

# SOUTENIR LES START-UP DANS LA DURÉE : UN ENJEU INDUSTRIEL MAJEUR



**JÉRÔME FAUL (86)**  
président du directoire d'Innovacom

Beaucoup d'ingénieurs, jeunes et moins jeunes, se lancent dans l'entrepreneuriat au sein de start-up. Pour que ce mouvement soit une chance aussi bien pour eux que pour notre pays, il est indispensable que ces toutes jeunes entreprises puissent trouver un accompagnement financier suffisant en montant et en durée pour devenir les ETI de demain.

**L'**engouement pour les start-up que l'on observe dans tous les pays ne doit rien au hasard. Car dans un monde où tout va très vite, ces entreprises présentent des avantages compétitifs forts. Dans une start-up, les intérêts sont tous parfaitement alignés. Le manque chronique de cash définit un objectif commun : industrialiser un produit ou un service pour le vendre. Tout le monde œuvre dans la même direction, il ne saurait y avoir de calculs individuels, liés à sa carrière ou autre. Comme un navire où tout le monde rame dans le même sens, il est difficile d'aller plus vite. Dans une start-up, il n'y a pas de passé à gérer. On n'a aucun risque de cannibaliser un produit existant. On n'a aucun risque de perturber des clients fidèles avec une nouveauté. On fait le meilleur produit à l'instant T.

## REPÈRES

« Quelqu'un, quelque part, est en train de développer un produit qui rend le vôtre obsolète » écrivait Georges Doriot, le Français qui a inventé le capital innovation aux États-Unis dans les années 1950. Quelques décennies plus tard, en raison notamment de la loi de Moore, le rythme des innovations technologiques qui sont portées par le numérique atteint un rythme qui n'est soutenable que par des start-up, ces jeunes entreprises qui n'ont pas encore atteint un équilibre financier et qui financent leur croissance par des apports en capitaux extérieurs.



## Marchés de niche

Une start-up vise un marché de niche. C'est peut-être le plus important. Les innovations de rupture s'adressent à un public particulier, les *early adopters*. Ce public est une minorité qui n'est pas accessible à un grand groupe qui doit, par nature, déployer ses offres sur des grands marchés, former ses forces de vente, mettre en place un service après-vente universel, etc. Et si ce premier marché est petit, il suffit au bonheur d'une start-up qui, partant de zéro, peut se contenter de chiffres d'affaires relativement faibles au départ.

## Des besoins de financement en fonds propres

Avoir le bon rythme ne suffit pas. Les start-up ont un problème majeur, c'est qu'elles n'ont aucune source de revenus permettant de financer leurs développements. Il faut qu'elles trouvent ce financement à l'extérieur de leur structure. Ce financement ne saurait venir du système bancaire qui attend, s'il prête, à ce qu'on lui rembourse des mensualités de façon certaine, ce qui n'est pas possible pour une start-up. Il faut donc accepter un financement



← Dans une start-up, tous rament dans le même sens.

© smuki

## LES USA LOIN DEVANT

En 2017, c'est 1,2 milliard d'euros qui a été investi par des fonds français dans 847 start-up : le plus fort montant de l'histoire. Rapporté au produit intérieur brut, le montant investi en capital innovation en France est supérieur à la moyenne européenne, en-dessous des pays scandinaves, équivalent au Royaume-Uni, au-dessus de l'Allemagne et des pays du Sud. C'est 0,05 % du PIB français qui est investi dans les start-up. Cela reste faible par rapport aux États-Unis qui sont, selon la National Venture Capital Association, à 0,30 % (données 2016). Autrement dit, ce sont environ 18 euros par Français contre 170 euros par Américain qui sont injectés dans les entreprises innovantes de cette façon.

en fonds propres dont on retirera les fruits quand la start-up aura créé assez de valeur pour soit devenir rentable et payer des dividendes, soit devenir attractive pour un acquéreur qui rachètera avec une plus-value les parts des financeurs de la première heure.

### Des fonds pour mutualiser les risques

Mais tous les projets n'aboutissent pas. Pour éviter de perdre sa mise, un investisseur doit mutualiser le risque. La meilleure façon de le faire est d'investir non pas directement dans tel ou tel projet de start-up mais dans un fonds de capital innovation qui saura réaliser la petite vingtaine d'investissements permettant que les réussites compensent significativement les échecs.

Ainsi, la performance moyenne sur dix ans des fonds de capital innovation s'établit à 2,2 % de rendement net annuel pour les investisseurs avec une tendance à l'amélioration. La dispersion est assez forte avec les fonds les meilleurs rendant une performance annuelle de l'ordre de 12 %. On compte environ 200 fonds de capital innovation en France gérés par une cinquantaine d'équipes.

### Mobiliser les professionnels du financement

La France souffre clairement d'un manque d'argent pour soutenir les projets d'avenir. Le secteur public, les fonds souverains, les personnes physiques et les industriels sont surreprésentés dans le financement des sociétés les plus jeunes et supplantent les « professionnels de la profession » que sont les purs financiers – banques, assurances, mutuelles, caisses de retraite et fonds de

### Agilité et réactivité

Une start-up est agile. Les décisions se prennent en temps réel. Il n'y a jamais besoin d'attendre la validation d'un échelon supérieur, la réunion qui ne se programme pas faute de place dans les agendas, le changement d'avis de telle ou telle partie prenante. Si on se trompe, on en fait le constat sans état d'âme et on repart dans le bon sens.

fonds. Ces derniers, dont c'est pourtant le métier, ne représentent ensemble que 28 % du capital innovation alors qu'ils financent à 63 % les sociétés privées non cotées de façon générale (capital investissement).

### L'étai des ratios prudentiels

Une première raison tient aux ratios prudentiels qui leur sont imposés depuis la crise de 2008. Un investissement dans un fonds de capital innovation (dont les gestionnaires sont pourtant là pour limiter les risques) les oblige à mobiliser beaucoup plus de fonds propres que pour d'autres types d'investissements. Le rendement des capitaux ainsi engagés est défavorable. Les États pourraient desserrer cet étai qui n'a pas vraiment lieu d'être, d'autant moins qu'une étude a démontré dès 2010 que les ratios retenus ne sont pas bons parce que l'investissement dans des sociétés non cotées est justement dans une logique de moyen et long terme qui permet de lisser les effets liés à la volatilité des marchés.

### Dynamiser les fonds en capital innovation

Une seconde raison est que la performance des fonds de capital innovation est plus faible que celle d'autres classes d'actifs du capital investissement. L'amélioration de cette performance qui est en cours semble être la première condition pour attirer à nouveau les financiers mais aussi pour attirer plus d'industriels et de particuliers. Il y a 3 façons de faire : payer moins cher à l'entrée, vendre plus cher à la sortie, réduire l'intervalle entre l'entrée et la sortie. Le premier moyen est sans doute compliqué à mettre en œuvre dans un contexte où il y a déjà peu de →



© Uładzik Kryhin

→ concurrence entre professionnels du secteur, et donc peu d'inflation de leur part pour entrer même sur les meilleurs dossiers, et où les entrepreneurs/fondateurs de start-up ont des prétentions que l'on arrive à contrôler malgré les exemples rêveurs venus d'outre-Atlantique. Sur le second moyen, il est très difficile de réaliser des « sorties » en France comme on en voit aux États-Unis sur des prix élevés. Il n'y a pas vraiment de marché boursier et les acheteurs potentiels sont assez rares ou en tout cas avarés en matière de valorisation. Les acheteurs industriels préfèrent souvent développer en interne ou attendre des difficultés de trésorerie de leurs cibles pour récupérer de l'innovation à faible coût. Il faut donc être capable de poursuivre le financement des jeunes sociétés les plus prometteuses pour en faire des PME puis des ETI.

Le troisième moyen impliquerait des cycles de développement des sociétés plus rapides. C'est difficile d'accélérer le développement d'entreprises qui réussissent et qui doivent prendre le temps de mettre en place leur *business model*. Il est peut-être plus facile d'arrêter plus rapidement le support aux entreprises les moins prometteuses.

Il y a donc un triple travail à effectuer de la part des gestionnaires de fonds, des souscripteurs privés et des structures publiques dans ce domaine de la performance.

### Des soutiens publics prééminents

De fait, plus de la moitié des financements des jeunes entreprises innovantes provient de l'État qu'il s'agisse

↑ L'investissement américain dans l'innovation est de 170 \$ par habitant et par an.

**“Plus de la moitié des financements des jeunes entreprises innovantes provient de l'État”**



de fonds propres ou d'autres mécanismes (subventions, crédits ou réductions d'impôts, avances remboursables, aides à l'export, prêts d'honneur, prêts à taux zéro, financement de chercheurs...). Pôle emploi se vante par ailleurs, avec humour et non sans raison, d'être l'un des principaux soutiens financiers des jeunes entrepreneurs vivant d'allocations de chômage.

L'Europe n'est pas en reste puisque son bras armé dans le capital innovation, le Fonds européen d'investissement, prétend peser à hauteur de 12 % dans les fonds levés par les sociétés de gestion. On peut s'interroger sur l'intérêt qu'il y a à s'éloigner encore plus du terrain et à ajouter une couche administrative pour distribuer des aides qui sont souvent régionales ! Cela dit, l'institution européenne a lancé récemment un programme de fonds paneuropéen pour investir dans des véhicules ciblant au moins quatre pays de l'Union européenne.

## Réformes structurelles

L'État français doit impérativement mener des réformes structurelles pour permettre au secteur privé de jouer son rôle. Il faudrait qu'il arrête de se substituer aux acteurs privés dont l'action est bien plus efficace et de limiter

leur capacité à investir. Bpifrance a la délicate mission d'ajuster le curseur en injectant dans l'écosystème une petite partie de l'argent qui lui a été prélevé par ailleurs. En 2017, la banque publique a dépassé le milliard d'euros investis... à comparer aux 400 milliards de recettes fiscales.

## Donner du temps au temps

En attendant ces réformes structurelles et sans investir plus, l'État pourrait, par ailleurs, jouer sur sa pérennité à long terme et éviter de se comporter comme un actionnaire cherchant des retours sur investissement rapides et sans risque. Il pourrait, par exemple, privilégier des investissements dans des sociétés ne trouvant pas facilement de fonds dans le secteur privé. Il pourrait aussi ne réclamer sa plus-value qu'après les investisseurs privés. Par une bonne gestion de ces deux axes, l'attractivité des fonds de capital innovation s'en trouverait améliorée au seul prix d'un retour sur investissement retardé pour l'État et un cercle vertueux s'enclencherait pour attirer plus de fonds privés.

Les investisseurs privés, rares sur le capital innovation, se retrouvent sur les autres segments du capital investissement qui connaît un véritablement boom définissant une solide 4<sup>e</sup> voie capitaliste après l'actionnariat d'État, boursier et familial. Elle représente 14,3 milliards d'euros investis dans 2 142 entreprises différentes en 2017. C'est un record en Europe.

Les 8000 entreprises non cotées soutenues par des actionnaires privés (start-up, PME, ETI) pèsent 225 milliards d'euros de chiffre d'affaires (20 % du CAC 40) et 1,4 million d'emplois. Elles croissent 3 fois plus vite que l'économie française et ont créé 256 000 emplois entre 2010 et 2015 contre 15 000 pour le reste du secteur marchand.

## Passer à la vitesse supérieure

Cette création de valeur sociétale complète une création de valeur financière puisque la performance globale sur dix ans atteint 8,7 % de rendement net annuel. Selon France Invest et EY, c'est mieux que la Bourse avec un CAC 40 à 3,0 % ou l'immobilier à 5,2 %.

Les grandes transformations dans le numérique, les énergies, la santé sont tirées par des innovations de rupture qui, de fait, émanent de structures agiles : start-up, PME voire ETI. Elles attirent de plus en plus de capitaux privés selon un modèle qui a démontré son succès aux États-Unis, dont Israël a fait son leitmotiv, que la Chine développe de façon vertigineuse. L'Europe et la France en particulier ont montré que le vieux continent n'est pas en reste mais ses moyens restent trop faibles face aux enjeux. Il est temps de passer à la vitesse supérieure.

Pour cela, l'État peut et doit compter avec les acteurs privés qu'il doit supporter de façon indéfectible sans se substituer à eux. ×



← Les 6 500 entreprises non cotées soutenues par des actionnaires privés pèsent 20 % du CAC 40.

## Références

Toutes les données sur le capital innovation en France sont issues de France Invest - l'association des investisseurs pour la croissance - et disponibles sur le site internet : <http://www.franceinvest.eu/>  
 « De la pertinence de la calibration du risque *Private Equity* dans la formule standard de Solvency II », EDHEC | AFIC, 22 juin 2010.  
*The European venture capital landscape: an EIF perspective*, EIF Research & Market Analysis, Working Paper 2016/34.

© kovalenkovpètr