois floue entre le business angel aidant vraiment l'entrepreneur et la personne, amie de l'entrepreneur ou sans lien avec lui, investissant directement au capital de son entreprise en tant qu'investisseur passif.

LES TROIS PROFILS TYPES DE BUSINESS ANGELS FRANÇAIS ONT EN COMMUN UNE MOTIVATION QUI N'EST PAS UNIQUEMENT FINANCIERE

Pour comprendre le manque de business angels en France, il est utile de connaître l'origine de ces personnes, leur profession, la façon dont ils accompagnent les projets, leurs motivations à le faire, etc... Cette connaissance du profil des business angels français nous est donnée par des sondages effectués par France Angels auprès de ses adhérents.

France Angels est un réseau d'associations de business angels créé en 2001, qui regroupe aujourd'hui les 40 réseaux français. C'est une structure de 3 personnes, dont son président Claude Rameau et son directeur général Nicolas Fritz, que nous avons rencontrés. France Angels a pour rôle la fédération de ces réseaux, qu'elle aide à se développer et à se structurer, et le lobbying en faveur des business angels.

La collecte de données sur les business angels effectuée par France Angels, très précieuse pour apporter des réponses aux problèmes de nos business angels, est une initiative récente et rare : à titre indicatif le sondage 2003 de France Angels a recueilli 116 réponses, preuve de la difficulté à rassembler des informations sur les business angels.

Il en ressort qu'il existe trois catégories de business angels :

- L'entrepreneur : il a créé son entreprise, l'a vendue avec profit et est très

riche. Il est même parfois « serial entrepreneur ». Il souhaite investir dans des sociétés en création pour retrouver des sensations passées, préférant minimiser maintenant le risque en s'occupant moins d'un nombre plus important d'entreprises. Parfois, il attend aussi de saisir la bonne occasion pour se relancer pleinement dans une aventure.

- Le cadre supérieur de grande entreprise : il est assez aisé et a un emploi du temps qui lui permet de se consacrer à autre chose qu'à son entreprise. Ayant environ 50 ans, il veut mettre à profit son réseau de contacts et sa connaissance d'un secteur.
- Le retraité : il a du temps et de l'argent. Il veut partager son expérience et surtout la transmettre à de jeunes entrepreneurs. Cette dernière catégorie de business angel est très utile pour la gestion quotidienne des réseaux.

Les trois catégories semblent, en nombre, aussi importantes les unes que les autres en France. Il est intéressant de noter que 78% des business angels ayant répondu ont un profil de direction d'entreprise, que ce soit dans une PME ou dans un gros groupe. Elément très important, la motivation des business angels est loin d'être uniquement financière comme c'est le cas pour les fonds de capital investissement : comme le montre le diagramme ci-dessous extrait du sondage, des éléments très personnels interviennent aussi. On constate que ces éléments (affinité avec l'entrepreneur, volonté de participer à une aventure et de contribuer au développement économique local) sont cités dans 50.2% des cas, tandis que l'incitation financière (recherche de plus-value, de dividendes, etc...) l'est dans 45,3% des cas. Ces éléments de motivation des business angels nous sont également apparus dans le même ordre d'importance au cours des entretiens que nous avons menés avec les business angels.

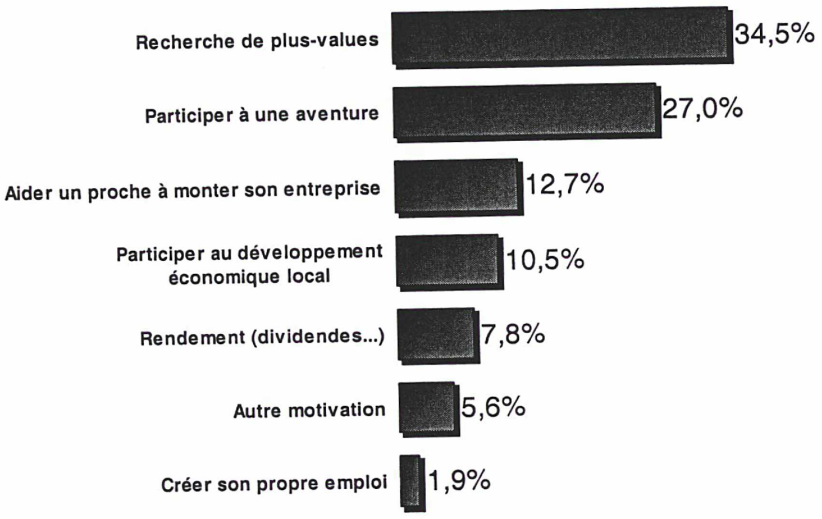

Figure 4 : Motivation d'investissement des business angels interrogés par France-Angels dans son sondage 2003

Les sommes investies par les business angels sont très disparates, pouvant aller de 5000 euros à 500 000 euros par projet : néanmoins, ce sondage nous permet de savoir que le ticket moyen se situe entre 10 000 et 20 000 euros par projet et par business angel, sachant qu'il est rare qu'un business angel s'implique dans plus d'un ou deux projets par an. Le tableau suivant, extrait lui aussi du sondage, montre les sommes totales, cumulées, investies en fonction de l'âge des business angels interrogés.

	Ensemble	% par tranche d'âge		
		Moins de 40 ans	40-54 ans	55 ans et plus
Moins de 10 K€	3,6%	0,0%	11,3%	2,4%
De 10 à 25 K€	24,5%	31,3%	24,5%	22,0%
De 25 à 50 K€	20,9%	18,8%	13,2%	26,8%
De 50 à 100 K€	19,1%	31,3%	22,6%	26,8%
De 100 à 300 K€	25,5%	18,8%	22,6%	19,5%
300 K€ et plus	6,4%	0,0%	5,7%	2,4%
Moyenne	69,9 K€	60,9 K€	82,8 K€	56,7 K€

Figure 5 : Sommes cumulées investies par des business angels interrogés par France Angels dans son sondage 2003, en fonction de leur âge

Les sommes investies représentent en général moins de 5%, parfois 10%, du patrimoine total du business angel. Le sondage nous donne aussi des informations sur les revenus des business angels qui sont, pour 60% d'entre eux, inférieurs à 150 000 euros ; aussi, leur patrimoine total est inférieur à 3 millions d'euros dans 50% des cas.

Les informations concernant la sortie des business angels de leurs investissements sont extrêmement difficiles à trouver, que ce soit sur la rentabilité de leur portefeuille ou le nombre de faillites constatées dans leurs investissements. Il ressort tout de même que dans la grande majorité des cas, l'investissement se solde par une faillite, et ce ne sont que quelques investissements qui permettent, grâce à des multiples très importants, de rentabiliser le portefeuille du business angel. Lorsque l'entreprise dans laquelle investit le business angel ne fait pas faillite, les sorties les plus fréquentes sont le rachat par un industriel, la bourse ou un LBO. C'est ce que confirme une étude anglaise[12] dont est issu le tableau suivant, et qui nous apprend également qu'un investissement sur cinq a un rendement supérieur à 50%.

12 "Is It Worth It? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments", Journal of Business Venturing, 2002.

TABLEAU 16 : MODE DE SORTIE DES BUSINESS ANGELS, SELON UNE ETUDE ANGLAISE

Faillite de l'entreprise	40%
Vente à un industriel	26%
Vente des parts à d'autres actionnaires	16%
Vente des parts à un nouvel investisseur	10%
Introduction en bourse	8%

Des sondages similaires menés dans d'autres pays montrent que les business angels anglo-saxons au profil d'entrepreneur sont plus nombreux qu'en France, expliquant que les business angels sont en moyenne plus riches et ont des tickets d'entrée supérieurs qu'en France. L'exemple finlandais, qui nous est apparu assez pertinent d'étudier de par la grande lisibilité de son organisation, liée à la taille modeste de l'économie du pays, montre aussi que le ticket moyen du business angel finlandais est plus important qu'en France.

LE BUSINESS ANGEL FRANÇAIS EST L'ACTEUR PERTINENT POUR REPONDRE AUX ATTENTES DES GAZELLES EN CREATION, MAIS A UN TICKET MOYEN D'ENTREE TROP FAIBLE

Nous avons vu dans une partie précédente que le capital-risque ne pouvait être le premier interlocuteur des gazelles. Qu'en est-il des business angels ? Reprenons point par point les différents éléments étudiés.

En premier lieu, les gazelles ont besoin dans leur phase de création de structurer leur projet. Or, c'est exactement l'aide que souhaite apporter le business angel dans sa décision d'investissement puisqu'il veut vivre et participer à une expérience de création d'entreprise : il met, bien souvent gratuitement, à disposition de l'entrepreneur sa connaissance d'un secteur ou de l'entreprenariat, son carnet d'adresses et autant de clients ou collaborateurs potentiels, sa connaissance de l'activité, etc.

Le second point concerne la rapidité de la décision d'investissement : là encore, le business angel est le bon interlocuteur. En effet, sa due diligence est sans commune mesure avec celle du capital-risque : il n'exige parfois même pas de business plan à proprement parler ou s'il le fait il acceptera qu'il s'appuie sur peu d'éléments concrets puisque le projet est à construire. Le business angel intègrera nombre de paramètres subjectifs pour investir, tels qu'une affinité particulière avec l'entrepreneur ou une bonne impression générale du projet, facteurs par nature plus spontanés qui contribueront à la rapidité de la décision du business angel.

Le dernier point concernait le besoin de financement des gazelles, de l'ordre de 100 000 ou 200 000 euros initialement. Ce point peut s'avérer problématique car si l'on se fie au sondage de France Angels donnant un ticket moyen d'entrée de 20 000 euros en France, il ne faudrait pas moins de 10 business angels pour financer un projet. Or, il est rare que dix personnes différentes soient nécessaires pour bien conseiller une gazelles et, chose plus embêtante, 10 business angels signifient aussi en général[13] 10 interlocuteurs différents et 10 personnes à qui rendre des comptes. La plus value doit être significative pour qu'un entrepreneur accepte ainsi de voir 10 personnes venir au capital de son entreprise. Nous avons par exemple rencontré un entrepreneur qui s'est vu proposé 20 000 euros en réunissant 5 business angels différents, soit une moyenne de 4000 euros par personne, offre qu'il a refusée pour les raisons citées précédemment. L'ensemble de ces éléments est repris dans le tableau suivant, mettant en évidence les principales différences entre la prise de décision du business angel et de celle du capital-risque.

[13] Il existe aussi des formes d'investissement par association, où 10 personnes peuvent investir et seules quelques unes participant à la gestion de l'entreprise.

Besoin d'une gazelle en amorçage	Capital risque	Business angel
Structuration du projet (création d'un actif)	Exigence d'éléments concrets, d'actifs, pour asseoir sa valorisation et sa décision d'investissement	Veut participer à la création de l'actif de l'entreprise, et met gratuitement à disposition son expérience, carnet d'adresses
Rapidité d'investissement	Due diligence supérieure à 3 mois pour valider l'ensemble des points du projet	Décision pour moitié subjective, étude plus rapide car moins analytique du projet
Besoin financier de 100 000 – 200 000 euros	Souhait d'amortir les frais d'instruction du projet dans des tickets supérieurs à 500000 euros	Moyenne française autour de 20000 euros par business angel

Incompatibilité

Bonne adéquation

Figure 6 : Critères permettant la prise de décision chez les capital-risqueurs et les business angels, comparés aux besoins des gazelles

Ainsi, les business angels sont les bons acteurs du financement initial des gazelles, et l'essor de ces dernières passe par un essor des business angels. L'exemple du financement des premières années de développement d'Amazon.com, qui en 5 ans est devenu le leader mondial de la vente sur internet, illustre le rôle crucial des business angels qui, en apportant quelques centaines de milliers de dollars, sont un tremplin efficace et rapide vers le capital-risque qui met des tickets de plusieurs millions de dollars :

TABLEAU 17 : LE FINANCEMENT DE L'EMERGENCE D'UNE GAZELLE : L'EXEMPLE D'AMAZON.COM ENTRE 1994 ET 1998

Juillet – Novembre 1994	Création par Jeff Bezos, qui y investit 10000 $ et parvient à emprunter 44000$
Février – Juillet 1995	La famille de Jeff Bezos apporte 245000$
Août 1995 – Décembre 1995	2 business angels apportent 54000$
Décembre 1995 – Mai 1996	20 business angels apportent 937000$
Mai 1996	Des amis du fondateur apportent 20500$
Juin 1996	2 VC apportent 8 M$
Mai 1997	Entrée en bourse : 3 millions d'actions rappportent 49.1 M $
Décembre 1997 – Mai 1998	Prêts de 75 M$ et prêts obligataires de 236 M$

Fin 1998, Amazon.com faisait déjà un chiffre d'affaires de 610 M$ et avait un valorisation boursière de 4 milliards de $

Source : « Winning angels, the 7 fundamentals of early stage investing », David Amis et Howard Stevenson

Nous avons ainsi identifié deux carences majeures des business angels en France: leur nombre trop faible et leur ticket moyen à l'entrée trop peu important. Nous étudierons par la suite quelques idées pour pallier ces lacunes, idées que nous présentons dans le tableau suivant :

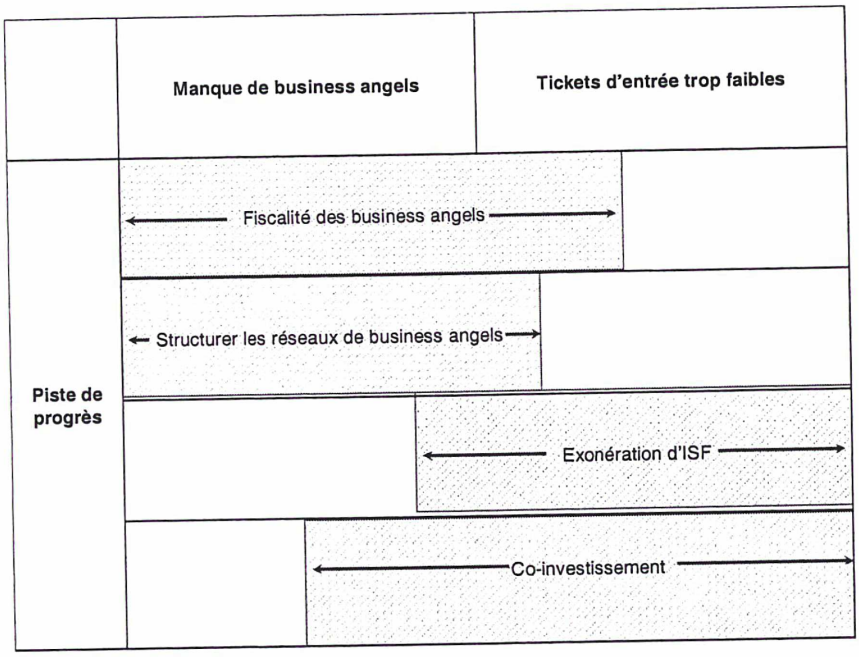

Figure 7 : Business angels en France, problèmes identifiés et solutions envisagées

LE DEFICIT EN BUSINESS ANGELS EN FRANCE N'EST PAS UN PROBLEME STRUCTUREL

Avant de revenir sur chacune des 4 idées précédentes, nous étudions si le manque de business angels en France n'est pas un simple problème structurel. Le facteur culturel est par exemple souvent cité comme étant extrêmement limitatif à l'essor des business angels en France. Elément lié, le manque de « serial entrepreneurs » ou autres bons profils susceptibles de faire, comme aux Etats-Unis, des business angels idéaux, pourrait expliquer le déficit constaté.

Le sondage de France Angel cité plus haut nous apporte déjà quelques éléments de réponse : si le nombre d'entrepreneurs ayant réussi est moins important en France qu'aux Etats-Unis, les cadres de gros groupes et, de façon générale, les dirigeants d'entreprises sont très nombreux, ne faisant pas du facteur « compétence » un obstacle pour nos éventuels business angels. Quant à leur

richesse, elle doit être suffisante pour permettre un investissement de 50 000 euros, bloqué pendant quelques années. Etant communément admis que cet investissement ne doit excéder 5% du patrimoine total, le business angel doit donc posséder un patrimoine supérieur au million d'euros. Ainsi, un critère pertinent pour évaluer le nombre de personnes suffisamment riches pour devenir business angel en France est le nombre de foyers soumis à l'ISF, dont le patrimoine est par définition supérieur à 732 000 euros[14]. Ce nombre est d'environ 350 000. Aussi, le nombre de hauts revenus en France est aussi un indicateur utile : il valide l'ordre de grandeur précédent puisque 320 000 contribuables déclaraient en 1998 plus de 100 000 euros, selon la répartition suivante :

TABLEAU 18 : REPARTITION DES FOYERS FRANÇAIS PAR TRANCHE DE REVENU

Nombre de foyers, en 1998, ayant déclaré plus de (quartiles supérieurs de la population)		Moyenne des revenus des foyers qui appartiennent à ce quartile
> 90 000 euros	320 000	152 000 euros
> 117 000 euros	160 000	200 000 euros
> 218 000 euros	32 000	390 000 euros
> 610 000 euros	16 000	1 076 000 euros

Source : Les hauts revenus en France au XXème siècle : Inégalités et redistributions 1901 – 1998, Thomas Piketty, Edition Grasset

Il existe donc selon ces indicateurs entre 300 000 et 400 000 personnes susceptibles d'apporter plusieurs dizaines de milliers d'euros au capital de jeunes gazelles. Le nombre de business angels français constatés est plus de 100 fois inférieur !

L'élément culturel, aversion au risque des français ou manque de reconnaissance de l'entreprenariat de façon générale, s'il est incontestablement un handicap en France par rapport à la situation américaine, doit être modéré par quelques données :

---

[14] Dans la mesure où certains éléments de patrimoine (oeuvre d'art, outil de travail) ne sont pas comptabilisés, ou comptabilisés en partie seulement, dans l'assiette de l'ISF, le nombre de 350 000 est un minorant du nombre de patrimoines supérieurs à 732 000 euros en France.

- Tout d'abord, l'importance du capital investissement, donc des investissements au capital de sociétés non cotées, doit être mentionné puisque la France se place au troisième pays mondial en la matière avec 8 milliards d'euros investis par an ;
- Parmi cet argent investi, une partie non négligeable est destinée au financement d'entreprises risquées puisque le capital-risque a investi près de 500 millions d'euros en 2004 selon l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital). Et des initiatives telles que les FCPI (Fonds Communs de Placement dans l'Innovation), parvenant à lever auprès du public 320 millions d'euros en 2004 pour investir dans des entreprises risquées, montrent bien qu'il existe de nombreux français prêts à prendre des risques via des placements financiers risqués. Ces personnes sont aussi susceptibles d'aider, ou même de devenir, des business angels. Le tableau ci-dessous montre l'importance des actions dans le patrimoine financier des particuliers, actifs par définition risqués : les écarts entre la France et les pays anglo-saxons ne sont pas du même ordre de grandeur que celui constaté pour les business angels.

TABLEAU 19 : PARTS DES ACTIONS EN DETENTION DIRECTE OU INDIRECTE DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES (EN %)

	France	Allemagne	Royaume-Uni	Etats-Unis
2001	29,8			43,3
2000	33,8	26,1	47,7	48,1
1999	33,4	26,3	51,7	52,5
1998	28,1	21,1	48,2	48,7

Source : comptes financiers nationaux

Ces constats sont d'ailleurs validés par l'essor extrêmement rapide des business angels en France depuis 2001, date à laquelle France Angels fut créé et où les premières initiatives visant à leur essor ont vu le jour : l'association estime en effet que le nombre de business angels a été multiplié par 8 entre 2001 et 2006. Aussi, l'Etat va dans ce sens puisqu'il s'est, très récemment, donné l'objectif de doubler le nombre de business angels en France d'ici 2009 (programme « gazelles » lancé par le ministre des PME Renaud Dutreil).

LE SYSTEME D'INCITATION FISCALE POUR LES BUSINESS ANGELS EN FRANCE EST TROP COMPLEXE

LES EXONERATIONS FISCALES POUR L'INVESTISSEMENT DANS LES SOCIETES NON COTEES EXISTENT EN FRANCE

Le premier levier d'action venant à l'esprit pour favoriser l'essor des business angels est la fiscalité : l'investissement de ces derniers étant à la fois socialement utile et risqué pour les individus, il est légitime que l'Etat prenne en charge une partie du risque, donc des dépenses des business angels, sous forme de réduction d'impôts pour ces derniers. De telles mesures fiscales existent en France et sont de façon générale nombreuses, mais toutes limitées. On distingue les exonérations à l'entrée et à la sortie :

- Les exonérations à l'entrée consistent à accorder à l'investisseur une réduction d'impôts dont le montant est proportionnel à l'investissement réalisé[15] : en France, cette réduction peut atteindre 25% de l'investissement réalisé, plafonnée à 20 000 euros pour une personne seule ou 40 000 euros pour un couple. Ainsi un business angel investissant 50 000 euros dans une gazelle respectant certains critères supportera un coût réel initial de 37 500 euros.
- Les exonérations à la sortie sont des formes d'aides fiscales dont le montant dépend de la réussite ou non de l'investissement fait, et interviennent donc au moment de la sortie du capital de la gazelle :
  - Les exonérations d'impôts sur les plus-values en sont un exemple, ce dont peut profiter un business angel qui investit grâce à une société de capital-risque (SCR) ou dans le cadre de son PEA (Plan Epargne Action, plafonné à 132 000 euros pour une personne seule, 264 000 pour un couple) ;
  - Les déductions des pertes en capital constatées en sont un autre exemple existant en France : ainsi, un business angel ayant investi dans une gazelle se trouvant actuellement en liquidation judiciaire, peut déduire de son revenu de l'année où la liquidation est officielle les pertes constatées. Cette déduction est limitée à 30 000 euros pour une personne seule, 60

15 Bien entendu, il existe de nombreuses conditions concernant l'entreprise cible (critères géographiques, d'indépendance de la société, de non cotation à un marché réglementé, etc...) et l'investissement (conservation des titres pendant 5 ans).

000 pour un couple, si la cessation de paiement est prononcée 8 ans au plus après la constitution de la société16.

Toutes ces mesures sont utilisées, et il ressort de nos rencontres avec des business angels que l'incitation fiscale, pourtant bien plus timide en France que dans d'autres pays, n'est pas ressentie comme le frein principal à l'essor des business angels.

LES VEHICULES JURIDIQUES PERMETTENT DE BENEFICIER DE SES EXONERATIONS SONT TROP NOMBREUX ET PEU LISIBLES

Les supports d'investissement sont extrêmement divers et donnent tous droit à l'une ou à l'autre de ces formes d'aides fiscales. Mais de manière générale deux exonérations ne sont pas cumulables entre elles, que ce soit exonération à la sortie et à l'entrée, ou deux types d'exonérations à la sortie. Voici quelques-uns de ces véhicules :

- L'investissement direct au capital, donnant droit à une réduction d'impôts (caractérisée plus haut) si les titres sont conservés 5 ans ;
- Le PEA, lui aussi détaillé plus haut ;
- SCR (Société de capital-risque) : il s'agit d'une SA, SAS ou SCA, bénéficiant d'une exonération d'impôt sur les sociétés sur les revenus et plus-values du portefeuille. Ses actionnaires en paient d'impôts sur le revenu sur les dividendes perçus ;
- SUIR (Société Unipersonnelle d'Investissement à Risque) : Mêmes avantages que la SCR mais pour une société unipersonnelle, avec des contraintes en terme de participation dans les sociétés cibles (la SUIR ne doit pas posséder plus de 30% des sociétés cibles).

Nous commençons à voir apparaître le second point qui caractérise le système français, à savoir sa complexité. Le système est si peu lisible que nous avons rencontré un business angel, à la tête d'un réseau important de business angels, donc spécialiste du sujet, qui ne savait pas s'il avait le droit de déduire de son revenu les pertes constatées lors de la liquidation d'une entreprise dans laquelle il avait investi via son PEA ! La complexité est le problème principal des incitations fiscales françaises pour les business angels. Cela se retrouve plus généralement dans les décisions prises pour favoriser les business angels, caractérisées par une accumulation de « mesurettes » dont la résultante est un système peu lisible et globalement moins incitatif que ce qu'il est dans de nombreux autres pays.

---

16 Les détails peuvent être trouvés sur le site de l'APCE par exemple.

L'EXEMPLE AMERICAIN EST FONDE SUR LE PARTAGE DU RISQUE ENTRE ETAT ET ENTREPRENEURS

Nous avons identifié aux Etats-Unis deux formes majeures d'incitations pour les business angels : un système de co-investissement entre Etat et business angels, très mûr, grâce à des sociétés particulières, les SBIC (Small Business Investment Companies), et les possibilités de transparence fiscale, qui ont fait l'objet d'une étude détaillée et d'un lobbying important pour la mise en place d'un système équivalent par l'iFrap.. Nous reviendrons sur l'idée de co-investissement et des SBIC plus tard dans le mémoire : nous étudions ici l'autre mesure, dont le fondement est la reconnaissance de l'utilité sociale de l'entrepreneur, et dont la déclinaison est un partage poussé du risque pris par ce dernier entre lui et l'Etat. En effet, un entrepreneur, au moment de créer son entreprise, peut choisir l'option d'une société transparente fiscalement, ou Subchapter S : les revenus de la société seront alors directement déclarés avec les revenus de ses actionnaires, au pro rata de leurs parts au capital. La société n'a donc pas d'existence fiscale, et le ou les actionnaire(s) bénéficie(nt) d'une responsabilité limitée. Il s'agit d'une façon pour l'Etat de prendre une partie significative du risque lié à l'entreprise. En effet, supposons qu'un entrepreneur investisse initialement 100 pour créer son entreprise :

- Si la société fait faillite, l'entrepreneur, qui aura déduit pendant les années d'existence de son entreprise les pertes de sa société de son propre revenu, a pu réduire ses impôts On peut supposer qu'en cas de faillite, l'entreprise a accumulé des pertes rendant ses fonds propres négatifs, donc de 100 : l'entrepreneur, qui est soumis à la tranche haute d'imposition sur le revenu en général (40%), a ainsi économisé 40 d'impôts, donc perdu seulement 60 de son investissement initial.
- Si la société est rentable, le taux d'imposition sur les revenus étant supérieur à celui d'imposition des sociétés, l'Etat perçoit plus d'impôts que dans le cas d'une société normale puisque le taux d'imposition sur le revenu (ici 40%) est supérieur à celui d'impôts sur les sociétés (ce taux est progressif en fonction du bénéfice de la société, entre 15% et 35%).

Ainsi, l'entrepreneur, grâce à une sorte d'assurance qu'il paie quand sa société est bénéficiaire, est garanti à hauteur de 40% des investissements faits.

Cet exemple, s'il ne peut être repris directement en France où le métier d'entrepreneur n'a pas la légitimité ni la reconnaissance sociale nécessaire, est une bonne pratique qui peut être reprise, au moins dans son principe, dans des initiatives bien ciblées.

LES BUSINESS ANGELS FRANÇAIS ONT BESOIN D'UN ENVIRONNEMENT JURIDIQUE ET FISCAL LISIBLE ET ATTRACTIF, QUI LEUR SOIT DEDIE

S'il est inutile d'essayer de vouloir bouleverser le système, en supprimant les mesures existantes pour en créer d'autres, il est en revanche souhaitable de mettre en exergue un environnement confortable pour les business angels. En effet, si le mot de business angel est naturellement associé à EIS au Royaume-Uni (Enterprise Investment Scheme), aux SBIC aux Etats-Unis, il n'en est rien en France où les business angels sont confrontés à un conglomérat de possibilités dont aucune ne ressort comme meilleure que les autres. Si la création d'un cadre fiscal ou juridique dédié suppose préalablement de définir des critères précis, il faut éviter d'en faire des conditions irréalistes comme ce fut le cas avec la SUIR ; il est aussi indispensable de faire en sorte d'accompagner l'investissement des business angels afin que le système reste lisible, incitatif et rassurant. Plutôt que de donner des éléments trop précis, nous préférons reprendre un par un ces trois critères qui nous semblent fondamentaux :

- Un environnement incitatif : si les business angels ne font pas de l'élément fiscal leur premier moteur de décision, il est indéniable qu'il influe grandement dans la décision d'investissement. Des incitations sont aussi une façon pour l'Etat de reconnaître l'utilité sociale des business angels. Sur ce dernier point, la comparaison de la situation fiscale des souscripteurs de FCPI et de celle des business angels fait apparaître une aberration: les FCPI financent essentiellement le capital-risque, qui est moins risqué que l'investissement des business angels, et peuvent cumuler exonérations fiscales à l'entrée (réduction d'impôts de 25% de l'investissement fait dans la limite de 12000 euros par personne) et à la sortie (exonération d'impôts sur les plus-values) – tandis que cette double exonération est refusée aux business angels. Il ne serait pas absurde d'accorder la même chose aux business angels ;
- Un environnement lisible : un business angel est avant tout un particulier désireux d'investir dans le risque. Ce n'est donc pas un spécialiste juridique ni un investisseur professionnel connaissant tous les rouages du système. Ainsi, un cadre contraint par trop de critères lourds, voire irréalistes, venant complexifier la démarche du business angel, est un frein notable à la décision de ce dernier. Cette meilleure lisibilité doit aussi être donnée par les réseaux de business angels, sous forme de conseil à l'investissement. Ainsi l'initiative anglaise du EIS (Enterprise Investment Scheme), cadre très incitatif pour les business angels mais soumis à de nombreuses contraintes, fut accompagné de la création d'une association, l'EIS Association, en charge d'accompagner les business angels dans leur investissement ;

- Un environnement rassurant : l'investissement d'un business angel étant très risqué, il est important de limiter l'ensemble des risques qui ne sont pas directement liés à l'activité des entreprises dans lesquelles il investit. Un cadre juridique complexe est un risque dans la mesure où le business angel n'est pas certain de maîtriser l'ensemble des ressorts qui lui sont offerts. Un autre élément est la possibilité de sortie, ou le manque de liquidité du capital : même si le business angel a participé à l'élaboration du projet et permis de valoriser l'entreprise, il n'est pas pour autant certain de pouvoir sortir du capital et récupérer son argent . Un cadre lui donnant quelques garanties à ce sujet serait crucial : nous reviendrons sur ces garanties dans une partie suivante.

Un problème que peut poser la création d'un cadre dédié aux business angels réside dans le fait que ces derniers n'aiment pas se faire remarquer, de peur de se faire montrer du doigt, par manque de reconnaissance du métier : un business angel préfèrera ainsi investir « caché » grâce à son PEA, ou par un investissement direct plutôt que de choisir un véhicule que tout le monde identifiera comme celui d'un business angel. Cette remarque doit être levée en associant à la création d'un tel véhicule un effort de communication et d'information de la part des pouvoirs publics, destiné à faire connaître le métier de business angel, son intérêt pour l'économie, afin d'éviter de les marginaliser et de les rassurer dans leurs décisions d'investissement. Il s'agit d'un élément à intégrer dans le caractère « rassurant » du cadre d'investissement du business angel, celui-ci devant être compris et accepté par l'ensemble des parties prenantes.

Si nous nous contentons ici de ne citer que quelques grands principes devant gérer le cadre d'action des business angels, sans définir de modèle précis, les différentes propositions que nous abordons par la suite, structuration des réseaux de business angels, fonds de co-investissement, modalités de sortie des business angels notamment, seront autant d'éléments qui définiront cet environnement favorable à l'investissement des business angels.

UN ESSOR DES BUSINESS ANGELS SUPPOSE UNE BONNE STRUCTURATION DE LEURS RESEAUX

LES RESEAUX JOUENT UN ROLE CLE POUR L'EFFICACITE ET LA VISIBILITE DES BUSINESS ANGELS

L'investissement des business angels est par nature informel. Mais informel ne doit pas signifier désorganisé, ce qui correspondrait à une certaine inefficacité du système. Si le premier point que nous venons de développer permettant de créer un cadre qui leur soit favorable est un premier moyen d'organisation des

business angels, cela ne remplace pas l'existence d'acteurs chargés de réunir les business angels qui le souhaitent afin de leur faire bénéficier de synergies. Ces acteurs sont les réseaux de business angels, qui sont souvent juridiquement des associations loi 1901. Dans la mesure où les business angels doivent suivre hebdomadairement leurs gazelles, ce genre de réseau doit être local : ils sont ainsi essentiellement régionaux, avec parfois quelques compétences particulières par secteur. Leur taille est modeste, ils réunissent souvent quelques dizaines de business angels. Leur gestion est souvent assurée par une ou deux personnes, pouvant y travailler à temps partiel, et leur financement peut venir de cotisations de business angels, ou plus systématiquement de soutien d'acteurs de la création d'entreprises tels que les CCI, les régions ou les incubateurs.

Leur rôle est extrêmement important :

- Il s'agit tout d'abord d'un lieu de rencontre entre projets et investisseurs, le réseau étant un point d'entrée facilement accessible pour les entrepreneurs cherchant un financement ;
- Les réseaux permettent de nombreuses synergies entre business angels. Cela peut prendre la forme de mutualisation des due diligences donc des décisions d'investissement, maximisant les chances d'identification des « bons » projets grâce à des compétences d'analyse plus larges ; il peut s'agir aussi de mutualisation du financement lui-même, un projet pertinent attirant automatiquement plusieurs business angels ; cela représente enfin une minimisation du risque pris par ces derniers, puisque avec un même montant un business angel peut investir dans un plus grand nombre de projets avec des tickets unitaires plus faibles, diversifiant ainsi son portefeuille ;
- Les réseaux conseillent les business angels dans la forme que peuvent prendre leurs investissements, afin de professionnaliser le métier de business angel. Ils peuvent mettre à leur disposition des outils d'aide à l'investissement, des tableaux comparatifs pour la fiscalité par exemple ;
- Les réseaux assurent enfin un rôle de représentation des business angels, coordonné au niveau national par France Angels. Il s'agit de représenter la communauté de business angels dans les forums ou groupes de travail sur la création d'entreprise, afin de les promouvoir, mais aussi d'informer et sensibiliser l'ensemble des acteurs d'un département ou d'une région (public, pouvoirs publics locaux, capital-risque, etc...). Un objectif de premier ordre est de recruter de nouveaux business angels.

Le rôle de ces réseaux est fondamental dans la mesure où ils contribuent à la professionnalisation des business angels, à leur institutionnalisation donc à leur meilleure identification voire reconnaissance dans le microcosme de la création d'entreprises. Nous constatons en effet encore souvent une absence des business

angels dans les réflexions sur la création d'entreprise et une faible notoriété au sein de la population : jusqu'à récemment aucun homme politique n'avait prononcé le mot de business angel[17], les entrepreneurs en quête de financement initial n'ont pas systématiquement le réflexe de s'adresser à des business angels, ces derniers sont inconnus du grand public. Ce dernier point est crucial, puisque toute mesure de l'Etat destinée à aider les business angels ne peut avoir de légitimité suffisante si ses destinataires sont inconnus du plus grand nombre. C'est pourquoi nous avons choisi d'intégrer dans les leviers d'action de l'essor des business angels en France un fort soutien de ces réseaux.

DE NOMBREUX RESEAUX DE BUSINESS ANGELS EXISTENT EN FRANCE, MAIS ILS MANQUENT ENCORE DE STRUCTURATION.

Les réseaux de business angels se multiplient rapidement en France, comme le montre la carte suivante, qui n'est pas officielle mais est le résultat d'une recherche sur la présence géographique des réseaux en France. Les couleurs sont d'autant plus foncées que la structuration du réseau est importante, depuis le blanc où il n'existe pas de réseau à notre connaissance, jusqu'au rouge sombre où le réseau a un site internet propre, élément que nous avons choisi comme indicateur de structuration

17 En avril 2006, Renaud Dutreil a lancé son programme "gazelles", dont l'une des mesures consiste à aider les réseaux de business angels.

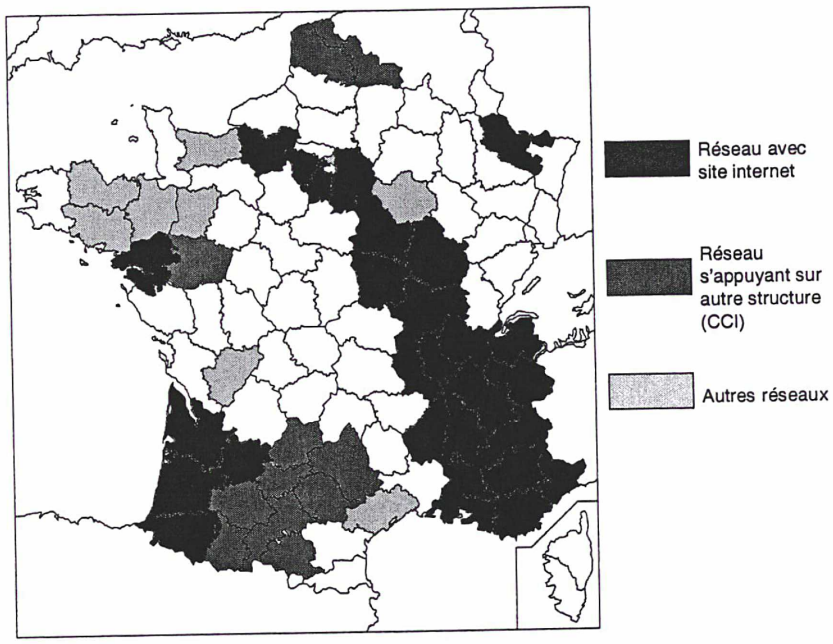

Figure 8 : Cartographie des réseaux de business angels

Il ressort de cette cartographie que la structuration des réseaux de business angels est à généraliser, ceux-ci se limitant souvent à leur rôle de mise en relation entre projets et investisseurs. Nous avons cherché, en France et à l'étranger, quelques bonnes pratiques qui pourraient être reprises pour cela.

QUELQUES BONNES PRATIQUES GAGNERAIENT A ETRE GENERALISEES PARMI LES RESEAUX FRANÇAIS DE BUSINESS ANGELS

Nous avons étudié quelques exemples étrangers afin d'identifier quelques bonnes pratiques, qui parfois existent en France au sein des réseaux les plus structurés, mais qu'il serait pertinent de généraliser. Nous avons retenu trois grands types d'initiatives.

- L'organisation de formation des entrepreneurs cherchant un financement. Il apparaît en effet que ces derniers connaissent peu les business angels, donc ignorent leurs attentes lors d'une présentation de projet. Un business angel, par exemple, accordera beaucoup d'importance à la personnalité de

l'entrepreneur lors de son analyse, ou à la pertinence de l'idée du projet, bien plus qu'au business plan du projet lui-même, contrairement à un capital-risqueur. L'entrepreneur avec son idée est bien souvent en effet la seule valeur sûre de l'entreprise à ce stade, c'est lui qui doit en faire une gazelle. Cette méconnaissance de la façon de travailler des business angels peut résulter en une mauvaise compréhension du projet par le business angel, donc augmente le risque de refus de financement. Un exemple est l' « Investment readiness programme » au Royaume-Uni.

- La création sur le site Internet du réseau de business angels d'une véritable place de marché, lieu de rencontre entre projets et entrepreneurs. Un exemple nous vient par exemple du Royaume-Uni, avec le Bestmatch programme : les entrepreneurs cherchant un financement peuvent entrer directement sur le site les détails de leur projet, de leurs besoins actuels, participant ainsi à la création d'une base de données, qui peut aller au-delà de la région. Les business angels ont un accès exclusif et personnalisé à cette base de données, ce qui leur permet de faire un premier tri rapide des projets, et d'orienter les entrepreneurs vers la solution qui leur convient le mieux. Le système est ainsi plus efficace et plus rapide : plus rapide car nombre des projets présentés aux business angels font l'objet d'un refus rapide par manque d'information concernant le réseau (entreprise hors du domaine géographique de compétence du réseau, secteur d'activité non représenté au sein du réseau, etc.), refus qui peut ainsi être fait en amont[18] ; plus efficace car les entrepreneurs vont alors directement vers les investisseurs les plus susceptibles de répondre à leurs besoins. Il s'agit d'une importante base de données d'investisseurs et de porteurs de projets ;
- La tenue à jour d'une base de données de business angels potentiels, entrepreneurs ayant réussi ou cadres d'un grand groupe sur le point de partir à la retraite. Cette base de données permet ensuite au réseau de faire des campagnes de recrutement annuelles pour attirer de nouveaux business angels, par exemple sous la forme d'une invitation par courrier à participer à un repas de présentation du métier de business angel. Cet bonne pratique nous est issue de Finlande, dont la taille permet de mettre assez facilement ce genre d'initiative en place. A échelle comparable, cette idée pourrait être reprise dans chacune des régions françaises pertinentes, puis consolidée nationalement.

Certaines de ces bonnes pratiques existent en France, notamment à Paris où les réseaux sont les plus anciens et les plus structurés. L'initiative de France Angels

---

[18] A titre d'exemple, Paris Angels refuse ainsi 100 dossiers rapidement, sur les 300 qui lui sont présentés annuellement.

« l'école des business angels » doit à ce titre être citée : il s'agit de conférences visant à informer et de sensibiliser des milieux susceptibles de réunir des business angels potentiels (grandes écoles par exemple) ou de servir de relais d'information (CCI). Ces initiatives sont extrêmement efficaces et devraient inspirer nombre de réseaux français. Bien entendu, mettre en place de telles mesures suppose de disposer de moyens financiers suffisants, donc une aide accrue de ces réseaux de business angels par la région, la CCI, la DRIRE, les ministères, autant d'acteurs qui verraient un intérêt important à voir naître une population importante de business angels. Notons que le récent programme « gazelles » de Renaud Dutreil va dans ce sens puisque entre autres choses, il vise à accorder aux réseaux soumettant un projet pertinent de développement une somme de 1000 euros par dossier qu'ils instruisent.

UNE AIDE ACCRUE DES ACTEURS DE LA CREATION D'ENTREPRISE AUX BUSINESS ANGELS SUPPOSE UNE MEILLEURE CONNAISSANCE DE CES DERNIERS

Comme nous l'avons déjà vu, il est difficile d'avoir des chiffres ou études sur les business angels car leur mode d'action est difficilement identifiable. Or, les soutiens que nous prônons ici de la puissance publique aux business angels devraient nécessairement s'appuyer sur des éléments concrets prouvant la pertinence de telles aides. Ainsi, nous pensons que la première forme d'aide à mettre en œuvre est de lancer des études précises sur les business angels, études qui auraient aussi le tampon officiel de l État car gérées par lui. Il s'agirait dans ces études de mieux connaître qui sont les business angels, quelles sont leurs difficultés, leurs motivations à exercer ce métier, quelle est la rentabilité de leur activité, les sommes investies, le nombre de projets financés, etc.... Un point important serait d'évaluer le nombre d'emplois créés grâce aux investissements des business angels en France, ce qui susciterait peut-être un attrait plus grand pour ceux-ci. De telles études s'appuieraient notamment sur les réseaux de business angels, quasiment unique source d'information sur ces derniers, et pourraient se décliner en une aide supplémentaire accordée par l'Etat à ces derniers. Il serait aussi judicieux d'y associer, dans un but de sensibilisation, les acteurs classiques de la création d'entreprise en région.

EXEMPLE D'UN RESEAU QUI FONCTIONNE : LES BUSINESS ANGELS EN FINLANDE

Même si le modèle finlandais n'est pas directement transposable en France pour des raisons évidentes d'échelle et de nombre des acteurs concernés, son exemple est très instructif en terme de bonnes pratiques de gestion des problématiques de business angels. En Finlande, un seul réseau de business angels réunit environ 300 investisseurs privés tandis que leur nombre estimé dans tout le pays est de 600. Le profil des business angels finlandais est très proche de celui évoqué

précédemment (richesse, trois catégories principales...), même si leur implication par projet est en général supérieure à ce qu'elle est en France (50 000 euros par personne et par projet en moyenne, pour un ou deux projets financés par an pour un business angel). La première originalité réside dans le fait que le réseau national de business angels est un organisme public, par conséquent très proche des acteurs du développement économique, nationaux et locaux, ce qui augmente considérablement la lisibilité et la présence des business angels dans le microcosme de la création d'entreprise. Ce réseau est géré par une dizaine de personnes ayant une expérience dans le domaine de la création d'entreprises (Sitra pre-seed). Sitra pre-seed assure l'ensemble des activités nécessaires au bon fonctionnement d'un réseau d'investisseurs privés :

- Détection des projets à fort potentiel : si les canaux de recrutement de ces projets sont très divers et sont aussi le fait de candidature spontanées, Sitra pre-seed a des collaborations avec universités, instituts de technologie et laboratoires finlandais afin de pouvoir exercer une veille efficace. 250 projets sont identifiés par an, dont 40 seront retenus pour étude approfondie.
- Analyse des dossiers : selon les projets, le travail de due diligence peut être fait par les seuls business angels, par des capital-risqueurs si le projet est susceptible de les intéresser, voire par un organisme tiers privé si le dossier est très technologique. Les gestionnaires de Sitra pre-seed se réservent aussi un droit de regard sur la due diligence en cas de co-investissement, mais en prenant soin de ne jamais retarder la décision d'investissement.
- Financement : Un bon projet rassemble en général entre 300 000 et 500 000 euros, majoritairement d'origine privée avec un complément possible d'argent de l'Etat (60% des dossiers donnent lieu à des co-investissement pari passu). Le réseau dispose d'un fonds d'un montant de 250 millions d'euros pour financer de l'amorçage d'entreprise, et faire des seconds tours lorsque cela est nécessaire.
- Mise en place de « place de marché » : de 5 à 7 fois par an, le réseau organise des grandes réunions rassemblant capital-risque, business angels, institutions publiques, grands groupes, entrepreneurs afin de favoriser la mise en réseau et la connaissance mutuelle de l'ensemble des acteurs du monde de la création d'entreprises. Ce rassemblement est aussi l'occasion pour les entrepreneurs de trouver un investisseurs (40% des entrepreneurs participant trouvent un financement).
- Formation : le réseau organise des formation pour les entrepreneurs afin qu'ils soient le plus prêts possible à présenter leur dossier aux business angels ou aux capital-risqueurs. Des séances de formation sont aussi faites pour les business angels afin qu'ils améliorent leur capacité à faire des due diligences et qu'ils comprennent mieux les besoins des capital-risqueurs.

- Recrutement : Sitra pre-seed a une stratégie très originale et qui paraît extrêmement pertinente du recrutement puisqu'il tient à jour une liste de business angels potentiels, qu'il recherche parmi les entrepreneurs finlandais, cadres des grands groupes du pays ou plus généralement dans les personnes connaissant bien ce milieu. Sur la base de celle-ci, il effectue régulièrement des campagnes de recrutement en présentant le métier de business angel à ces personnes (invitation par courrier). En général, sur 200 invitations à ces « morning coffee sessions » sur le sujet, une dizaine acceptent de venir à une présentation plus détaillée.
- Collaborations trans-frontalières : le nombre de business angels en Finlande étant limité, la Finlande a initié des collaborations avec ses voisins nordiques (Suède, Norvège, Danemark) afin d'avoir accès à des financements plus importants pour les bons projets, de disposer d'un carnet d'adresses et de compétences plus larges, et d'étendre les possibilités de recrutement des projets.

Le système est assez récent : le fonds a effectué peu de sorties de capital pour l'heure, mais aucune faillite d'entreprise financée par des business angels n'a été constatée à ce jour, et les relations entre capital-risque et business angels semblent très bonnes.

UNE INCITATION TOUCHANT A L'ISF PERMETTRAIT D'ATTIRER LES GROSSES FORTUNES, DONC DES TICKETS D'ENTREE PLUS IMPORTANTS

Le second axe d'étude que nous avons souhaité étudier concerne la taille du ticket d'entrée des business angels, en moyenne trop faible en France pour répondre aux besoins des gazelles. L'ISF touche différemment l'ensemble des business angels. Les plus petits peuvent même ne pas être soumis à l'ISF ou, s'ils le sont, ne le jugent pas problématique au vu des sommes en jeu. Les gros business angels, très fortunés, parviennent souvent, grâce à des montages complexes, à éviter l'ISF. Ainsi, celui-ci touche principalement une catégorie de business angels intermédiaire, qui doit payer cet impôt sur la base d'une valorisation de leur investissement qui est très difficile de calculer. Les business

angels ne bénéficient en effet pas des exonérations d'ISF liées à la détention d'actions de sociétés[19].

La réflexion autour de réforme de l'ISF pour les business angels est double :

- Elle pourrait viser à corriger le défaut identifié précédemment, concernant la valorisation de l'investissement et sa non liquidité ;
- Une incitation plus poussée, telle qu'une exonération d'ISF, permettrait d'attirer des grosses fortunes autour du business angelat, donc de décupler leurs effets.

QUELLE VALORISATION DONNER AUX INVESTISSEMENTS FAITS PAR LES BUSINESS ANGELS POUR LEUR INTEGRATION DANS L'ASSIETTE DE L'ISF ?

La valorisation de l'investissement des business angels joue un rôle important sur le plan fiscal

Même s'il ne s'agit du problème principal de l'ISF, nous commençons par évoquer le problème de la valorisation du patrimoine financier d'un business angel. Une forme de valorisation largement utilisée consiste à donner à l'investissement la valeur du ticket d'entrée du business angel. Mais cette valeur devient rapidement artificielle suite au travail de maturation du projet effectué depuis l'entrée au capital, qui peut être concrétisé par l'entrée de nouveaux investisseurs valorisant différemment l'entreprise. Par ailleurs, il s'agit d'une valeur qui a bien souvent peu de lien avec les méthodes de valorisation classiques, par exemple fondées sur l'actif réévalué de la société : en effet, lors de l'investissement du business angel la gazelle a peu, voire pas, d'actif à son bilan. Quant aux méthodes d'actualisation des rendements futurs qui, elles, sont possibles, elles restent très incertaines au moment de l'entrée au capital du business angel car fondées sur de pures spéculations, qui peuvent ne pas être partagées par d'autres investisseurs.

La valorisation de l'entreprise est donc relative, ce qui est problématique: en effet, le problème de la valorisation de l'investissement d'un business angel pour payer son ISF est très lié à celui de sa non liquidité. Ce dernier devant

---

19 Pour pouvoir bénéficier d'une déduction ISF (à hauteur de 75% de son investissement), le business angel doit être partie prenante d'un engagement collectif d'actionnaires représentant plus de 34% des parts de la société, et s'engageant à garder ces parts plus de 6 ans. Par ailleurs, il n'est pas salarié de l'entreprise donc ne bénéficie pas de l'exonération dans le cadre de l'outil de travail.

payer un impôt sur un patrimoine non liquide bloqué pendant plusieurs années, il est important que l'ISF payé annuellement par le business angel soit en proportion avec ce qu'il touchera au moment où il revendra ses parts. Le cas absurde est celui d'un business angel payant un ISF sur un investissement dont il sait pertinemment qu'il n'en retirera rien, l'entreprise concernée allant vers le dépôt de bilan. Ce problème est d'autant plus important que comme nous le verrons par la suite, la sortie du capital est fréquemment problématique pour les business angels, et que cette sortie peut se faire dans des conditions très défavorables à ces derniers. En effet le marché ne donne pas une valorisation unique aux parts détenues par un business angel, mais au moins deux : une valeur à l'entrée donnée par ce qu'un investisseur est prêt à payer pour acheter une part supplémentaire, et une valeur à la sortie définie par ce qu'un actionnaire peut attendre du marché en sortant du capital. La seconde est bien entendu inférieure à la première. Ce qu'un business angel peut obtenir de son investissement, qui devrait être la base de calcul de l'ISF, est donné par la valeur de sortie, alors que la valorisation classique définie par la somme apportée au capital initialement est par définition la valeur à l'entrée. Ce problème de non liquidité du patrimoine est traité dans le cas de la résidence principale en valorisant cette dernière à sa valeur vénale à laquelle on associe une décote de 20%, ou en permettant une décote des résidences louées proportionnelle à la durée du bail correspondant.

Des méthodes de valorisation diverses et personnelles

Les méthodes d'évaluation utilisées par les business angels pour entrer au capital sont diverses, souvent personnelles, assez rapides et éloignées des règles usuelles[20] : un business angel américain, Dave Berkus, explique par exemple qu'il valorise une entreprise en early-stage de la façon suivante :

- Une idée pertinente : + 1 million de dollars
- Un premier prototype développé + 1 million de dollars
- Une équipe dirigeante constituée et de qualité + 1 – 2 millions de dollars
- Un conseil d'administration de qualité + 1 million de dollars
- Contrats obtenus + 1 millions de dollars

donnant une valorisation entre 1 et 6 million de dollars.

Des méthodes encore plus simplistes consistent à accepter la valorisation, sur certains critères très basiques, tant que celle-ci est inférieure à 5 millions de dollars : l'idée est en effet, pour le business angel, d'être en mesure de sortir

20 "Winning angels", David Amis et Howard Stevenson

avec un multiple important (le multiple est ce par quoi est multiplié la valorisation de l'entreprise entre le moment où le business angel entre et celui où il sort du capital). La perte du business angel est majorée par son investissement initial, mais son gain ne l'est pas, ce qui l'attire souvent : en limitant la valorisation initiale et en misant sur des idées à fort potentiel, le business angel recherche donc les gros multiples.

Une pratique, plus complexe et récente, consiste même à ne pas valoriser l'entreprise : le business angel investit sans recevoir d'actions de la société immédiatement, mais en ayant une garantie que, lorsque des investisseurs « professionnels » arriveront au capital, il recevra les mêmes conditions que ces derniers, avec une certaine réduction du prix de l'action justifiant l'antériorité de son investissement. L'investissement initial peut prendre la forme d'une obligation convertible en action, ce qui nécessite un cadre juridique bien défini. En plus d'éviter tout problème de valorisation, cette méthode permet aussi au business angel de ne pas se faire écraser par un capital-risqueur lors de son arrivée au capital : elle limite ainsi les problèmes liés à sa sortie du capital, que nous traitons ci-après, en incitant l'entrepreneur à faire un second tour avec le capital-risque.

AMELIORER LA LIQUIDITE DE L'INVESTISSEMENT DES BUSINESS ANGELS

Associé au problème précédent apparaît donc celui de la non liquidité des investissements des business angels. Bien entendu, l'enjeu n'est pas ici de simplement rendre plus liquide l'investissement du business angel, car il est en grande partie de sa responsabilité de faire mûrir le projet ciblé et de savoir attirer d'autres investisseurs susceptibles de lui racheter ses parts. Cependant, les business angels étant peu nombreux en France, et ayant notamment du mal à faire le poids face aux capital-risqueurs, il serait pertinent de remédier aux dysfonctionnements qui en résultent, au moins de façon transitoire. Au-delà de mesures de liquidité, il s'agit de rassurer l'investissement du business angel en lui donnant quelques garanties supplémentaires dès son entrée, participant au cadre favorable incitatif donc nous parlions dans une partie précédente.

En effet, un capital-risqueur, susceptible d'arriver lors de levées de fonds ultérieures, aime voir l'argent qu'il investit dans un projet directement utilisé pour développer l'activité de l'entreprise, et non pour faire sortir des acteurs tiers. Les business angels peuvent alors se trouver bloqués au capital, dans une position très minoritaire face au capital-risque et sans ne plus avoir de valeur ajoutée pour la gazelle. Le capital-risqueur intervient à un moment où l'argent manque cruellement à la gazelle et aux business angels présents : il peut facilement imposer ses conditions, notamment celle de la valeur de l'entreprise, qui peut s'avérer inférieure à la valeur d'entrée au capital du business angel.

Plusieurs solutions peuvent servir le business angel face à ce risque :

- Le business angel peut signer un contrat avec l'entrepreneur lors de son entrée, engageant ce dernier à lui rembourser, en parts de capital, la perte qu'il pourrait ainsi subir lors de l'entrée d'un nouvel investisseur. On comprend bien que ce type de solution fragilise encore l'entrepreneur
- France Angels essaie de promouvoir une solution plus globale, visant à se rapprocher de « gros » business angels qui, en apportant de très gros tickets, pourraient prendre le relais des premiers business angels et faire le poids face au capital-risque ;
- Enfin, des fonds de reprise pourraient être constitués, visant à faire sortir du capital de façon automatique les business angels lorsqu'un capital-risqueur arrive :
  - Cela concernerait les business angels ayant investi dans des gazelles respectant des critères classiques de ce genre de mesure21;
  - La reprise interviendrait sur demande individuelle des business angels, pour tout ou partie de leurs investissements ;
  - La sortie des business angels se ferait à la valeur d'entrée du capital-risque ;
  - La valeur de reprise serait plafonnée en fonction de l'apport du capital-risque ;
  - L'argent initial de ces fonds pourrait venir d'acteurs classiques tels que Oséo, CDC, les Régions, etc.
- Par construction, un tel fonds aurait la même rentabilité que celle du capital-risque.

Toutes ces mesures favorisant la liquidité des business angels seraient fortement incitatives dans la mesure où elle visent à rassurer ces derniers, et leur permettent d'utiliser leur argent sur ce pour quoi ils sont le plus compétent, enthousiastes et économiquement efficaces.

---

21 PME au sens européen, payant un impôt sur les sociétés, détenue à plus de 50% par des personnes physiques, etc…

UNE DEDUCTION DE L'ASSIETTE DE L'ISF D'UNE PARTIE DE L'INVESTISSEMENT FAIT PAR LES BUSINESS ANGELS DRAINERAIT BEAUCOUP D'ARGENT VERS L'AMORÇAGE DES GAZELLES.

Outre les problèmes de liquidité et de valorisation des parts détenues par le business angel, permettre à ces derniers de déduire une partie de leur investissement de l'assiette de leur ISF, comme c'est la cas pour les œuvres d'art, attirerait mécaniquement des grosses fortunes vers le métier de business angel. Une mesure envisagée récemment dans le projet de budget 2005 allait dans ce sens, mais fut rejetée par la Commission Parlementaire Mixte : il s'agissait de permettre une réduction de 20% de l'investissement, dans la limite de 10 000 euros investis. Cela limitait le gain fiscal à 2000 euros, ce pour quoi la commission mixte a jugé la mesure superficielle et non efficace.

La mise en place d'une déduction fiscale de l'assiette de l'ISF d'une partie de l'investissement fait par un business angel (sous les mêmes conditions que celles énoncées pour les fonds de reprise) attirerait des business angels dont la première motivation est financière, l'économie d'impôts. La nature de ces business angels serait ainsi contestable, car leur implication dans la gestion de l'entreprise ne sera pas systématique, ou sera plus superficielle que celle des business angels tels que définis dans notre étude. Ainsi, s'il est cependant indéniable que cette mesure susciterait de nouvelles vocations de « vrais » business angels, une partie de l'argent drainé servirait de fait plutôt à abonder les investissements faits par ces vrais business angels, ou par exemple à alimenter des fonds de reprise tels que définis plus haut. Ainsi, quelques grosses fortunes se comporteraient davantage en investisseurs passifs, laissant la gestion de l'entreprise à d'autres. Cela nous amène au dernier point que nous souhaitons avancer pour la promotion des business angels en France, à savoir les fonds de co-investissement.

DES FONDS DE CO-INVESTISSEMENT PERMETTRAIENT D'ACCROITRE L'EFFET DE LEVIER DES BUSINESS ANGELS ET DE DOUBLER LA TAILLE DE LEURS TICKETS D'ENTREE

LE PRINCIPE DES FONDS DE CO-INVESTISSEMENT REPOSE SUR LA CONFIANCE ACCORDEE A LA DECISION DES BUSINESS ANGELS

Outre une mesure sur l'ISF, qui présente quelques difficultés du fait de son caractère tabou, il est possible d'augmenter la taille des tickets à l'entrée des business angels en complétant leur apport par de l'argent de tiers se comportant en investisseurs passifs. Une telle mesure développerait le métier de business angel de façon générale, car son principe est de faire confiance à la décision

d'investissement de ces derniers, à la pertinence économique de leur choix, pour augmenter l'effet de levier associé sur les gazelles ciblées. De tels fonds existent dans nombre de pays étrangers, notamment aux Etats-Unis avec les SBIC (Small Business Investment Companies), en Angleterre avec le London Seed Capital, ou encore en Ecosse avec le Scottish Co-investment fund. Un tel fonds permettrait d'apporter un euro quand un business angel apporte personnellement un euro, doublant mécaniquement la taille du ticket d'entrée. Les Etats-Unis permettent un abondement très supérieur, pouvant atteindre 300% de l'apport du business angel :.un tel déséquilibre nous parait cependant dangereux car il risque de déresponsabiliser l'investissement du business angel, or c'est bien sur la confiance accordée au jugement du business angle que repose le principe de l'abondement. L'intervention du fonds se ferait directement au capital de l'entreprise, dans les mêmes conditions que celle du business angel (pacte d'actionnaire notamment).

L'efficacité d'un tel fonds repose essentiellement sur sa mise en œuvre et sur le fait qu'il ne complexifiera pas la décision d'investissement des business angels, et notamment le temps de due diligence. Ainsi, la solution la plus adaptée est de prévoir une attribution automatique de ses fonds, sur des critères précis. Nous proposons ci-dessous une série de critères. Notons bien qu'il s'agit de critères de recevabilité administrative et pas d'une évaluation du projet, cette dernière étant confiée uniquement au business angel :

- La nature de l'entreprise cible : une PME au sens européen exerçant une activité industrielle, commerciale ou artisanale, soumise à l'impôt sur les sociétés.
- L'indépendance de l'entreprise : l'entreprise cible (destinatrice de l'investissement) doit être possédée à plus de 50% par des personnes physiques ou personnes morales détenues majoritairement par des personnes physiques ;
- La situation géographique de la cible : un siège de l'entreprise en France si l'essentiel des fonds vient de l'Etat ou en région si c'est la région qui finance (voire même une localisation en UE). On peut y associer des critères sur l'emploi comme c'est le cas du Scottish co-investment fund : majorité d'emplois dans la région ou en France, emplacement de la majorité des personnes exécutives, etc. Aussi, on peut imaginer des objectifs en termes d'emplois créés localement, consolidés au niveau des réseaux de business angels, comme cela existe déjà ;
- La pertinence économique de l'investissement : il s'agit ici d'éviter le cas où l'investisseur est de la famille de l'entrepreneur, cas où la décision est purement subjective. Par exemple, chaque business angel, son conjoint et leurs ascendants et descendants ne peuvent détenir directement ou

indirectement plus de 25% des parts de l'entreprise cible ;

- Le montant de l'investissement : un montant maximum (un million d'euros pour le ticket maximum par exemple) et minimum afin d'avoir un effet significatif sur des projets conséquents (par exemple 100 000 euros pour le ticket total) ;

Il faut noter que le critère le plus pertinent est implicite, et lié au fait qu'un business angel investisse au capital de l'entreprise.

CDC PME dispose de fonds d'abondement, les FCJE (Fonds de Co-investissement dans les Jeunes Entreprises) mais ces fonds abondent essentiellement des seconds tours, lorsque les premiers investisseurs se trouvent à court d'argent, et uniquement dans des entreprises technologiques.

L'argent de tels fonds d'abondement peut avoir plusieurs origines : Etat ou région, institutions privées telles que des banques ou compagnies d'assurance, voire à termes épargne de particuliers grâce à des initiatives du type des FCPI. La gestion de ces fonds doit être faite localement dans la mesure où l'action des business angels est locale : elle serait bien entendu dépendante de l'origine des fonds et pourrait être assumée par la région, la DRIRE, ou des réseaux de business angels. Par nature, cette gestion ne serait pas lourde et se limiterait à une vérification de l'adéquation entre les critères précédents et l'entreprise financée.

Ce genre de mesure suppose, pour être légitime donc bien accepté, d'avoir bien identifié les enjeux liés aux investissements des business angels, ce sur quoi nous revenons à un point déjà abordé dans une partie précédente, à savoir d'être capable de mesurer l'importance des busines angels en France (leur nombre, les montants investis), leurs impacts sur l'économie (les emplois créés) ou l'argent que leur activité rapporte directement (rentabilité des investissements des business angels). Des analyses préalables seraient ainsi nécessaires, concernant des chiffres qu'il est difficile de trouver actuellement.

Une telle initiative nationale est sans doute assez lourde à mettre en place, et l'impulsion de projets allant dans ce sens pourrait venir d'entités locales, DRIRE ou Région par exemple, en étroite collaboration avec les réseaux de business angels correspondants. Un moyen efficace d'initier ce genre de mesures pourrait être, pour une entité locale accordant déjà des aides au capital de jeunes entreprises, de participer à l'instruction des dossiers faite dans les réseaux de business angels, et de co-investir lorsque le projet semble pertinent ou respecte des critères tels que ceux énumérés précédemment.

LES SBIC AUX ETATS-UNIS

Les Small Business Investment Companies ont été créées aux Etats-Unis en 1958 suite à un constat de l'administration américaine d'un trou de financement entre 250 000 dollars et 5 millions de dollars. Ce sont des sociétés de capital-risque, labellisées par la Small Business Administration (SBA) américaine. Leurs fonds sont abondés par l'Etat, sous forme de produits obligataires garantis par le SBA (les SBIC émettent des titres garantis par la SBA), d'un montant pouvant atteindre trois fois les fonds propres de la SBIC. En échange de cet apport, les entreprises dans lesquelles investissent les SBIC doivent respecter certains critères, et sont ainsi essentiellement de jeunes pousses américaines en phase de démarrage : en 2005, 18% d'entre elles avaient moins d'un an et 36% moins de 3 ans[22]. Les SBIC, dont la gestion est entièrement celle d'une société d'investissement privée sans intervention de l'Etat, aident ces jeunes entreprises essentiellement sous forme d'apport en fonds propres. Elles bénéficient d'un effet de levier car investissent en fonds propres et doivent payer des intérêts obligataires à la SBA : pour l'Etat, le coût net est nul, la rémunération des fonds prêtés compensant les quelques pertes constatées.

En 2005, environ 500 SBIC ont investi 3 milliards de dollars dans près de 4000 jeunes PME américaines. La réussite de ce programme ancien est indéniable, même s'il a dû être remanié assez récemment du fait d'une hausse des faillites de SBIC constatées. Le ticket moyen se situe en deçà de ceux du capital-risque hors SBIC, autour de 1 million de dollars, et la plupart des SBIC ont une rentabilité correcte (autour de 10%). Parmi ses plus belles réussites figurent Reebok ou Federal Express.

SYNTHESE DES RECOMMANDATIONS POUR L'ESSOR DES BUSINESS ANGELS EN FRANCE

Les business angels, de par leur double apport en compétence et en capital, de par leur faible aversion au risque et leur réactivité, sont des acteurs incontournables du financement initial des gazelles. De plus, comme l'illustre certains exemples étrangers, et notamment les pays anglo-saxons, ce sont les seuls capables d'assumer ce rôle à grande échelle dans une économie. Leur essor doit passer par la création d'un cadre d'actions adapté aux business angels, minimisant les obstacles allant à l'encontre de leur activité et intégrant des mesures incitatives.

---

22 Source : site internet du SBAhttp://www.sba.gov/INV/tables/2005/stats/tab1.pdf et

« Le programme SBIC : analyse et enseignements », CIRANO

- Les obstacles existant en France sont financiers et psychologiques : les nombreuses incertitudes liées à l'ISF, à la complexité du système d'imposition des business angels, au manque de possibilité de sortie, font supporter à ces derniers un risque additionnel, venant s'ajouter aux risques financiers déjà élevés de l'early-stage, qui freine leur développement ;
- L'amorçage de la pompe exige des mesures incitatives pour les business angels, facilitant leur travail, attirant de nouveaux business angels et faisant connaître leur métier. Ces incitations peuvent être le fait d'une professionnalisation de leur activité grâce aux réseaux de business angels, contribuant à simplifier leur action, les structurer et leur donner une existence officielle. Des mesures plus concrètes, telles que la mise en place de fonds de co-investissement abondant l'apport en capital des business angels, ou de fonds de reprise leur apportant des possibilités de nouvelles possibilités de sortie du capital, seraient extrêmement bénéfiques.

Ces actions, de l'Etat et d'autres acteurs du développement économique, requièrent bien entendu au préalable une reconnaissance de la valeur ajoutée des business angels pour l'économie. Cela exige une meilleure connaissance de leur action et de leurs conséquences pour les gazelles, points sur lesquels les actions manquent cruellement. Il ne faut en aucun cas fermer les yeux et ignorer l'existence de business angels sous prétexte d'incompatibilité culturelle : c'est au contraire en parlant des business angels, en démontrant leur valeur ajoutée pour l'économie, qu'ils seront mieux compris et acceptés.

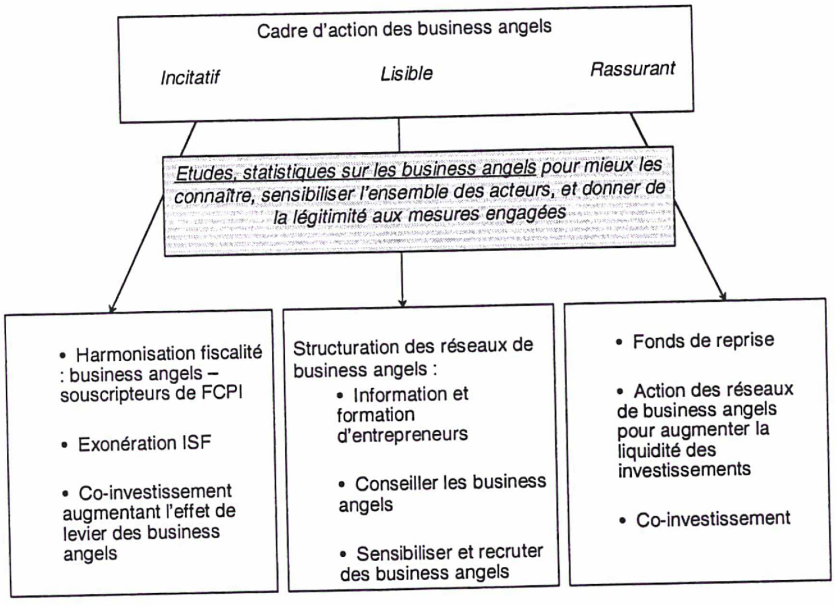

Figure 9 : Récapitulatif sur les leviers d'actions nécessaires à un essor des business angels

CONCLUSION

Une analyse du monde de la création d'entreprises en France nous a permis de constater que le manque de gazelles françaises est largement le fait d'une absence d'acteurs à même d'accompagner les projets jusqu'à un stade de maturation acceptable par leurs clients comme par les marchés financiers.

Tandis que les atouts français en termes d'innovation technologique et de créativité, donc de capacité à générer des projets d'entreprises porteuses, ne nous semblent pas être un facteur limitant, tandis que les montants du capital développement, allant du capital-risque au LBO, semblent permettre le financement d'entreprises porteuses, c'est bien entre ces deux points qu'il faut selon nous chercher les raisons des difficultés rencontrées par les gazelles françaises. Entre l'idée et l'entreprise viable donc présentable aux marchés financiers ou à ses clients, doit se faire un travail de maturation qui exige des compétences financières mais aussi humaines et des connaissances propres au secteur d'activité concerné. Ce travail, spécifique et très risqué, est rarement directement rentable mais l'est souvent à grande échelle et à long terme : comme le montre l'exemple du MRCT en Angleterre, les quelques succès de développements passés permettent d'aider nombre de nouveaux projets, déficitaires à court terme. Ces caractéristiques font qu'une structure privée, rationnelle et à la recherche de retour sur investissement, ne peut être en mesure d'assurer cet accompagnement : nous pensons qu'elle peut en revanche venir de structures publiques, telles que les centres de valorisation des laboratoires de recherche comme cela fonctionne en Angleterre, ou d'individus, les business angels, acteurs qui jouent notamment un rôle majeur dans l'économie américaine.

Si l'émergence de structures de maturation sera le fait de réorganisations et de la constitution de budgets spécifiques de la part de la recherche publique, l'essor de business angels passera selon nous par la création d'un cadre d'action clair et adapté grâce à des mesures concrètes : une professionnalisation grâce à la structuration de réseaux de business angels et une incitation plus forte en limitant l'obstacle financier et psychologique qu'est la fiscalité et en créant des fonds de co-investissements incitatifs.

Le facteur culturel est à relier directement aux constats faits dans ce mémoire : le trou entre l'idée, la découverte et l'application, donc l'entreprise, est un problème français très ancien, qui se retrouve dans la séparation nette entre

recherche fondamentale et recherche appliquée dans les laboratoires, ce que nous dénonçons en partie dans notre étude, ou encore dans le manque de reconnaissance sociale des business angels. Cependant, si cela est une réalité, il ne faut pas en faire une fatalité : grâce à des mesures pragmatiques, ciblées sur des personnes peut-être atypiques donc moins sensibles à ces facteurs culturels, naîtront des succès, des bonnes pratiques, qui pourront ensuite être érigés en exemples. C'est en multipliant ces exceptions, ces chances d'accidents, que nous ferons de ces derniers peut-être la règle de demain.

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

Pilote de mémoire

- Frédérique Pallez, Centre de Gestion Scientifique, Ecoles des Mines de Paris

Fonds de capital-risque et d'amorçage

- Philippe Boucheron, Président du directoire, Bioam
- Bernard Daugeras, Partner, Biotechnologies, Auriga Partners
- François Lainée, Partner, IT, Auriga Partners
- Denis Lucquin, Managing Partner, Sofinnova Partners
- Philippe Maes, Associé, Finadvance
- Timothée Muller, Partner, Biotechnologies, CDC Entreprises
- François Poitrinal, fondateur et président, Windhurst (LBO)
- Nicolas Rose, Partner, XAnge
- Gilles Schang, Partner, Biotechnologies, Société Générale Asset Management (SGAM)

Entrepreneurs

- Pierre Belichard, Directeur Général, Fauvea
- Philippe Berthon, Président Directeur Général, Vaxon Biotech
- François Bourdoncle, président et CEO, Exalead
- Jean-François Bensahel, PDG, DSO Interactive
- Christophe Cabarry, Fonder & COO, SpecialChem
- Olivier Detour, Directeur Général, Nethéos
- Aurélie Giraud, Présidente, Jironimo.com
- Alain Huriez, Directeur Général, Neovacs

- Francis Jaluzot, Président, Fondateur, Sport Magazine
- Vincent Justin, Directeur Général, Muzeo
- Sacha Loiseau, Président, Fondateur, Mauna Kea Technologies
- Eric Meyer, Directeur de la rédaction, Arts Magazine
- Thierry Ollivier, Responsable commercial, Projectiondesign

Business angels et associations de business angel

- Arnaud de la Boulaye, business angel
- Nicolas Fritz, Directeur Général, France Angels
- Philippe Gluntz, Président, Paris Business Angels
- Risto Kalske, Directeur, Sitra Pre-Seed
- Adam Lazar, business angel et entrepreneur (Etats-Unis)
- Jacques Puechal, business angel
- Claude Rameau, Président, France Angels
- Jacques Vallée, Associé du fonds SBV Partners, Membre de la Band of Angels
- Daniel Zumino, business angel

Instituts de recherche, incubateurs, associations, organismes publics, Etat

- Pascale Altier, Directrice, Pasteur Bio'Top
- Jacques Bardes, Expert, Scientipôle Initiative
- Michel Barreteau, Economiste, Direction des Etudes et de la Stratégie, Observatoire des PME, Oséo
- Pierre Bivas, Conseil Général des Mines, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie
- Jean-Michel Dalle, Président, Incubateur Agoranov
- Edith Henrion d'Aubert, Directeur Général, Croissance Plus

- Claire Genevey, responsable de la coordination et de la publication des études, observatoire des PME, Oseo
- Emmanuel Leprince, Comité Richelieu
- Yohann Leroy, Chef de la division développement industriel, DRIRE Ile-de-France
- Jean-Pierre Loza, Responsable Entreprises Innovantes, Inserm Transfert
- Laurent Midrier, Chef du bureau de l'animation régionale, Direction Générale des Entreprises
- Philippe Mustar, enseignant-chercheur, centre de sociologie de l'innovation, Ecole des Mines de Paris
- Gregoire Postel-Vinay, Direction Générale des Entreprises, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie
- Cécile Tharaud, Présidente du directoire, Inserm Transfert
- Paul Van Dun, Directeur du Keuven Research and Development, Université catholique de Louvain
- Thierry Weil, enseignant-chercheur, centre de gestion scientifique, Ecole des Mines de Paris
- Jean-Michel Yolin, Conseil Général des Mines, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie
- Bernard Zimmern, Président, iFRAP