
Quel est le rôle des fonds publics dans l'investissement en Venture Capital dans les startups numériques en early stage ?

Auteur : Claes, Thibaut

Promoteur(s) : Surlemont, Bernard

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'ULg

Diplôme : Master de spécialisation en gestion des risques financiers

Année académique : 2015-2016

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/1258>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

« Quel est le rôle des fonds publics dans l'investissement en Venture Capital dans les startups numériques en early stage ? »

Jury :

Promoteur :

Bernard SURLEMONT

Lecteurs :

André Blavier

Anne-Laure Mention

Mémoire présenté par

Thibaut CLAES

En vue de l'obtention du diplôme de

Master de spécialisation en gestion des
risques financiers

Option : Finance

Année académique 2015/2016

Remerciements

Tout d'abord, je tiens à remercier Monsieur Bernard Surlemont (HEC-ULg) de m'avoir permis de traiter de ce sujet de mémoire et pour les conseils et commentaires qu'il m'a apporté pour le mener à bien.

Je souhaite aussi remercier les personnes qui ont bien voulu répondre à mes questions. En particulier, Mesdames Ruth Cremer (High-Tech Gründerfonds, Allemagne) et Véronique Jacq (Banque Public d'Investissement, France), Messieurs Bert Baeck (D-Square), Marc Fournier (Serena Capital, France), Vincent Jocquet (Sentiance), Perti Laine (VeraVentures, Finlande), Romain Lavault (Partech Ventures, France), Frank Maene (Volta Ventures), Joris Noreillie (Neoscores) et Olivier Vanderijst (SRIW, W.IN.G) car ils m'ont tous consacré de leur temps que je sais précieux. Leurs opinions et témoignages étaient d'une importance considérable pour réaliser ce travail.

Merci aussi aux lecteurs de ce travail, qui je l'espère, porteront un intérêt à ce mémoire que j'ai réalisé durant ces derniers mois. Je ne doute pas que la lecture d'un tel document est une tâche qui vient s'ajouter aux nombreuses occupations que leur impose leur métier respectif.

Enfin, je voudrais remercier particulièrement Luc Claes (Contactoffice), Alex Reuter (Cabinet du Budget) et Justine Barzin (B.I.E.C) pour leurs commentaires lors de la rédaction des différents chapitres de ce travail et Philippe Barzin (BSB Consulting) et Marina Baijot (Allianz) pour leur relecture avisée.

Executive Summary

Introduction

Ces dernières années, de nombreux gouvernements en Europe ont développé des fonds qui soutiennent directement les startups du digital. L'objectif de ce travail est de comprendre la manière dont agissent les fonds privés et publics qui investissent dans le numérique. Il est en effet intéressant de savoir comment les fonds publics, lorsqu'ils soutiennent une startup peuvent faire bénéficier cette dernière d'un certain *label*. Les recherches de ce mémoire incluent une revue de littérature ainsi que des interviews avec, entre autres, des startups ainsi que des investisseurs publics et privés.

L'enquête

Il ressort des interviews réalisées que le processus d'investissement entre le Privé et le Public diffère sur certains points, principalement sur la manière de réaliser la due diligence. Au regard de l'aide apportée aux start-ups, une fois investies, les fonds privés semblent jouer un rôle plus actif dans l'accompagnement. Enfin, même si une startup est financée par un acteur public, cela ne semble pas lui donner un *label* de qualité particulier.

Les propositions

Pour faire bénéficier certaines startups investies par le Public d'un *label*, les gouvernements pourraient décider de mettre en place deux types de fonds. L'un qui ne serait réservé qu'à une faible proportion de sociétés, celles au potentiel exceptionnel, l'autre qui permettrait de soutenir un plus grand nombre de jeunes entreprises, avec un potentiel moindre. Certains pays européens de petites tailles pourraient, par ailleurs, solliciter l'EIF afin d'élargir leur zone géographique d'investissement. Il semble aussi intéressant que les comités d'investissements des fonds publics incluent majoritairement des personnes issues du numérique et qui siègeront par après au sein des startups. Enfin, le Public pourrait avoir un rôle d'éducateur des levées de fonds en publiant les conditions d'investissement des tours auxquels des fonds gouvernementaux interviennent.

Mots clés : Fonds publics, Venture Capital, Startups, Digital

Sommaire

Introduction

1. Eléments de contexte
2. Le but de la recherche
3. Objectifs et questions de recherche
4. Les contributions
5. Structure du travail de fin d'études

Chapitre 1 : Revue de littérature

1. Le venture capital ou fonds d'investissement à risque
2. Le rôle et les objectifs du Public dans le financement
3. La différence de comportement des investisseurs publics et privés
4. Les différentes formes d'interventions du Public
5. L'effet de « certification » apporté par le Public
6. Equity gap et cycle de financement
7. L'aspect régional
8. La taille des fonds d'investissement

Chapitre 2 : Méthodologie

1. Recherche exploratoire
2. Analyse approfondie afin d'en tirer des questions de recherche
3. Détermination du type d'enquête à réaliser
4. Entrevues
5. Le traitement des données

Chapitre 3 : Résultats de l'enquête

Question 1 : Le processus de sélection des fonds d'investissements privés et publics du numérique diffèrent-ils ?

Question 2 : Les fonds publics ou privés connaissent-ils des divergences quant à l'aide apportée aux startups ?

Question 3 : Les investisseurs publics apportent-ils un label de qualité aux startups ?

Chapitre 4 : Discussions et propositions

1. Interprétation des résultats
2. Propositions

Conclusion

1. Résumé de l'étude
2. Implications de l'étude
3. Limites et suggestions futures

Bibliographie

Lexique

Table des matières

Annexes

Annexe 1 : Profil des personnes interrogées

Annexe 2 : Retranscription des interviews

Introduction

1. Éléments de contexte

Le rôle que joue le Public dans l'investissement en Venture Capital dans les start-ups digitales s'intensifie ces dernières années. De nombreux gouvernements, en Europe notamment, ont mis en place des programmes de soutien au financement de l'innovation. Le rôle prépondérant du Public dans l'investissement des jeunes sociétés du digital est confirmé par le site d'informations spécialisé Tech.eu¹. En effet, selon ce site, au premier trimestre 2016, dans le top 3 des fonds les plus actifs en Europe, deux étaient des fonds publics, à savoir, la Banque Publique d'Investissement (France) et le High-Tech Gründerfonds (Allemagne).

Son importance grandissante peut s'expliquer par trois raisons majeures. D'abord, le Vieux Continent doit trouver un substitut aux industries lourdes traditionnelles qui constituaient la force de croissance de son économie et qui sont de plus en plus souvent délocalisées. Ensuite, le rôle du Public a été renforcé après la crise financière de 2008 à cause des règles plus strictes auxquelles sont actuellement soumises les banques et autres institutions de crédits, qui ne peuvent allouer autant de moyens au financement en capital que par le passé. De plus, les investisseurs européens semblent avoir encore en mémoire l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies de 2001 et présentent une aversion relative à ce domaine.

Le numérique comporte plusieurs avantages par rapport à d'autres domaines plus traditionnels comme l'industrie, ou innovants comme la biotechnologie. La première particularité des startups du digital est qu'elles peuvent démarrer avec des capitaux très faibles. En effet, depuis une dizaine d'années, nous assistons à une démocratisation des installations et infrastructures qui supportent les sites web ou les applications. Par ailleurs, les logiciels et langages de programmation permettent à de nombreux entrepreneurs de développer rapidement un prototype ou *minimum viable product (MVP)* afin de tester leur marché. Ces différents éléments permettent aux startups du web de dépenser moins que des jeunes entreprises dans les biotechnologies, par exemple, pour réaliser des premiers tests et avoir une idée de la viabilité de leur entreprise. Les investissements réalisés dans le digital sont réputés comme *lean*² et plus

¹ Tech.et est un site journalistique qui se concentre exclusivement sur le secteur des startups digitales en Europe et se décrit comme la première source dans ce domaine en ce qui concerne les nouvelles, les données, les recherches et les analyses.

² Le terme *lean* qualifie une gestion de production « allégée » ou « au plus juste »

orientés vers la croissance d'usage que vers le développement du produit uniquement, à l'exception des sociétés *hardware* ou actives dans le secteur de l'*Enterprise*.

Dans ce travail, une attention particulière sera portée aux startups digitales. Une startup³ est une jeune société de produits innovants qui est créée dans le but de connaître une forte croissance. Pour soutenir cette croissance, elle a souvent besoin d'être financée par des capitaux extérieurs. Les apports personnels des fondateurs et les *cash flows* incertains générés les premières années ne sont souvent pas suffisants pour couvrir les coûts engendrés. Une startup digitale a la particularité d'avoir un modèle *scalable*, c'est-à-dire facilement reproductible et extensible, qui lui donne la possibilité d'être présente rapidement sur plusieurs marchés géographiques tout en connaissant des coûts marginaux de production quasi nuls.

2. Le but de la recherche

Le but de ce mémoire est de réaliser une recherche exploratoire et descriptive du phénomène qui a trait à l'investissement du Public dans les startups digitales, c'est-à-dire, davantage de comprendre le « pourquoi » et le « comment » que le « combien ».

3. Objectifs et questions de recherche

La question du rôle du Public dans l'investissement en Venture Capital dans les start-ups digitales comporte trois axes de recherches. Le premier est orienté vers le processus de sélection des différents fonds d'investissements dans le numérique. Pour comprendre comment une structure de financement fonctionne il est important, au préalable, d'analyser la manière dont elle évalue les startups à financer. La deuxième question de recherche porte sur le soutien qui est octroyé aux sociétés dès que celles-ci ont été investies par un fonds qu'il soit public ou privé. Enfin, la dernière question s'intéresse au rôle de « certificateur » ou de « *label* » dont bénéficient les startups qui ont reçu un investissement du Public.

L'objectif de ce mémoire est de formuler des propositions afin d'améliorer le fonctionnement de certains fonds publics qui investissent ou veulent soutenir les startups numériques.

³ Il n'existe pas une définition unique de la startup, comme il n'existe pas une définition de la PME. Certains considèrent qu'il ne s'agit que de sociétés de moins de quatre ans, d'autres de cinq ans, d'autres encore des sociétés plus anciennes. L'innovation, l'état d'esprit, l'incertitude liée au marché ou au *business model* sont aussi évoqués quand on définit une « startup ».

Les trois questions de recherche sont formulées de la manière suivante :

- 1) Le processus de sélection des fonds d'investissements privés et publics du numérique diffèrent-ils ?
- 2) Les fonds publics ou privés connaissent-ils des divergences quant à l'aide apportée aux startups sélectionnées ?
- 3) Les investisseurs publics apportent-ils un label de qualité aux startups ?

4. Les contributions

Malgré le nombre important d'articles scientifiques qui ont traité de la performance des fonds d'investissements publics et de leurs objectifs, peu semblent s'être intéressés particulièrement au secteur numérique. Cette étude se veut une contribution à la littérature existante qui traite de l'investissement public en capital avec un axe particulier sur le digital et sur la perception que le Privé a, à l'égard, du financement par le Public.

5. Structure du travail de fin d'études

La première partie présente une revue de littérature traitant des différents aspects de l'investissement en capital tant par les fonds d'investissements privés que publics. Tout d'abord, le lecteur entame sa lecture par une description du Venture Capital, suivie du rôle et des objectifs poursuivis par les institutions publiques quand elles investissent dans des entreprises. Il prend, ensuite, connaissance de la différence de comportement entre le Public et le Privé autant que des différentes formes d'investissement public. Après, la revue de littérature aborde le rôle de certificateur que peut jouer le public ainsi que les différentes phases d'investissement auxquelles sont confrontées les startups, surtout en *early stage*⁴. Pour clôturer, deux sous-chapitres traitent de l'aspect régional ainsi que de la taille des fonds à considérer lorsque l'on parle de Venture Capital. Ce chapitre traite de l'investissement public et privé, en particulier dans les technologies, sans être orienté uniquement vers le digital.

La deuxième partie détaille la méthodologie utilisée pour réaliser ce travail, puis le lecteur prend connaissance du résumé des résultats qui sont ressortis des différents entretiens réalisés. Les interviews concernent des personnes qui ont levé des capitaux, des managers de fonds

⁴ L'*early stage* concerne les premières phases de financement d'une startup. Une section de la revue de littérature sera consacrée à la description de ces différentes étapes de l'investissement.

d'investissement publics et privés dans le domaine digital en *early stage*. Le but est de confronter les avis et opinions afin d'avoir une idée plus complète de l'état actuel du financement des startups par le Public.

Enfin, la dernière partie est consacrée à l'analyse subjective des témoignages recueillis, ils sont enrichis de propositions formulées suite aux entretiens mais aussi grâce à mon expérience professionnelle.

Chapitre 1 : Revue de littérature

1. Le venture capital ou fonds d'investissement à risque

Les startups, comme nous l'avons vu dans l'introduction, ont des besoins en capitaux importants. Elles se dirigent donc vers différents types de personnes ou d'institutions pour les financer. Dans un premier temps, les 3F's (pour *Friends, Family and Fools*), qui veulent soutenir l'initiative prise par un de leurs proches, ou des incubateurs financent les premières étapes. Ensuite, les *business angels* (BA's), des anciens entrepreneurs ou personnes fortunées qui investissent leur propre argent, ce qui constitue souvent les premières sommes conséquentes dans une startup, avec pour objectif d'en tirer un rendement (OCDE, 2011). D'autres sources peuvent être, entre autres, les fonds d'investissement de type Venture Capital (VC) ou les pouvoirs subsidiant.

Nous allons nous intéresser dans cette section aux fonds d'investissements de type Venture Capital.

Douglas (2009) définit le Venture Capital (VC) comme des fonds qui investissent dans des jeunes sociétés non-cotées au travers d'instruments d'*equity* ou *quasi-equity*. L'OCDE (2011) définit ces entreprises participées comme des sociétés qui développent des nouvelles technologies reposant sur des *business models scalables*, avec un fort potentiel de croissance, qui créent parfois des nouveaux marchés. Les investisseurs espèrent une évolution exceptionnelle de ces entreprises afin d'avoir une sortie (vente ou IPO⁵ de la société) intéressante financièrement⁶ (Silva and Wilson, 2013). Ces sorties se réalisent souvent dans un espace de 5 à 7 ans.

Ces structures sont gérées par des *general partners (GPs)*, des professionnels de l'investissement tels que des conseillers, entrepreneurs ou *investment managers* (Technopolis, 2011) qui, en général et au contraire des *business angels*, n'investissent pas leur propre argent. (Lerner and Watson, 2007). Par ailleurs, ils prélèvent un *management fee* annuel compris entre 1 et 2,5% des fonds gérés afin de couvrir les frais de fonctionnement comme la rémunération pour la gestion du fonds ainsi que les coûts opérationnels liés à la *due diligence*⁷, par exemple.

⁵ Entrée en bourse

⁶ Les VCs, comme ils ont des obligations de rendement de l'ordre de 20% annuel en théorie, espèrent un retour sur investissement de dix fois la mise initiale généralement en *early stage*

⁷ La *due diligence* consiste en l'analyse approfondie d'une entreprise avant de réaliser un investissement. Elle comprend, entre autres, l'analyse de l'équipe de gestion, de la technologie utilisée, des produits développés ainsi que la viabilité du business modèle.

Ils sont également rémunérés par le biais d'un *carry* de 20% prélevé auprès de leurs *limited partners (LPs)* sur la plus-value réalisée par le fonds. *Les limited partners* sont, entre autres, des fonds de pension, des « fonds de fonds », des banques, des compagnies d'assurance, des personnes fortunées ou des *family offices* qui investissent dans d'autres structures de financement. Les sommes levées auprès des *LPs* sont investies en direct dans des sociétés appelées *portfolio companies*, qui composent le portefeuille de participations des VCs (OCDE, 2011).

Les Venture Capital ont aussi pour habitude de siéger au conseil d'administration des entreprises participées et de « phaser » les interventions en capital dans leurs participations (Alperovych et al, 2014).

De par la nature exceptionnelle des sociétés qu'ils recherchent, les VCs ne financent qu'une partie minime des entreprises actives dans les nouvelles technologies (Lerner and Watson, 2007). Selon Halme (2013), les probabilités de recevoir du *funding* de la part de cette classe d'investisseurs sont comprises entre 0.1% et 2%.

Ces fonds, plus impliqués sur le long terme, permettent des dépenses plus importantes, plus orientées vers de l'intangible qui sont plus difficiles à financer avec de la dette (Baeyens et al, 2003). En effet, pour du financement par de la dette, des garanties sont souvent nécessaires.

Grâce à ces différents éléments, les Venture Capitalistes jouent un rôle important dans l'innovation car leur soutien intervient à deux niveaux : l'accélération de la croissance et l'implication sur le long terme (Lerner and Watson, 2007). Cette vision de long terme est confirmée par NESTA (2009) qui explique qu'après un investissement, une société participée a tendance à moins bien performer⁸ durant les 4-5 années suivant l'intervention avant d'inverser la tendance. Manigart et al (2011) ont identifié que les *life style businesses*⁹ et les sociétés investies ne poursuivaient pas les mêmes objectifs de croissance, dès lors, ces dernières ont des besoins en financement plus importants afin de couvrir des années de *cash-flows* négatifs.

Manigart et al (2011) écrivent également que les sociétés dans lesquelles les VCs interviennent connaissent un taux de faillite plus important que des entreprises non participées, ce qui est confirmé par l'OCDE (2011). Comme ces fonds ont l'habitude d'investir dans des sociétés très

⁸ La performance doit être ici comprise comme la vision comptable d'une société. C'est-à-dire que la société va connaître des pertes plus importantes qui s'expliquent par des investissements plus grands.

⁹ Un business « *life style* » est souvent géré par ses fondateurs uniquement et a été constitué afin de garantir un certain niveau de revenu à son créateur mais sans plus, permettant au dirigeant un certain confort de vie (Wikipedia)

risquées, la majorité des bénéfices ne viennent que de quelques entreprises de leur *portfolio*. Ce taux d'échec important, oblige les investisseurs à générer de très hauts rendements sur leurs investissements les plus réussis, afin d'être économiquement viables (Nesta, 2009). En effet, selon l'OCDE (2011), en moyenne, 65% du portefeuille d'un fonds génère 3,8% des revenus alors que 4% du *portfolio* génère 60% des retours sur investissements. Par ailleurs, les profits réalisés par l'industrie du venture dans son ensemble sont surtout concentrés sur le premier quartile des fonds car la majorité proposent des taux de rendement (IRR¹⁰) négatifs (Technopolis, 2011).

Pour ces différentes raisons, les VCs ont développé des capacités de *pre-screening* et de *monitoring* des projets afin de diminuer les risques de sélection et d'asymétrie de l'information comme nous le verrons dans une section ultérieure (Baeyens et al, 2003). C'est également du fait d'un nombre d'échecs important que de plus en plus de fonds se sont dirigés vers des investissements plus *late stage*, laissant à d'autres acteurs financer (FFF, BA's, incubateurs, ...) les premières étapes de la vie des start-up (OCDE, 2011). Ceci est confirmé par Takalo and Tanayama (2010) qui écrit que les VCs préfèrent investir dans des sociétés qui ont déjà un certain *track record*¹¹ plutôt que des jeunes pousses.

Dans leur introduction, Alperovych et al (2014) reprennent plusieurs auteurs. Ceux-ci ont trouvé une relation positive entre la croissance des start-ups en termes d'emplois et l'intervention de VC's et ont également remarqué que la performance opérationnelle des sociétés investies par des fonds étaient supérieures à celles qui ne l'étaient pas. Par ailleurs, l'intervention des VC's a un impact important sur la création d'entreprises et le niveau de salaires. Pour ces différentes raisons, de nombreux pays ont encouragé le lancement de fonds de capital à risque, selon Lerner and Watson(2007).

¹⁰ IRR (*Internal Rate of Return*) ou taux de rendement interne

¹¹ Résultats passés, historique des performances

2. Le rôle et les objectifs du Public dans le financement

Dans cette section, nous étudierons tout d'abord le rôle du Public dans le développement de l'industrie du capital à risque mais aussi les raisons qui poussent les différents gouvernements à soutenir ce secteur qui connaît des rendements inégaux. Les retours pour l'économie étant souvent plus importants que les retours financiers, la stimulation d'activité innovante est une tâche non négligeable pour les responsables politiques (de Basio et al, 2011). C'est pourquoi de nombreux gouvernements, convaincus des avantages pour l'économie de l'intervention des VCs, ont mis en place des programmes destinés à soutenir l'investissement (Alperovych et al, 2014).

2.1 Le rôle du Public dans le financement

L'intervention du Public dans le développement et la continuité du Venture Capital s'explique principalement par les grandes difficultés à générer des retours sur investissement intéressants, surtout en *early stage* (Technopolis, 2011). C'est pourquoi, selon Munari and Toschi (2015), l'objectif premier du Public doit être de promouvoir les investissements dans des technologies et à des niveaux d'intervention qui ne sont pas populaires auprès des investisseurs privés. Cela est également souligné par Leleux and Surlemont (2003) qui écrivent que l'intervention du Public peut permettre une mise en avant de secteurs négligés par le privé en montrant les mérites de ces industries en *seed* et *early stage*. Tool and Turvey (2009) indiquent que le Public peut donc servir de « *bridge funding* » afin de faciliter l'intervention du privé dans des firmes en *early stage*.

Il est à noter que développer cette industrie prend du temps. Technopolis (2011) soulignait que les USA ont mis 50 ans afin d'avoir un système de financement à risque efficace.

Meyer (2007) note également que la mise en place d'un marché du VC est extrêmement difficile et que d'autres aspects qu'ils soient fiscaux, légaux voire liés à l'innovation sont des facteurs qu'il ne faut pas négliger.

Le marché de l'investissement à risque de qualité est influencé par plusieurs facteurs comme : l'existence de centres de R&D, le tissu entrepreneurial qui crée un *deal flow* important de sociétés à haut-potentiel, un environnement d'intervenants complémentaires aux différents

stades d'évolution, un marché liquide qui permet des Fusions et acquisitions (F&A¹²) et IPO's, et des connexions avec des marchés étrangers (NESTA, 2009) (Meyer, 2007).

Le rôle du Public ne doit donc pas uniquement être, comme nous le verrons plus tard, un levier du privé mais un promoteur dans la mise en place, le développement et la professionnalisation de l'ensemble des composantes du processus d'investissement (Silva and Wilson, 2013). C'est pourquoi, il ne faudrait pas seulement attirer des investisseurs non-étatiques mais aussi développer une expertise au sein même des fonds publics (Munari & Toschi 2015).

En outre, les programmes relatifs au secteur du VC doivent être bien structurés car même si quelques initiatives ont connu un certain succès, de nombreux gouvernements ont investi à perte des milliards de dollar afin de stimuler l'industrie du VC¹³ (Lerner and Watson, 2007). C'est pourquoi, selon Toole and Turvey (2009), l'intervention du Public ne doit être réalisée qu'en cas d'imperfection du marché. Ce dernier doit intervenir en concertation avec les autres acteurs afin d'avoir un effet de levier et que les instruments d'*equity* amènent un engagement du privé sur le plus long terme.

2.2 Les objectifs du Public dans le financement

Les gouvernements ont eu pour habitude de se tourner vers les nouvelles entreprises car elles sont une source d'emplois importante (Rayna and Striukova, 2009). Le but de l'état est tout d'abord d'aider au développement d'une région et d'atteindre des objectifs socio-économiques (Alperovych et al, 2014). L'objectif, aussi appelé « *spillover hypothesis* », consiste à soutenir les PME qui peuvent générer des externalités positives, comme des innovations, ou promouvoir les intérêts nationaux (NESTA, 2009). Dans la mise en place de fonds d'investissements, le Public se préoccuperait donc moins du ROI¹⁴ que de la bonne allocation et bonne distribution de ces fonds vers les entreprises nouvellement créées (Meyer, 2007).

Par ailleurs, les gouvernements devraient davantage se focaliser sur les firmes à forte croissance plutôt que sur le développement de l'entrepreneuriat en général, selon Friar and Mayer (2001). Selon eux, il faudrait concentrer les efforts sur une sélection¹⁵ d'entreprises à très fort potentiel. Ces auteurs appuient l'idée défendue par Technopolis (2011) selon laquelle l'Europe ne

¹² Une autre notation peut être M&A pour *Merger and Acquisition*

¹³ Certaines politiques mises en place au Royaume-Uni, par exemple, car elles ne permettaient pas des rendements suffisants, se sont révélées inefficaces.

¹⁴ *Return on investment* / retour sur investissement ou IRR (*Internal Rate of Return*)

¹⁵ Cette sélection se fait au fur et à mesure des tours de financement auxquels sont confrontés les startups

manquerait pas de sociétés en démarrage mais de *scale-up* qui, une fois une taille critique atteinte, ne parviennent pas à se développer.

En effet, Technopolis en 2011 écrivait que les politiques qui visaient à utiliser les Venture Capitalistes afin de poursuivre des buts uniquement socio-économiques étaient relativement inefficaces. Ceci a été confirmé par Alemany and Villanueva en 2014 pour qui il vaut mieux s'aligner sur les objectifs financiers du privé qui permettent indirectement de mener à bien les développements économiques.

Il ne faudrait donc pas intégrer les politiques socio-économiques dans les objectifs poursuivis par des fonds d'investissement, l'alignement sur les fonds privés étant plus efficace (Technopolis, 2011). D'ailleurs, des *LPs* classiques considéreraient la poursuite d'objectifs autres que financiers comme un risque supplémentaire, ce qui rendrait plus difficile l'attrait d'investisseurs privés.

3. La différence de comportement des investisseurs publics et privés

Cumming and Johan (2007) soulignent que les gestionnaires de fonds qui sont *incentivés* et qui ont de l'expérience dans le secteur ont la faveur des *LP's*. Les investisseurs privés ont l'habitude de fournir des conseils et de l'aide à la gouvernance aux équipes dans lesquels ils investissent du fait du partage de risque (NESTA, 2009). Comme les *VCs* privés se spécialisent dans un secteur, ils possèdent plus d'informations sur ce segment et peuvent mieux appréhender les risques inhérents à ce domaine (Douglas, 2009). Ces derniers apportent, dès lors, un *coaching* et des conseils de qualité, des contacts qualifiés et pertinents aux sociétés participées ainsi que des compétences en termes de planification stratégique, de marketing et de recrutement¹⁶ (Grili and Murtinu, 2011) (Rayana and Striukova, 2009). Cette aide post-investissement serait cruciale dans le succès des sociétés (Lerner & Watson, 2007). Les investisseurs qui suivraient de plus près leurs participations pourraient détecter plus facilement des problèmes et permettraient de rapidement prendre des décisions. Cette contribution managériale de la part des gestionnaires de fonds aurait pour conséquence un meilleur taux de survie des sociétés participées (Lerner and Watson, 2007).

Cependant, les modes de fonctionnements des fonds privés ou publics sont similaires. En effet, tous deux sélectionnent les entreprises selon leur business plan, investissent en *equity* et

¹⁶ Ceci ne serait pas le cas d'un investisseur public qui serait plus passif (Bertoni et al, 2012).

régissent les relations via des pactes d'actionnaires et des droits liés à ceux-ci. Cependant, du fait des objectifs poursuivis distincts (voir section précédente), d'expériences et d'horizon d'investissements non similaires, il existe certaines divergences.

Alperovych et al (2014) soulignent que les fonctionnaires qui gèrent les fonds publics ont plus souvent une expérience dans le *retail*, les secteurs du crédit, le droit, l'audit ou l'analyse financière. De par leur manque de connaissance des spécificités d'un secteur et du profil des personnes qui les dirigent, les fonds publics auraient plutôt tendance à financer des sociétés de secteurs traditionnels (Horeca, industrie, construction...) avec des *cash flows* plus stables. De plus, leur manque de connaissance des problématiques entrepreneuriales pourrait également poser problème au niveau de l'empathie envers le fondateur (OCDE, 2011). En effet, Rayana and Striukova (2009) écrivent qu'une compréhension du processus entrepreneurial est corrélé avec des meilleures performances¹⁷.

La différence entre investisseurs privés et publics se situe, selon Alperovych et al (2014), dans un niveau d'efficacité et une capacité d'amélioration plus grands chez les investisseurs privés. Selon eux, la productivité des sociétés soutenues par des privés augmente de 10% dans les trois ans suivant la prise de participation, tandis que la productivité des sociétés soutenues par des fonds publics diminuent¹⁸. Une explication est donnée par NESTA (2009) pour qui les connections politiques influencent certaines décisions et, dès lors, des firmes au potentiel plus modeste sont soutenues¹⁹.

Clarysse and Bruneel (2005) indiquent que les fonds privés investissent des plus grosses sommes, ils réaliseraient également plus de *follow-on rounds* et ont également l'habitude de plus co-investir en formant des syndicats. Les investisseurs publics investissent, quant à eux, des plus petits tickets par tour d'investissement (Bertoni et al, 2012). Ceci pourrait dès lors expliquer que les IRR sont plus importants pour les fonds privés que publics (Munari and Toschi, 2015).

¹⁷ Szerb et al (2007) n'ont pu prouver de causalité entre un passé entrepreneurial et des meilleures performances d'investissement

¹⁸ Comme le font remarquer Grili and Murtinu (2011), si le public venait à investir dans des sociétés qui auraient pu grandir sans eux et donc avoir un meilleur taux de rendement, en étant plus sélectifs et ne perdant pas de l'argent public, les fonds gouvernementaux pourraient se voir reprocher de se substituer au privé.

¹⁹ Il faut faire attention à l'intervention du public qui pourrait être tenté de financer des sociétés moins performantes et qui restent actives grâce au soutien du gouvernement mais qui, dans des conditions normales, devraient disparaître. Certaines entreprises moins efficaces seraient donc maintenues en vie artificiellement (Stam et al, 2007). Cependant, l'effet inverse doit également être évité à savoir, le fait que l'état intervienne dans un nombre important de sociétés qui auraient pu être intéressantes pour le privé, qui ne peut donc pas financer ces entreprises et dès lors reste hors du marché du financement (Leleux and Surlemont, 2003).

Le processus de sélection est un élément crucial dans la performance des fonds, c'est pourquoi nous allons nous intéresser dans la suite de cette section aux différences qui peuvent exister.

Zacharis and Shepherd (2007) indiquent que les investisseurs ne comprennent pas toujours leur processus de sélection et de décision et qu'ils pourraient invoquer des raisons *a posteriori* pour justifier des choix effectués *a priori*. Selon eux, la sélection reste un phénomène intuitif. Alemany and Villanueva (2014) indique que les VCs prennent en moyenne moins de six minutes pour faire un *screening* initial et moins de 20 minutes pour considérer une offre. Cependant, certains investisseurs indiquent prendre du temps (parfois entre 12 à 24 mois) entre le moment où ils rencontrent un entrepreneur pour la première fois et la prise de décision de financer une société (Baeyens et al, 2003).

NESTA (2009) allait, quant à lui, dans une autre direction en indiquant que les critères de sélection rigoureux des VCs étaient la raison principale de leur succès. Le fait d'être extrêmement sélectifs, notamment en investissant dans des personnes d'expérience dans un secteur et avec un profil entrepreneurial fort, permet d'avoir de meilleurs rendements.

Par ailleurs, Rayna and Striukova en 2009 écrivaient qu'il y a un besoin d'investisseurs qui prennent rapidement des décisions quant à un *go/no go*²⁰.

Tout d'abord, comme les fonds privés se spécialisent plus, ils développeraient des techniques de *screening* plus abouties²¹, ce qui leur permettrait de mieux juger le potentiel commercial d'une entreprise²² (Grili & Murtinu, 2011). Par ailleurs, les fonds privés se focaliseraient plus sur la vision stratégique, l'équipe et le marché contrairement aux fonds publics qui regarderaient plutôt les aspects financiers d'un projet (Manigart et al, 2011).

Du fait que le Venture Capital est une des classes d'investissement les plus risquées, toute dérogation à des règles en termes de management et de déviation des bonnes pratiques du marché est sévèrement sanctionnée, ce qui les incite à choisir de manière précise les sociétés dans lesquelles investir (Meyer, 2007). En effet, certaines personnes extérieures au secteur ne sont pas assez informées et ont donc tendance à rejeter des projets qui seraient viables²³

²⁰ L'OCDE, en 2011, attirait l'attention sur le fait qu'un *no go* était une décision difficile à prendre, surtout si l'investisseur avait déjà injecté de l'argent dans une entreprise.

²¹ Ces méthodologies seraient, selon Lerner and Watson (2007), plus efficaces que les outils développés et utilisés par les grandes firmes qui cherchent à innover et à savoir quels projets de R&D soutenir.

²² Ces processus permettent de réduire le hasard moral, la sélection adverse et l'asymétrie d'information grâce à la spécialisation (Baeyens et al, 2003).

²³ La raison principale de refus d'un dossier serait les hypothèses irréalistes mises en avant par les entrepreneurs et le manque de crédibilité de l'équipe. Si des investisseurs ne connaissent pas un secteur, il leur est dès lors difficile de juger de la pertinence ou non des hypothèses.

(Baeyens et al, 2003). Selon Douglas (2009), le manque d'expertise empêche également de réaliser des *due diligences* efficaces. La spécialisation permet de mieux connaître les points d'attention et facilite l'accès à l'information²⁴.

Comme nous l'avons vu, il semble que les investisseurs publics, pour des raisons de manque d'expérience sectorielle, d'implication ou de motivation aient des rendements plus faibles que les firmes privées. L'horizon d'investissement limité²⁵ des fonds privés et leur politique de rémunération (via le *carry*) a une influence sur le comportement des *GPs*.

4. Les différentes formes d'interventions du Public

Silva et Wilson écrivaient en 2013 que les fonds de capital à risque avaient de meilleures performances si l'intervention du Public était limitée et que le fonds était géré par une personne du secteur privé. Nous allons nous intéresser ici aux différentes manières de financer un fonds.

Selon l'OCDE (2011), il y a trois manières dont le Public peut intervenir dans le monde du financement en capital : par l'investissement direct, par une approche de « fonds de fonds » ou par des véhicules de co-investissements. Silva and Wilson (2013) ont remarqué un changement d'attitude dans le Public qui semble diminuer ses interventions directes au profit d'interventions indirectes.

4.1 L'investissement direct

Dans ce cas, le fonds est géré en direct par l'administration publique. Les fonctionnaires sont les *General Partners* d'un tel véhicule, ce sont donc eux qui prennent les décisions d'investissement et effectuent le suivi des participations (Grili & Murtinu, 2011). Les interventions réalisées ont un impact direct sur les finances publiques et donc, mal gérées, pourraient avoir des conséquences sur la situation financière d'un gouvernement. Ils interviennent plus souvent à des stades de financement ou des technologies où des *equity gaps*²⁶ apparaissent (OCDE, 1997).

²⁴ C'est pour cette raison que quand Israël a lancé son programme Yozma, le gouvernement a laissé la sélection aux managers privés qui étaient experts dans les domaines technologiques (Meyer, 2007).

²⁵ Alperovych et al (2014) mettent en avant que les VCs doivent créer des nouveaux fonds tous les 4-5 ans. Ce qui n'est pas une contrainte pour les fonds publics.

²⁶ Un chapitre ultérieur sera consacré à l'*equity gap* qui constitue un dysfonctionnement de marché lorsque des entreprises qui devraient être financées ne reçoivent pas les investissements nécessaires ou à des valorisations hors-marché.

Comme le comportement et les objectifs des fonds publics ont été analysés dans les sections précédentes, nous n'allons pas davantage décrire cette approche.

4.2 Les « fonds de fonds » et fonds hybrides

De par la différence de comportement et de performance entre les fonds gérés par des personnes employées par l'administration et les fonds indépendants, de nouvelles structures ont été créées. Dans cette section nous allons nous intéresser au rôle que peut prendre le Public en tant qu'investisseur dans un fonds d'investissement. Dans cette perspective, il a un rôle indirect en devenant LP dans un fonds et devient donc totalement passif dans ce type d'interventions une fois l'argent alloué aux VCs (Meyer, 2007). Parfois, ces fonds offrent au privé des protections en cas de performance plus faible (NESTA, 2009).

Les fonds hybrides sont devenus le mode opératoire prédominant dans de nombreux pays. Il constituerait même la plupart des fonds VCs européens depuis la crise financière de 2008, étant donné que les banques, les fonds de pensions et les assurances, qui constituaient les plus importants LPs des fonds Venture, ont vu leur implication dans ce type de structure fortement diminuer (Technopolis, 2011). Concernant le rôle de LP et la proportion d'investissement public par rapport au privé de ces fonds, Meyer (2007) a observé des ratios s'élevant jusqu'à deux tiers de public pour un tiers de privé. Les programmes de capital à risque les plus performants sont gérés par des *General Partners* professionnels du privé avec de l'argent fourni par le Public (Meyer, 2007). Les fonds hybrides seraient selon Technopolis (2011), plus performants que les fonds publics ou privés.

Dans le cas de fonds hybrides, les investissements sont plus souvent réalisés en phases de *seed* (alors que le privé a plutôt tendance à investir dans l'expansion). Les *hybrids funds* ont tendance à plus le secteur ICT. Une autre caractéristique des fonds hybrides par rapport aux fonds purement privés seraient qu'ils créent plus de syndicats même s'ils ont la même approche en termes de phasages d'investissements.

Meyer (2007) met en exergue la nécessité pour les entreprises de recevoir tant des soutiens financiers que des conseils avisés ; le fait d'avoir des investisseurs qui ont un comportement d'accompagnateur plutôt que de véhicules passifs leur est bénéfique. Il faut donc motiver les managers de ces fonds d'investissement par le biais de *carry* même s'ils sont soutenus en partie par le Public. Les autorités publiques ne devraient quant à elles pas intervenir dans les prises de décision de ce type de fonds. Le Public investissant aux mêmes conditions que le privé, ne peut imposer des critères aux autres LPs.

En bref, l'attention à porter à ce genre de fonds repose sur l'adéquation des objectifs poursuivis car des fonds trop risqués ne seraient pas attractifs pour des investisseurs privés (Meyer, 2007).

4.3 Les co-investissements Privé-Public

Le Public peut intervenir de plusieurs manières : investir directement dans les sociétés, investir indirectement en laissant la gestion des fonds à des acteurs privés mais peut aussi décider d'agir comme effet de levier pour certains investisseurs, c'est le co-investissement. Dans ce cas, le Public investit dans les mêmes tours que des financeurs privés avec un véhicule d'investissement distinct. Tout comme les fonds hybrides, cette technique semble de plus en plus populaire dans différentes régions du monde (OCDE, 2011) et serait très efficace en termes de coûts (Technopolis, 2011).

Pour l'OCDE, ce type de programme doit avoir pour but de maximiser la participation du privé. Selon cette même organisation, les fonds de co-investissement adressent les phases d'amorçage et d'*early stage* et doivent aider à développer le marché de l'investissement des *business angels*. En d'autres termes, ces fonds investissent lorsque certains *business angels*, syndicats ou fonds, sélectionnés au préalable, prennent une participation dans une entreprise. Cependant, les fonds publics investis en direct ne pourraient dépasser 50% du total du tour de financement (Silva and Wilson, 2013). Le fait que le Privé puisse investir en même temps que le Public, au cas par cas, permet de limiter les risques liés à l'asymétrie de l'information, de signaler la qualité des projets, d'encourager le succès et d'améliorer le ROI du privé et donc de rendre l'investissement plus attractif (Technopolis, 2011). Le fonds public peut, par exemple, privilégier son co-investisseur lors de la répartition des bénéfices d'une opération (d'Alessandro et al, 2012). En effet, certains fonds publics de co-investissement réduisent leur part de bénéfices en plafonnant leurs gains ou en les redistribuant dans certaines proportions aux *business angels*. Ces fonds de co-investissements permettent, d'une part, la professionnalisation de l'industrie selon l'OCDE (2011) et, d'autre part, au Public d'attirer des sources privées qui n'auraient pas investi si elles avaient dû intervenir seules (d'Alessandro et al, 2012).

Pour que ces véhicules fonctionnent de manière optimale, il faudrait un processus standardisé d'intervention ainsi qu'un marché des *business angels* assez professionnel.

5. L'effet de « certification » apporté par le Public

En général, quand un VC investit dans une société, cela envoie un signal de certification aux autres personnes du secteur. L'impact direct d'un investissement est l'augmentation de capital, l'effet indirect est, quant à lui, proportionnel à la réputation du financeur²⁷ (Bertoni et al, 2012). Par ailleurs, les investisseurs publics qui couvriraient en partie les frais de R&D permettraient aux sociétés soutenues d'avoir un taux de survie plus important (Zhao and Ziedonis, 2013). La probabilité de poursuite d'un investissement serait d'autant plus forte que le budget initialement consenti par l'Etat est important. Pour que cet effet de validation de la part du Public soit reconnu, il faut que les investisseurs gouvernementaux suivent les attentes des autres véhicules de financement et surtout prouvent un *track record* d'investissement qui garantira aux investisseurs ultérieurs la bonne qualité des sociétés soutenues. Selon Lerner (1999), le programme SBIR²⁸ qui récompensait les sociétés les plus méritantes aux USA par de l'investissement sous forme de subsides ou de capital a atteint une telle notoriété que les sociétés « labellisées » SBIR voyaient généralement leur financement augmenter par la suite. Selon Lerner and Watson (2007), les agences publiques, surtout dans les domaines technologiques, sont souvent accompagnées de personnes techniques expertes du secteur et ont un regard plus scientifique et plus pertinent pour les technologies et les stades auxquels ils interviennent. La fonction de signalisation serait donc remplie, tout comme le suggéraient Grili and Murtinu en 2011, même si dans certains cas, les entrepreneurs peuvent paraître moins ambitieux (Takalo and Tanayama, 2010).

Dans cette section, nous avons analysé l'attrait de sociétés dans le portefeuille du Public auprès de privés. Ce besoin de certification peut aussi être ressenti lors de tours de co-investissement où le Public, convaincu d'une bonne opportunité, a besoin d'investisseurs à ses côtés. Il est dès lors tout aussi important que le Public soit vu comme un filtre positif (Bertoni et al, 2012).

²⁷ En effet, si un fonds d'investissement réputé investit dans une société, l'industrie perçoit cette société comme ayant de plus fortes chances de réussir ou avec une réussite plus forte en cas de succès

²⁸ Le programme SBIR (*Small Business Innovation Research*) est la plus large initiative de VC public aux USA, ce programme a soutenu les jeunes sociétés dans les hautes technologies à hauteur de \$6 milliards de 1983 à 1995.

6. Equity gap et cycle de financement

Nous l'avons vu dans la première partie, les VCs ont pour objectif, entre autres, de financer des entreprises en démarrage. Cependant, même si les rendements qu'ils peuvent espérer sont plus importants s'ils interviennent aux premiers stades de financement, les risques encourus sont aussi beaucoup plus grands. Nous allons donc nous intéresser ici aux différentes phases d'investissement d'une société et tout d'abord à l'*equity gap*, tant le rôle du Public à ce stade semble être primordial.

6.1 Equity Gap

L'*equity gap* consiste en une situation où les profits, qui peuvent être retirés d'un projet ou d'une société, ne sont pas impactés sur le prix du marché des actions d'une entreprise. Le *funding gap* est donc observé lorsque des (jeunes) entreprises ne peuvent être financées à des termes raisonnables (OCDE, 1997) ou que l'argent n'est pas disponible pour des entreprises qui auraient une *Net Present Value* positive, comme cela devrait l'être dans un marché efficient. Ce dysfonctionnement de marché serait la raison principale selon laquelle des startups ne trouvent pas de financement (Meyer, 2007). Ceci s'explique principalement par l'asymétrie d'information qui entoure les projets technologiques que les financiers ne pourraient correctement évaluer (Manigart et al, 2011). L'*equity gap* est plus important en Europe continentale que dans d'autres régions du monde à cause d'une plus forte implication des banques par rapport au capital à risque dans le financement des sociétés²⁹ (Grili and Murtinu, 2011). Douglas (2009) a identifié la dette convertible comme un moyen pour prévenir ce *gap* permettant une alternative au capital, à la dette et surtout à une sous-valorisation.

Il faut cependant faire une distinction entre une absence de financement, justifiée par la piètre qualité des projets, et un dysfonctionnement du marché dû au *moral hazard* et à la sélection adverse (OCDE, 1997). L'OCDE, en 2011, estimait l'*equity gap* pour les start-ups européennes dans les tranches entre 500.000€ et 3.000.000 €. Selon Lerner (1996), l'*equity gap* apparaît quand la startup cherche des montants qui sont élevés pour solliciter les individus mais trop faibles pour intéresser les fonds d'investissement.

²⁹ Comme nous l'avons vu, le manque de collatéraux des sociétés basées sur l'intangible les empêche généralement d'emprunter auprès des banques et autres institutions de crédit

Les gouvernements mettent en place de plus en plus de programmes afin de résoudre cet *equity gap*, qui empêche les nouvelles sociétés d'obtenir le capital suffisant à certains moments, que ce soit lors de leur création, leur développement mais aussi en fonction des secteurs dans lesquels ils évoluent.

Pour que l'intervention du Public soit nécessaire, il faut démontrer que des projets/sociétés, en temps normal de fonctionnement de marché, auraient reçus des financements (OCDE, 1997). En effet, dans le cas du Royaume-Uni, certains secteurs pensaient souffrir d'un *equity gap*, cependant, après une augmentation des capitaux afin de soutenir ces domaines, il s'est avéré que les rendements étaient faibles, preuve que le marché avait identifié, à raison, ces secteurs comme non propices aux investissements (NESTA, 2009). Pour que les mesures prises soient efficaces, il faudrait aussi que le nombre de sociétés qui pourraient recevoir ce type de financement soient en nombre suffisant (Munari and Toschi, 2015). Ceci nous reporte à la section précédente.

Il est apparu que la politique de financement des fonds hybrides créés pour répondre spécifiquement aux besoins d'*equity gap* est efficace (Munari and Toschi, 2015). Il faut pourtant que ces fonds puissent intervenir sur plusieurs tours et pas uniquement ceux où un manque a été identifié (Technopolis, 2011).

Nanda and Rhodes (2011) soulignent que le cycle d'investissement des sociétés était plus crucial que les financements qu'ils pouvaient recevoir lors des phases initiales. C'est pourquoi nous allons nous intéresser à cette problématique.

6.2 Le cycle de financement des startups

Hormis les apports « classiques » que sont les FFF's (Friend, Family and Fools), les *business angels*, le *bootstrapping*³⁰ ou encore les avoirs personnels des entrepreneurs, les fonds publics du monde entier, sont des aides importantes pour le développement des startups. Technopolis (2011) décrit le système de financement des startups comme un système interconnecté comprenant différents financeurs à différents stades d'investissement.

Les pouvoirs publics permettent aux entreprises de trouver des financements, du démarrage au *early stage* jusqu'aux sociétés matures en passant par le *late stage*. En effet, les besoins des sociétés évoluant au cours de leur vie (Technopolis, 2011), il est dès lors important que ces actions soient bien coordonnées afin d'éviter l'*overlap* ou l'inefficacité (OCDE, 1997). C'est

³⁰ Financement du développement de l'entreprise par les liquidités générées par l'activité elle-même ou une activité parallèle.

pourquoi certaines politiques ne se concentrent que sur certains moments de l'évolution des firmes (OCDE, 2011). Cependant, Munari and Toschi (2015) insistent sur le fait que ce n'est pas uniquement le problème relatif à l'argent disponible qu'il faut résoudre mais également le nombre suffisant de sociétés en création ou en développement, candidates à du financement de croissance.

Il est important de noter que selon l'OCDE (2011), l'Europe ne devrait pas se concentrer sur la création de plus de startups mais bien sur la croissance de ces dernières. Le capital initial fourni à une société n'est pas critique pour le taux de survie, cependant, avoir plus de fonds lors de la croissance serait bénéfique. Clarysse and Bruneel (2005) soutiennent en effet que le financement des jeunes entreprises devrait être organisé en « tranches » ou en « stades » avec des *go/no go* formels qui se retrouvent à différents moments de la vie de la startup.

Nous allons étudier ci-après, trois étapes distinctes dans le financement des jeunes entreprises.

6.2.1 Le démarrage ou pre-seed funding

Cette période permet aux entrepreneurs de tester, grâce à un faible apport en argent (10.000 € à 30.000 €, selon les pays et organismes), les hypothèses de leur business plan. Cette injection de capital initiale se fait soit sous forme de subside pur, de dette convertible ou de prêt (subordonné ou non mais à un taux d'intérêt très avantageux) ou d'entrée en capital.

Grâce à cet argent, l'entrepreneur peut aller sur des foires et salons internationaux pour acquérir des connaissances sur le marché visé et développer un prototype (Clarysse and Bruneel, 2005). Il est généralement difficile pour des entreprises à ce stade d'aller trouver des financements extérieurs car les modèles de valorisation habituels ne sont pas appropriés (Littunen and Miettinen, 2013).

Il est à noter que le taux d'échec est très élevé dans cette phase. Seule une société sur trois irait au stade suivant. Pour cette raison, les projets ou sociétés sont souvent accompagnées par des incubateurs qui peuvent les aider dans leurs études de marché, protection de la propriété intellectuelle, etc. (Clarysse and Bruneel, 2005).

6.2.2 L'amorçage ou seed funding

Lors de cette étape, la société est encore en train de développer son produit et commence à développer une base de clients. Les sociétés arrivent à ce stade lorsque les entrepreneurs ont pu tester leurs premières hypothèses et que la société est formellement créée. Les besoins de financements dans cette phase sont compris entre 100.000€ et 1.000.000€ (Clarysse and Bruneel, 2005). Rayna and Striukova (2009) ont remarqué que des fonds spécifiques, proches

des universités, étaient développés afin d'intervenir à ces stades de financement qui sont trop peu intéressants pour des VCs classiques.

6.2.3 La croissance ou développement

Selon Clarysse and Bruneel (2005), cette phase commence lorsque la société a un produit finalisé, qu'elle peut prétendre à une certaine croissance, surtout sur les marchés internationaux. Le *business model* doit donc avoir été testé. C'est généralement lorsque les premiers pas sur un marché ont été financés qu'interviennent les premiers VCs³¹ (Douglas, 2009). Takalo and Tanayama (2010) confirme cette tendance en soulignant que les fonds Venture ont plutôt tendance à soutenir des sociétés qui ont un certain historique.

Il était important de s'intéresser à ce cycle de financement car selon Lerner and Watson (2007), le fait de « phaser » les investissements permet d'améliorer l'efficacité du Venture Capital. Ils concluent qu'il est primordial que ces phases soient bien identifiées et surtout qu'elles suivent un flux rapide car c'est la rapidité des processus qui permet aux sociétés de se concentrer sur la stratégie en se souciant moins du financement.

7. L'aspect régional

L'aspect régional est un facteur important lorsqu'une politique de soutien aux start-ups est mise en place, que ce soit par de l'investissement direct ou indirect. En effet, certaines régions ont plus d'universités que d'autres, ont un esprit entrepreneurial plus développé, ont une culture de l'investissement à risque différente et bien d'autres particularités comme la fiscalité notamment.

Certaines régions suivent des objectifs différents en fonction de leur état d'avancement dans l'un ou l'autre secteur et il faut prendre en compte cet aspect régional afin d'évaluer la performance d'un fonds (Munari and Toschi, 2015).

La première différence que nous pouvons remarquer est celle établie, en termes de financement à risque, entre l'Europe et les USA. Selon Silva and Wilson (2013), même si l'industrie du VC (en termes de fonds levés) est trois fois plus grande aux Etats-Unis que sur le vieux continent, le nombre de *deals* réalisés serait plus important chez nous ce qui implique que les sommes investies en Europe par tour et par société sont plus faibles.

³¹ Les investissements dans des sociétés plus jeunes peuvent parfois demander plus de temps dans la *due diligence* car plus d'efforts doivent être consacrés pour appréhender la viabilité de l'entreprise (Rayna and Striukova, 2009).

En termes d'investissements, les USA seraient plus enclins à investir dans les biotechnologies, alors que l'Europe serait plus attirée par les projets ICT, selon l'OCDE (2011).

En 2015, Munari and Toschi remarquaient également une différence entre le secteur du financement à risque au Royaume-Uni par rapport au reste du continent. Par exemple, en Belgique, la moitié des fonds Venture impliqués viendraient des pouvoirs publics : 82% des *deals* impliquent le Public en Wallonie alors qu'ils ne sont que de 37% en Flandre (Alperovych et al, 2014). Le plus faible entrepreneuriat en Europe, la qualité des projets et la qualité des investisseurs pourraient cependant expliquer, selon Kraussl and Krause (2009), la différence de financement. Munari and Toschi (2015) rajoutent que des investisseurs plus aguerris préfèrent agir dans des régions économiquement plus développées qui offrent plus d'opportunités d'investissement. Cependant, selon Groh et al (2010), le fait qu'une région soit délaissée par des capitaux à risque peut justement être une opportunité pour des *LPs* qui pourraient financer des fonds qui auront dès lors plus de choix parmi les entreprises et permettraient donc des meilleurs rendements.

Pour Munari and Toschi (2015), la proximité entre les VCs et les sociétés participées est une condition importante pour le succès futur de ces dernières. Par conséquent, les politiques régionales d'investissement seraient mieux à même de répondre à des *equity gap* locaux. Cependant, Technopolis (2011) et NESTA (2009) suggèrent de ne jamais développer des fonds régionaux car, de par une contrainte du *deal flow* et d'une spécialisation, ils ne pourraient être performants. Une régionalisation excessive pourrait donc être néfaste, notamment pour des raisons d'un manque d'opportunités d'investissement. L'aspect du *deal flow* est aussi mis en avant par Meyer en 2007 pour qui le manque de masse critique de startups explique la non-réussite de certains fonds régionaux. De plus, une limitation à un territoire ne permettrait pas une comparaison des projets suffisante.

La proximité avec des fonds d'investissement est cruciale pour des raisons d'interactions fréquentes et régulières. Ceci peut expliquer pourquoi la majorité des fonds soutenus par le Public requièrent que la société ait son siège social dans le pays concerné (58% des cas) ou même dans la région concernée (37% des cas).

Munari and Toschi (2015) résument la problématique régionale en écrivant que « les programmes créés doivent répondre à la problématique de l'*equity gap* tout en prenant en compte les spécificités régionales afin d'améliorer les opportunités d'investissement et créer un environnement où l'accès au financement est facilité ».

8. La taille des fonds d'investissement

La taille du fonds est importante car, comme nous l'avons vu dans la première section, les fonds non-publics sont rémunérés par des frais de gestion (1 à 2.5%) prélevés sur les montants gérés. Il faut donc que les fonds aient une taille suffisante pour payer les frais de fonctionnement (NESTA, 2009). Cependant, dans certains cas, l'état intervient pour couvrir les coûts liés à la gestion permettant à des fonds plus modestes d'exister³² (Meyer, 2007).

Selon Technopolis (2011), les fonds ne devraient jamais être contraints à une région spécifique (voir supra), quand NESTA (2009) suggère d'avoir une taille minimum de £50 Millions³³. Un fonds doté d'autant de moyens pourrait dès lors réaliser les *follow-on investments* nécessaires afin d'éviter une trop forte dilution. En effet, les fonds *early stage* de £15 Millions et moins seraient trop vulnérables³⁴ et réduisent leur chance de succès en ne pouvant diversifier assez leurs participations et ne pouvant prendre assez de risques³⁵.

NESTA (2009) estime devoir constituer un *portfolio* d'au minimum 8-10 sociétés avec une taille idéale de portefeuille de 20-30 startups. Selon Meyer (2007), il y aurait en Europe des fonds trop petits et donc non viables. Le fait d'avoir plus de fonds d'investissement ne serait donc pas toujours positif : il vaut parfois mieux avoir quelques fonds bien dotés plutôt que de nombreux fonds pauvrement financés. Il serait dès lors plus avantageux d'inciter les gros VCs d'investir en *seed* et *early stage* plutôt que de créer des petits fonds pour s'adresser à ces stades d'investissement³⁶. Les fonds plus grands permettent de mieux apprendre de leurs succès et erreurs sur de plus longues périodes. Il ne faudrait par ailleurs jamais que les *LPs* limitent les montants qu'un véhicule d'investissement souhaiterait allouer à l'une ou l'autre entreprise en leur imposant un plafond³⁷ (Technopolis, 2011).

³² Le European Seed Capital Fund permettait avant les années 2000 de financer par le prêt les coûts opérationnels des petits fonds (qui devaient percevoir 4 à 5% de management fees). Ces prêts ne devaient être remboursés qu'en cas de bénéfices du fonds.

³³ Cette somme semble avoir été extrapolée de l'article publié par Murray and Mariott (1998).

³⁴ En effet, Murray and Mariott (1998), ont démontré qu'un fonds pour offrir un IRR de 20% (exigence du marché), la taille minimum devait être de £15 millions (20M€), l'IRR diminuant fortement si la taille était plus petite.

³⁵ Meyer (2007) remarquait que les fonds technologiques spécifiques étaient souvent de taille petite et qu'ils ne pouvaient dès lors pas exploiter les économies d'échelle et bénéficier d'un scope d'investissement assez large comme le *private equity*.

³⁶ Des fonds d'investissement comme Index Ventures, Partech Ventures et bien d'autres qui gèrent plusieurs centaines de millions d'euro voire plusieurs milliards ont des véhicules d'investissement consacrés au *early stage* et *seed capital*. Ce qui permet à ces fonds d'avoir une assise assez importante au niveau de leurs frais de gestion et de suivi.

³⁷ Une limite de 10% maximum de l'argent sous gestion est souvent indiquée mais pour des raisons de diversification.

Même si la lecture des éléments de cette section laisse penser qu'il faudrait privilégier des fonds fortement dotés, il existe deux problématiques importantes. La première est que, si les fonds sont plus importants et non contraints à de l'investissement en *seed et early stage*, ils seront tentés de ne financer que des sociétés en *late stage*, créant donc un « *equity gap* » (Rayna & Striukova, 2009).

Lors de cette revue de littérature, le but était de couvrir différents aspects du financement des entreprises innovantes et surtout de définir le rôle que pouvait jouer l'état dans l'investissement de ces dernières.

Chapitre 2 : Méthodologie

1. Recherche exploratoire

La première étape consistait à trouver des auteurs et des textes de références qui traitent du financement des entreprises par le Public ou le Privé et ce dans différents pays. Le secteur numérique étant un sous-groupe du secteur technologique, il était intéressant de comprendre d'un point de vue « macro », ce qui pourrait distinguer les investisseurs privés du Public dans les domaines non-traditionnels. La recherche effectuée de manière empirique voulait couvrir un nombre d'aspects non-négligeables afin de pouvoir dresser un tableau non-exhaustif mais fourni des fonds d'investissement qu'ils soient privés, publics ou semi-publics.

2. Analyse approfondie afin d'en tirer des questions de recherche

Ce travail a été réalisé en plusieurs phases. Tout d'abord, une étude exploratoire a été effectuée pour distinguer les fonctionnements des fonds privés et publics, leurs objectifs et la perception qui en était faite dans le marché, notamment. Ces consultations documentaires ont permis d'extraire plusieurs questions de recherches qu'il semblait intéressant d'approfondir. Une fois ces questions établies, il était primordial de consulter des experts dans le domaine, tels que des investisseurs et des entrepreneurs. Le but était de confronter les opinions et expériences de chacun afin d'en extraire une meilleure compréhension des divergences qui peuvent exister entre les deux types de fonds. Pour finir, il était primordial de formuler des propositions suite à une analyse subjective des résultats issus des différentes interviews.

3. Détermination du type d'enquête à réaliser

Afin de mieux comprendre les sujets qui sortaient des trois questions de recherche, le choix du type d'enquête s'est porté sur une méthode « qualitative » pour plusieurs raisons. Tout d'abord, l'approche quantitative pouvait être influencée par les données reçues et la période analysée. Le choix des données aurait pu amener à des conclusions erronées puisque, en effet, les fonds de Venture ont des rendements très aléatoires et irréguliers. Par ailleurs, le choix de ce mémoire est avant tout de comprendre un phénomène et de déceler si des éléments forts ou probants permettent d'expliquer une différence dans la performance ou la perception de performance des fonds publics dans le numérique par rapport à leurs homologues du Privé.

4. Entrevues

L'auteur de ce mémoire a décidé de réaliser plusieurs interviews qualitatives car le but de la recherche est davantage de comprendre le « pourquoi » et le « comment » que le « combien ».

Dans la littérature ou les articles de presse récents, plusieurs fonds publics sont sortis comme étant soit « les plus actifs » soit comme ayant une bonne approche d'investissement. C'est pourquoi l'auteur a décidé d'interroger des personnes, la plupart du temps, des dirigeants de fonds publics européens divers. Les fonds publics rencontrés furent un fonds finlandais (Finverra/Ventureverra), un fonds français (Banque Publique d'Investissement), un fonds allemand (High-Tech Gründerfonds) ainsi que le fonds d'investissement nouvellement créé en Wallonie (W.IN.G & SRIW) ; mais aussi, des fonds privés/hybrides français (Partech Ventures et Serena Capital) ainsi que le fonds belge Volta Ventures. Le choix s'est porté sur ces fonds privés car leurs managers ont une expérience de plusieurs années dans l'investissement dans le numérique dans leur pays respectif et sont même reconnus comme meilleur fonds national (Partech). Par la suite, des entrepreneurs belges qui avaient levé des fonds auprès de fonds privés et publics ont été interrogés afin que les réponses reçues auprès des fonds d'investissements soient mis en perspective.

5. Le traitement des données

Les résultats obtenus étant d'ordre qualitatif, aucun outil statistique n'a été utilisé. Le traitement s'est fait a posteriori et exclusivement par l'auteur du travail. Une synthèse a été dressée pour chaque thème abordé et les retranscriptions des différentes interviews se trouvent en annexe³⁸.

³⁸ Voir annexe N°2

Chapitre 3 : Résultats de l'enquête

Note au lecteur : Par souci d'honnêteté et afin d'avoir l'opinion réelle des personnes interrogées et non des réponses « politiquement correctes », l'anonymat a été garanti. En effet, le but n'est pas d'attribuer des propos à certains mais bien d'avoir leur vision sur les différentes questions posées. De plus, les liens qui unissent les fonds privés, publics et les entrepreneurs étant étroits, il était préférable que chacun puisse s'exprimer librement. Le lecteur pourra, néanmoins, trouver en annexe la liste et la présentation des personnes interrogées. Ce chapitre ne portera que sur le recueil et la retranscription des avis et opinions des personnes interrogées. Le chapitre suivant nuancera certains propos avec la vision de l'auteur.

Question 1 : Le processus de sélection des fonds d'investissements privés et publics du numérique diffèrent-ils ?

Pour cette première question, nous allons d'abord nous intéresser à la manière dont les fonds sont contactés par les jeunes sociétés, ensuite à la façon dont la candidature d'une startup est analysée et enfin un regard sera porté sur la prise de décision finale d'investir.

La plupart des fonds privés et publics sont contactés par différents biais : via mails, lors de conférences ou via leur réseau. Cependant, plusieurs différences sont à noter. En effet, les fonds publics ont généralement des relais dans différentes villes ou régions d'un pays alors que les fonds privés n'ont souvent qu'un seul point de contact. Par ailleurs, alors qu'aucun fonds privé interrogé n'utilise de formulaires pour être contacté par les startups, plusieurs fonds publics utilisent cette méthode pour réaliser un premier *screening*.

Une différence qui peut paraître anodine mais qui apparaît comme capitale pour un investisseur privé, selon lui « *le fait de ne pas utiliser de formulaire, permet de voir si les entrepreneurs se sont posés les bonnes questions, connaissent bien leur marché et savent comment s'adresser à un investisseur, qui, dans ce cas-ci, est leur client potentiel* ». De plus, le fait de ne pas permettre d'être contacté via un formulaire constituerait également un premier test quant à la capacité de l'entrepreneur à surmonter certains obstacles. « *Recevoir un mail sur notre boîte mail personnelle, via une introduction ou via une adresse mail générique de notre fonds, permet déjà de juger de la qualité de la startup* », selon ce même investisseur.

En outre, tous les fonds profitent des réseaux d'accélérateurs et d'incubateurs dans les différents pays. Une différence cependant : alors que les fonds publics « attendraient » les startups, tout en étant présents lors d'événements, les fonds privés feraient preuve de plus de proactivité afin de « dénicher » les meilleures d'entre elles. Le nombre de dossiers reçus par « tête d'habitant » était d'ailleurs plus important chez les fonds privés interrogés³⁹.

Au regard du délai entre la réception du dossier et la présentation d'une *term sheet*⁴⁰, et ensuite entre cette première proposition et le contrat final, aucune différence notable n'a été remarquée entre les deux types de fonds, le temps est généralement compris entre deux et quatre mois.

Le processus de sélection entre les fonds privés et publics suit les mêmes lignes directrices, à savoir que les dossiers sont pris en charge par des analystes ou des *investment managers*. Ensuite, un ou plusieurs rendez-vous sont organisés avec ces derniers ou des *partners* avant qu'une première *term sheet* soit proposée dans l'hypothèse d'une poursuite d'un dossier. Généralement, les VCs composent des équipes en binôme afin de réaliser les analyses des sociétés. La différence majeure réside dans la manière dont sont pris les premiers contacts. En effet, les fonds privés ont tous confié se rendre, au moins une fois, dans les bureaux des startups pour mieux comprendre la vie de la société ; cela, afin d'observer les interactions humaines au sein de celle-ci et, dès lors, de mieux appréhender certaines problématiques liées au *business*. D'ailleurs, selon un investisseur, « *uniquement au hall d'entrée de son siège, on peut comprendre si la société est orientée vers les résultats et est innovante* ». Hormis ce point, les fonds tant publics que privés réalisent plusieurs rendez-vous avec la startup avant de prendre une décision d'investissement et appuient leur choix par des vérifications auprès des clients.

En ce qui concerne les points d'attention ou de refus, les fonds d'investissements tant privés que publics, en *early stage*, investissent d'abord dans l'équipe, le produit ou la technologie. Ils regardent, par ailleurs, le potentiel de marché ainsi que la stratégie d'expansion ou encore la « traction » de la startup. Plusieurs dirigeants de fonds publics ont insisté sur la plus-value de l'originalité du *business model*.

Les raisons de refus évoquées se ressemblent. Cependant, les fonds privés ont mentionné comme première raison de non-investissement un manque d'entente personnelle avec les

³⁹ Vu la taille de l'échantillon des fonds interrogés, nous ne pouvons faire une affirmation scientifique ou statistique forte.

⁴⁰ La *term sheet* ou lettre d'intention est un document qui synthétise les différentes clauses qui seront reprises dans le pacte d'actionnaires final. Il a généralement peu de valeur juridique si ce n'est qu'il marque un accord entre le fonds et la startup d'aboutir rapidement à un accord d'investissement et de ne plus poursuivre des discussions avec d'autres fonds d'investissement.

entrepreneurs, ceci pouvant s'expliquer par un temps plus long passé avec les start-ups ainsi que par une analyse moins « administrative » des dossiers. Globalement, les points de vigilance cités par les investisseurs sont dans la lignée de ce qui peut être lu et entendu, dans les conférences, sur les sites internet, etc qui traitent du digital.

Au regard de la *due diligence* effectuée par les acteurs privés ou publics, les différences ne sont pas marquées. Cependant, un investisseur public a reconnu que les fonds publics n'allaient pas autant dans les détails que les investisseurs privés, ce qui fut d'ailleurs confirmé par plusieurs sources. Dans la majorité des cas, la *due diligence* technique est soit réalisée par des personnes du *staff*, par un centre de recherche, un expert privé ou des personnes du réseau des investisseurs. Il n'y a pas de différence majeure hormis le fait que les fonds privés solliciteraient plus souvent les sociétés déjà investies afin de réaliser l'*assessment* technologique. La *due diligence* qui concerne le *background* personnel des fondateurs et employés est quant à lui réalisé de manière similaire avec des *reference calls*. Cependant, les investisseurs privés semblent y accorder une importance particulière. Au regard des autres points d'attention, les contrats commerciaux ou d'emploi des salariés tout comme la santé financière, et le cas échéant, la protection intellectuelle sont analysés.

A la lecture de la littérature, il est apparu que les autorités publiques accordaient une grande attention au soutien de l'économie et en particulier aux emplois créés ou maintenus sur leur territoire. Le digital apporterait une autre dimension pour les investisseurs tant privés que publics. Étonnamment, la création d'emplois a rarement été évoquée comme un critère déterminant tant par les uns que par les autres ; le caractère *scalable* du numérique pouvant être la principale explication. Même si les start-ups connaissent une forte croissance et que cela engendre généralement une augmentation du nombre d'emplois, ce sont rarement les startups digitales qui engagent le plus de personnel.

D'ailleurs, certains fonds publics n'exigeraient pas un siège d'exploitation ou social dans leur pays/région et peuvent donc investir à l'étranger pour peu que la startup concernée ait un partenariat technique ou commercial avec le pays ou la région ciblée. Néanmoins, les investissements hors-territoire restent exceptionnels, selon les fonds publics ; le développement de l'écosystème numérique de la région concernée restant prépondérant.

Enfin, le taux de dossiers financés par rapport au nombre de dossiers reçus était plus important auprès des fonds d'investissement publics. Alors que les fonds privés affirment avoir moins

d'un pourcent d'acceptation, les fonds publics seraient quant à eux à un taux de trois à six pourcents.

En plus du soutien économique, une autre explication peut être avancée. En effet, la composition des comités d'investissement, instance de décision finale, est relativement différente. Dans les fonds publics, les comités ne sont pas uniquement composés de spécialistes du numérique mais plutôt de personnes venant de « l'innovation » en général, incluant donc le *biotech*, *cleantech* ou *life sciences* voire même des représentants des ministères. Les membres des comités d'investissement des fonds privés rencontrés, quant à eux, étaient tous des spécialistes du numérique et étaient composés uniquement des *partners* liés au fonds. Par ailleurs, les comités d'investissement des fonds privés rencontrent toujours physiquement (ou au moins par échange téléphonique) les entrepreneurs.

En résumé, il ressort des interviews réalisées que le processus d'investissement entre le Privé et le Public diffère sur certains points. Tout d'abord, vis-à-vis du premier contact pris, ensuite selon la sévérité de la due diligence et la manière de la réaliser. Les critères liés à la localisation ainsi que la composition du comité d'investissement pourraient partiellement expliquer certaines de ces divergences. En outre, les autres points analysés ne ressortent pas comme fortement dissemblables.

Question 2 : Les fonds publics ou privés connaissent-ils des divergences quant à l'aide apportée aux startups ?

L'aide apportée à une startup investie est souvent cruciale pour son évolution. En effet, si la sélection peut laisser place à une certaine flexibilité, le soutien fréquent et régulier est primordial pour sa croissance. Alors que la littérature scientifique montre de grandes divergences entre les investisseurs publics et privés, seules quelques différences ont pu être relevées lors des interviews.

La principale aide qui est apportée aux startups concerne le recrutement ; tant les fonds publics que privés s'accordent sur ce point. Tandis que les investisseurs publics mettent en avant leur réseau étendu et leurs capacités de *matchmaking*, les investisseurs privés interrogés soulignent avoir de l'expérience en matière de recrutement puisqu'eux-mêmes y ont été confrontés au cours de leur carrière. Par conséquent, ils pourraient aider les startups tant pour la rédaction d'une offre que pour la sélection d'un candidat.

L'autre domaine dans lequel les investisseurs peuvent aider les startups est le développement commercial. Tant les fonds privés que publics insistent sur des réseaux étendus composés de décisionnaires dans des grandes entreprises. Par contre, les investisseurs privés se considèrent comme les premiers vendeurs des sociétés participées, ce qui n'a pas été le cas des investisseurs publics.

En ce qui concerne le conseil d'administration des sociétés, tous les fonds d'investissements publics n'exigent pas d'y avoir un siège, même si la plupart le demande pour avoir un rôle minimum d'observateur ; les fonds d'investissements privés, quant à eux, sont toujours administrateurs. Cependant, tous soulevaient le fait que le conseil d'administration n'était qu'une part minimale de l'aide apportée aux startups. Le travail au quotidien, les appels et mails informels constituant l'essentiel du support.

Selon un investisseur privé, les fonds publics réaliseraient plutôt du *matchmaking* alors que son fonds aurait une approche plus *hands on*, ceci expliquerait la différence de résultat final. Car les uns comme les autres aideraient les startups dans les mêmes domaines. Cependant, pour un autre intervenant, la différence ne se situerait pas au niveau du caractère privé ou public d'un fonds mais bien de la carrière de l'*investment manager* et de son passé entrepreneurial.

En résumé, même si les aides apportées aux startups sont principalement semblables, les fonds privés semblent avoir un rôle plus actif dans leur développement.

Question 3 : Les investisseurs publics apportent-ils un label de qualité aux startups ?

Il est intéressant de savoir si les fonds publics attirent d'autres VCs et quelle est la perception de ces derniers sur les choix d'investissement des premiers.

Une nette évolution a été remarquée dans les fonds d'investissement publics puisque la plupart sont considérés comme plus sérieux que par le passé. D'ailleurs, leur volonté de professionnalisation est remarquée tant par les fonds publics eux-mêmes que par les Privés.

Deux éléments expliqueraient principalement cela, selon les acteurs du gouvernement. Tout d'abord, les fonds publics chercheraient, tout comme les fonds privés, le retour sur investissement car cet alignement, leur permettrait d'être mieux considérés. De plus, les fonds publics mettent en avant que les *investment managers* et autres personnes de leur structure viennent pour la plupart du secteur privé ou ont la volonté, dans le futur, d'exercer dans des

fonds non liés à l'état. Dès lors, les premiers connaîtraient les exigences du marché tandis que les seconds seraient à la recherche des bons *deals* afin de « faire leurs preuves ».

Cependant, les investisseurs privés mettent en avant qu'aucune figure connue dans les écosystèmes nationaux ou régionaux ne se retrouve dans les « rangs » de fonds publics, ce qui altère dès lors la perception de qualité. Un investisseur soulignait d'ailleurs qu'il évitait d'investir conjointement avec le Public car ce dernier ne visait pas assez la « performance ».

Selon certains, le Public ne chercherait pas toujours l'intérêt de la startup et de l'entrepreneur, notamment au regard de la délocalisation ou de la vente des sociétés.

Outre leur volonté de performance, les fonds publics mettent en exergue leur capacité à apporter des standards de marché, par rapport à des clauses dans les *term sheets*, à des valorisations ou encore au soutien à des technologies nouvelles et risquées pour le Privé.

Même si certains fonds publics (souvent dans des pays de tailles plus importantes) se spécialisent et peuvent engager des personnes ayant un *background* financier et technique, l'effet de filtre ne fonctionnerait pas de manière optimale. En effet, les fonds publics devant avant tout « faire de la masse », les dossiers financés ne bénéficieraient pas d'une reconnaissance particulière. Selon certains, comme le public chercherait avant tout à faire du *CSR*⁴¹, de la communication, il distrairait les entrepreneurs avec des activités annexes à leur *business*, ce qui ne leur permettrait pas d'être aussi performants. D'ailleurs, un investisseur soulignait que « *les meilleurs entrepreneurs vont chercher les meilleurs investisseurs et que s'ils se dirigent d'abord vers le Public, cela envoie des indications négatives quant à l'ambition de la startup* ».

Cependant, il a été mis en avant que la capacité du Public à intervenir à tous les stades de financements était bénéfique, surtout s'il reste passif. En effet, les fonds publics peuvent soutenir des startups de l'amorçage à l'IPO. D'ailleurs, le fait qu'un investisseur public, qui a des exigences parfois plus faibles en termes de gouvernance, intervienne, permet à un fonds privé de diminuer son risque tout en bénéficiant d'une forte influence dans la gestion de la startup. De plus, dans certains secteurs spécifiques et fortement réglementés, l'apport d'un institutionnel permettrait d'ouvrir certaines portes et d'amener certaines garanties.

En résumé, même si une amélioration est remarquée dans les fonds publics, les fonds privés ne considèreraient pas leur soutien comme un « label de qualité », contrairement à ce qu'il a pu

⁴¹ *Corporate Social Responsibility*

être lu dans la revue de littérature, bien que la capacité d'intervenir à tous les stades de financement ferait du Public un partenaire solide. Ceci s'explique principalement par un manque d'alignement, selon eux, des objectifs poursuivis. Alors que le Public affirme également chercher le rendement, ils seraient toujours considérés comme des « animateurs économiques ». Par ailleurs, le Privé ne considérerait pas mieux une startup financée par le Public principalement à cause du manque de rigueur dans la sélection des startups proposées.

Chapitre 4 : Discussions et propositions

Note au lecteur : L'analyse et les propositions qui sont formulées ci-après sont personnelles et subjectives mais ont été inspirées voire suggérées tant par les personnes rencontrées lors des différentes entrevues que lors de rendez-vous professionnels.

1 Interprétation des résultats

Dans cette section nous allons principalement nous intéresser à l'effet label dont ne semblent pas bénéficier les startups investies par le Public auprès du Privé et discuter les divers éléments qui pourraient l'expliquer. Les deux autres questions de recherche ayant été plus largement couvertes par la littérature.

1.1 Le taux d'acceptation

La mission des fonds d'investissement publics est complexe. Même si plusieurs intervenants ont mis en avant qu'ils recherchaient, comme le Privé, la rentabilité, cette affirmation peut être remise en question. Comme les fonds publics ne soutiennent pas uniquement les meilleures startups, il n'est pas toujours évident pour les fonds privés de considérer les investissements du public comme une validation de leur qualité. En effet, les Venture Capitalistes recherchent les startups qui offrent des rendements exceptionnels et investissent uniquement dans celles qu'ils jugent excellents. Le rôle de certification du public est donc altéré car les fonds liés au gouvernement soutiennent un nombre plus important de projets, avec des qualités variables. Par ailleurs, comme les fonds publics peuvent craindre de ne pas investir dans la plupart des startups « stars » de leur territoire, ils pourraient intervenir dans un nombre plus important de startups, motivés par le sentiment du *fear of missing out*⁴². On pourrait, par ailleurs, penser que les fonds publics ne soutiennent que des « seconds couteaux » ou n'interviennent que lors de failles de marché. Preuve du contraire, la BPI par exemple, au premier quadrimestre 2016 était présente dans quatre des dix *deals* les plus importants en France dans le digital.

Comme cela l'a déjà été souligné à plusieurs reprises, les fonds publics sont plus généralistes que les fonds privés, ce qui les amène à soutenir plus de projets. En effet, alors qu'un fonds privé peut se permettre de ne choisir qu'un segment, le SAAS⁴³ par exemple, un fonds public

⁴² Ce sentiment se retrouve chez de nombreux investisseurs qui soutiennent un projet non parce qu'ils ont une conviction forte par rapport à la startup mais parce qu'ils ont peur de passer à côté de la belle occasion

⁴³ *Software as a service*

a, quant à lui, pour vocation de soutenir les différents domaines liés au numérique. En conséquence, ce dernier investit, par rapport au nombre de dossiers proposés, dans davantage de startups.

Par ailleurs, la distinction du Public par rapport au Privé réside dans la capacité de financer des startups qui n'ont pas fait preuve d'une capacité de développement important depuis leur première levée de fonds. Alors que les fonds privés auraient tendance à se focaliser uniquement sur les meilleures sociétés de leur portefeuille et, dès lors, ne réinvestir que dans ceux qui montrent des retours potentiels exceptionnels, les fonds publics pourraient être incités à soutenir, dans la durée, certaines startups pour éviter que celles-ci ne tombent en faillite. Ceci pour deux raisons : d'abord, pour ne pas faire aveu d'échec, ensuite car certains budgets ne seraient plus attribués si le niveau d'investissement devenait plus faible ou ne semblait pas efficace. En d'autres termes, certaines structures d'investissement pourraient être tentées de financer des startups, à fonds perdus, afin de prouver l'utilité de l'action publique et montrer leur soutien à des jeunes sociétés en démarrage. De plus, maintenir certaines startups « sous perfusion » leur permettrait de fournir de meilleures statistiques en termes d'emplois et d'activité. Ce point rejoint la revue de littérature quant à la difficulté pour le Public de prendre la décision d'arrêter d'investir dans certaines entreprises.

En conclusion, le fait d'être généraliste, de devoir aider un large panel de startups avec des qualités diverses et de les soutenir dans la durée sont, en partie, les éléments qui peuvent expliquer que les fonds publics et les fonds privés ne poursuivent pas toujours les mêmes objectifs et qu'il est dès lors difficile pour le Privé d'évaluer la qualité d'un investissement réalisé par le Public.

1.2 L'effet de réputation des fonds publics

En Europe, de nombreux gouvernements mettent en place des actions qui visent le développement du secteur numérique et notamment des startups. Ceci peut expliquer que les fonds publics, en plus d'objectifs de résultats, ont en partie comme mission de faire de la communication et dès lors pourraient donc être incités à investir dans des projets qui se verraient refusés par des fonds privés. En effet, les fonds publics pourraient accepter un taux de rendement plus faible en vue de retombées médiatiques y afférentes ou dans le but de dynamiser un écosystème. Lors des interviews, il est d'ailleurs ressorti que cela pouvait poser problème aux startups soutenues car elles étaient souvent fortement sollicitées par d'autres activités que leur *business* principal. Le danger existe également que ces entrepreneurs confondent succès médiatique et commercial. Cependant, l'effet positif de tels investissements est l'engouement

qui peut naître vis-à-vis de l'entrepreneuriat. Des citoyens pourraient être tentés de lancer leur startup, sachant que le Public met en place des mécanismes pour les soutenir. Toutefois, il faudrait s'assurer que les personnes qui créent des startups aient un réel potentiel et ne subsistent pas uniquement grâce à l'investissement public. Comme souligné dans la revue de littérature, ce dont un pays a besoin est de plus d'entreprises en croissance et non d'un nombre plus important de sociétés vivotant.

L'autre question que soulève la réputation des fonds publics se pose quant à leur implication dans les décisions de ventes d'une startup ou de levée de fonds futures. En effet, les fonds d'investissements publics pourraient craindre que des fleurons de l'industrie numérique se fassent racheter par des firmes étrangères et délocalisent leurs activités, le Public pourrait dès lors freiner l'expansion ou la vente d'une startup comme cela a pu être le cas dans la vente de Dailymotion à Orange, par exemple.

1.3 La composition du comité d'investissement

Lors des interviews, il est apparu que de grandes divergences existaient dans la composition des comités d'investissement de fonds privés et publics. Alors que ne siégeaient que des *partners* spécialisés dans le numérique dans les fonds privés, les fonds publics ont deux caractéristiques différentes. Souvent, la majorité des personnes qui sont présentes dans un comité d'investissement digital public ne viennent pas du milieu numérique et surtout, la plupart du temps, ne prendront pas une place au conseil d'administration des startups soutenues. De plus, dans des fonds publics, les comités ne rencontreraient pas les startups physiquement.

Cette différence dans l'approche peut amener à prendre des décisions biaisées. Si le comité n'est pas expert dans les matières numériques, même s'il reçoit des dossiers bien préparés par des analystes ou des *investment managers*, certains membres n'ont pas assez de connaissance pour challenger efficacement les startups présentées. Ceci peut donc poser problème puisqu'ils ne peuvent pas avoir un regard pertinent sur la société alors que le but du comité d'investissement est de discuter, une dernière fois, de la possibilité de financement.

De plus, le fait de ne pas siéger au conseil d'administration de ces startups ou même d'être responsable de leurs performances financières futures pourrait pousser le comité à ne pas se poser toutes les questions nécessaires afin de vérifier la pertinence de l'investissement. En effet, des personnes dans les comités sont en charge d'autres portefeuilles ou ne s'impliquent pas personnellement dans la réussite d'un investissement. Par ailleurs, ne pas rencontrer physiquement les entrepreneurs est contraire à ce que les fonds mettaient en avant, à savoir,

qu'ils investissaient avant tout dans des équipes et des personnes plutôt que dans une idée ou un produit.

Ces différents points peuvent expliquer, en partie, pourquoi le taux d'acceptation des fonds publics sont plus importants que les fonds privés mais aussi le déficit de pertinence de certains investissements en comparaison avec le Privé.

1.4 L'accompagnement des startups post-investissement

Une différence que semblaient indiquer, principalement, les entrepreneurs et les investisseurs privés est l'accompagnement proposé une fois que les startups recevaient un soutien financier.

La première dissimilitude qui peut survenir, surtout dans les plus petits pays ou régions, est la taille des équipes dédiées au numérique. En effet, comme un intervenant le faisait remarquer, le numérique est un domaine très varié ; une startup qui serait dans le B2C n'a pas les mêmes besoins qu'une startup active dans le B2B, tout autant qu'une société dans l'internet des objets aura des *KPI's* différents d'une *marketplace* ou d'un projet SAAS. Si dans les fonds publics de pays plus importants, les équipes semblent être assez denses et diversifiées afin de couvrir un maximum de domaines et sujets, dans les pays de taille plus modeste, il pourrait s'avérer plus compliqué d'engager autant de spécialistes.

Par ailleurs, comme expliqué au point précédent, les comités d'investissement des fonds publics sont assez indépendants des *investment managers*. Certains investisseurs peuvent dès lors se retrouver au *board* de startups dans lesquels ils n'auraient pas souhaité que leur fonds investisse. Dans une telle situation, l'*investment manager* qui croit peu en la start-up, aura, dès la genèse de la collaboration avec la société, un déficit d'engagement dû à un manque de motivation.

En effet, il semblerait que les *invest managers* de fonds publics ont également envie de montrer une certaine capacité à réaliser de bons *deals* et à être au siège des start-ups les plus prometteuses. Ceci pourrait donc poser un problème pour les investisseurs qui voudraient soutenir uniquement les meilleures startups de leur portefeuille afin de maximiser les chances de succès.

Par ailleurs, les fonds publics ont aussi un rôle d'éducation auprès des startups. Alors qu'un fonds privé pourra plus facilement refuser un dossier sans devoir se justifier, un *investment manager* public devra passer plus de temps avec l'entrepreneur et sa direction pour expliquer son choix. Ceci a pour conséquence qu'une partie non-négligeable du travail d'un investisseur sert à réaliser des activités annexes au soutien des startups investies. Tandis que cela semble

bénéfique à l'écosystème dans son ensemble car les entrepreneurs reçoivent plus de *feedbacks* et ont une meilleure compréhension des acteurs financiers, les *investment managers* ont moins de temps à consacrer pour faire fructifier leurs investissements.

De plus, il ressort des différentes entrevues que lorsque les *investment managers* de fonds publics étaient présents au conseil d'administration, ils siégeaient dans davantage de start-ups que les *partners* de fonds privés. On peut expliquer cela par un nombre plus important de startups investies et donc d'un nombre plus important de dossiers à suivre, même si les *invest managers* publics ne sont pas représentés à tous les conseils.

Par conséquent, les investisseurs publics ne consacrent pas le même temps que le Privé pour chaque start-up et peuvent donc moins se pencher sur leurs problèmes quotidiens. L'aide apportée sur les différents sujets tels que le recrutement, la stratégie, l'internationalisation ou le développement commercial sont donc certainement discutés mais probablement moins approfondis.

1.5 La différence du focus géographique des fonds et de la taille des pays

Même si la plupart des fonds publics ont affirmé qu'ils n'avaient pas d'obligations fermes de devoir investir uniquement dans leur pays ou région, les investissements réalisés à l'extérieur de leur entité sont rares. Ceci a plusieurs conséquences quant aux profils des *investment managers*. En effet, les investisseurs les plus ambitieux préféreront couvrir une zone plus importante et ne pas se limiter à un territoire géographique. Ensuite, le fait de n'investir que dans un pays ou une région limitée ne permet pas facilement de comparer les startups entre elles et donc ne permet pas un investissement optimal. Alors que les fonds privés interrogés investissaient tous dans plusieurs pays, ce qui leur permet de réaliser un *benchmarking* plus efficace, des fonds publics n'ont pas cette possibilité. Ceci est d'autant plus difficile pour des fonds publics présents sur des territoires restreints.

2 Propositions

L'objectif de cette section est de proposer certaines dispositions qui pourraient être implémentées tant d'un point de vue stratégique qu'opérationnel dans les fonds d'investissements publics liés au numérique.

Les propositions sont formulées autour de quatre axes :

- La mise en place de deux catégories de fonds d'investissement publics ;
- L'élargissement de la zone géographique d'investissement des fonds publics grâce à des fonds européens ;
- Une adaptation des comités d'investissement ;
- La transparence au niveau des conditions d'investissement.

2.1 Différenciation des fonds d'investissements en fonction du potentiel

Comme nous l'avons vu, la difficulté principale qui émane de l'investissement des fonds publics est qu'ils ne jouissent pas d'une reconnaissance forte auprès des fonds privés. Ces derniers ne peuvent faire la distinction du potentiel des jeunes sociétés financées par des fonds gouvernementaux.

Certains pays ou organismes ont mis en place différents mécanismes qui permettent d'encourager l'investissement des fonds privés dans les meilleures startups qu'ils soutiennent. L'institution Tekes (Finlande) a, par exemple, créé le label des « *young innovative companies* ». Il s'agit d'un groupe restreint de startups, une trentaine par année (dont 43% dans le digital), qui bénéficient d'un financement spécifique pour un total de 1.250.000€ répartis en trois phases⁴⁴. Même si, dans ce cas, il ne s'agit pas d'investissement mais de subsides, cette sélection permet d'émettre un signal positif vers le marché. Par ailleurs, la France a mis en place, via la BPI, le *Pass French Tech*, qui est un programme destiné à soutenir les startups en hyper croissance sur le territoire et qui bénéficient de facilités spécifiques.

Inspirés de ces deux initiatives, d'autres pays pourraient distinguer, via les fonds d'investissements publics, les startups soutenues. Il pourrait donc exister un fonds d'investissement géré par le Public qui ne soutiendrait qu'un très faible pourcentage des dossiers soumis (1-1.5%) par des startups uniquement issues du numérique et serait dès lors consacré aux startups démontrant un potentiel de croissance exceptionnelle. Ce fonds public pourrait investir dès le *seed*, avec des critères stricts mais surtout avec une capacité d'investissement importante pour les tours suivants et un processus de décision plus rapide pour les *rounds* futurs. En effet, l'Europe conseille de ne pas imposer un plafond des montants investis dans une startup par un fonds. De plus, dans la revue de littérature, il était souligné que

⁴⁴ Les phases 1 et 2 portent sur un subside de 250.000€ et la dernière phase sur un subside de 750.000€, à chaque étape, les startups sont évaluées afin de savoir si elles sont « acceptées » à l'étape de financement supérieur.

les fonds publics devaient poursuivre avant tout des objectifs financiers et qu'un développement économique durable en découlerait.

Ce type de fonds pourrait, en soutenant moins de startups, apporter une qualité d'encadrement se rapprochant des fonds privés et s'entourer d'administrateurs indépendants ou co-investisseurs d'expérience qui siègeraient au sein des startups. La distinction se ferait donc au regard des perspectives de développement des startups plutôt qu'au niveau des montants investis (*seed* ou croissance), comme c'est souvent le cas. L'avantage de la création d'un tel fonds avec de tels objectifs permettrait aux sociétés à fort potentiel d'attirer plus d'investisseurs de qualité ainsi que de meilleurs employés. Cette initiative aura pour conséquence une croissance plus soutenue des « champions » qui créent le plus d'emplois nets dans une région ou un pays.

En plus de ce fonds, les pays ou régions doivent conserver les fonds actifs actuellement, liés à d'autres instances ou fonds publics. Ceux-ci pourraient garder un taux d'acceptation de dossiers plus large. Le Public demeure un soutien aux sociétés qui peuvent créer de l'activité économique dans un pays même si celles-ci ne sont pas considérées comme des « pépites ».

La création d'une telle structure annexe aux fonds publics existants permettrait de continuer de soutenir l'économie tout en servant de filtre et de soutien puissant à la croissance des startups prometteuses d'un territoire. Cependant, le fait qu'une startup ne soit pas financée par ce fonds plus sélectif dans un premier temps, ne devrait jamais l'empêcher d'être financée par celui-ci si la croissance ou des besoins de financements plus intenses se manifestaient ultérieurement.

2.2 Elargir la zone d'investissement des pays ou régions de tailles plus réduites

Un problème qui semble survenir, surtout dans les pays de taille plus réduite, est la quantité de startups présentes sur un territoire donné. En effet, la qualité et la quantité du *dealflow* sont des éléments capitaux pour les fonds d'investissement. Dès lors, un fonds public qui opère dans un pays ou une région limitée est souvent désavantagé par rapport à ces homologues de contrées plus vastes. C'est pourquoi les fonds d'investissements privés européens ont souvent pour habitude de couvrir une zone géographique qui ne se limite pas à un seul pays ou à une seule région. Le fait que le Public soit cantonné à un périmètre, peut avoir une influence sur sa performance et son attractivité auprès des entrepreneurs et *investment managers*.

Comme cela a été souligné plus haut, si un fonds investit dans une zone plus large, les possibilités sont plus nombreuses et l'envie pour un investisseur de travailler pour un tel fonds

se voit augmentée. Elargir la zone d'investissement permettrait donc aux fonds publics de pays ou région restreints d'attirer des investisseurs plus ambitieux.

Dans le cas de notre continent, il pourrait être envisagé que l'Union Européenne, via l'EIF⁴⁵ par exemple, fournisse des moyens supplémentaires à certaines nations ou régions afin que celles-ci puissent couvrir une zone d'investissement dépassant leurs frontières. Cela permettrait à certains fonds d'avoir un *dealflow* suffisamment important afin d'apporter de la qualité supplémentaire et surtout une possibilité de *benchmarking* renforcé, entre les startups. De plus, le co-investissement international de fonds publics permettrait aux *investment managers* d'élargir leur réseau et d'appliquer les *best practices* de fonds étrangers. En effet, il est difficilement concevable à l'heure de l'Europe et de l'espace Schengen que certaines régions soient cantonnées à leurs frontières dans un domaine tel que le digital. Dès lors, l'Union Européenne pourrait donc intervenir dans les fonds publics afin que ceux-ci diversifient, géographiquement, leurs investissements.

2.3 Les comités d'investissement des fonds publics

Comme il a pu être constaté, il existe une différence entre la sélectivité des fonds privés et publics dans la composition de leurs comités d'investissements. En effet, le comité d'investissement des fonds privés sont composés uniquement des *partners* et donc des personnes qui siègeront au conseil d'administration des startups investies. Ce n'est, souvent, pas le cas dans les fonds publics. Ils pourraient dès lors donner un droit de vote, ou de parole, à l'*investment manager* qui devra siéger au conseil de la startup. Par ailleurs, il serait préférable que les personnes qui composent ce comité soient tous des spécialistes du digital (entrepreneurs, experts, investisseurs) afin qu'ils comprennent les tenants et aboutissants des problématiques des startups rencontrées. De plus, dans le cas d'investissement en *seed*, il pourrait être intéressant d'intégrer au comité, des Venture Capitalistes étrangers pour préserver une certaine neutralité et que ceux-ci puissent donner une indication sur la capacité d'une startup de recevoir, dans le futur, des financements de fonds privés. Cette pratique est d'ailleurs d'application dans le comité de Tekes. Comme dans les fonds privés, les comités d'investissement publics devraient aussi idéalement rencontrer physiquement les entrepreneurs ou dirigeants de startups lorsqu'ils doivent prendre la décision finale de financement.

⁴⁵ European Investment Fund est une branche de la Banque Européenne d'Investissement et a pour mission de soutenir le développement des PME industrielles et commerciales européennes, via une activité de fonds de fonds notamment.

En résumé, un comité d'investissement d'un fonds public digital devrait inclure la personne qui représentera le fonds au conseil d'administration de la startup, des experts du numérique (ceux-ci pouvant venir ou non du fonds public⁴⁶), un fonds privé étranger et une personne du Public garantissant le bon fonctionnement et la bonne gouvernance lors de la prise de décision.

2.4 Publication des conditions d'investissement

Les fonds d'investissement publics pourraient jouer le rôle d'éducateur des conditions de levées de fonds. En effet, le secteur du numérique est l'objet de fantasmes de la part de personnes qui perçoivent le digital comme un domaine dans lequel les valorisations, et les conditions d'investissement, sont démesurées et donc attirantes. De plus, de nombreux entrepreneurs sont encore ignorants en ce qui concerne les valorisations des startups ou les clauses dans les conventions d'actionnaires, par exemple.

Les fonds publics, qu'ils soient locaux, régionaux ou nationaux soutiennent un nombre important de startups du numérique. Cela leur permet d'accumuler des données sur les conditions d'investissements, les multiples utilisés pour les valorisations par segment, les montants investis aux différents stades d'évolution, etc. Comme ces informations ne sont pas publiques, les entrepreneurs du digital ont souvent des difficultés à connaître les attentes des investisseurs. Les fonds publics pourraient publier les tendances et conditions, comme les marchés boursiers le font régulièrement car cela permettrait une meilleure transparence dans le secteur du Venture Capital (et *business angel*) dans le digital. Ceci est d'autant plus important que les chiffres qui circulent actuellement proviennent souvent des Etats-Unis, et que ce marché fonctionne selon d'autres critères que les nôtres.

⁴⁶ Dans la configuration où un ou plusieurs membres du jury ne viendraient pas du fonds public directement, une attention particulière devrait être portée quant à l'indépendance et l'éthique.

Conclusion

1. Résumé de l'étude

L'objectif de l'étude était de comprendre les méthodes de fonctionnement des fonds d'investissements publics dans les startups digitales afin d'en tirer des enseignements pour que ceux-ci soient reconnus comme partenaires avisés auprès des Venture Capitalistes privés.

Premièrement, la recherche exploratoire réalisée a mis en évidence la réalité des fonds d'investissement qu'ils soient privés ou publics. Ensuite, nous avons porté une attention particulière aux différences de comportements et d'objectifs poursuivis par ces fonds. La section suivante a décrit les trois types d'intervention du Public, à savoir : l'investissement direct, le co-investissement ou les fonds de fonds. Le sous-chapitre subséquent expliquait les différentes phases de financement auxquelles sont confrontées les startups en *early stage* : le *pre-seed* (démarrage), le *seed* (amorçage) et le développement (*growth* ou croissance). Afin de donner au lecteur la vue la plus complète possible, la revue de littérature comportait également une section sur les différentes tailles des fonds d'investissement et la différence régionale dont il faut tenir compte quand on veut comprendre le financement en capital dans les startups.

Le lecteur a pris connaissance des résultats recueillis au sujet des trois questions de recherche de ce travail. Concernant le processus d'investissement, peu de différences entre le Privé et le Public sont à relever si ce n'est une dimension relative au comité d'investissement et une analyse moins soutenue et fouillée de la part du Public. La question relative au support apporté aux startups une fois investies a révélé une dissemblance au niveau de l'intensité entre les fonds privés et publics. Enfin, quant à savoir si les fonds liés au gouvernement étaient reconnus comme des partenaires de qualité par les autres investisseurs ou par les entrepreneurs, les réponses étaient plutôt négatives. Cependant, la professionnalisation du Public était soulignée.

De l'enquête, il ressort, et ce sans surprise, que le taux de startups financées par rapport au nombre de sollicitations est plus important auprès des fonds publics. Ceci s'explique, notamment, par le soutien à l'économie mais aussi par une couverture de plus de domaines que ne le fait le Privé. Les fonds publics ont un rôle quant à la communication et la dynamisation d'un écosystème de startups, ce qui a pour conséquence possible le soutien à plus de projets. Ensuite, nous avons discuté le rôle des *investment managers* et son implication car celle-ci peut expliquer la différence de qualité perçue lorsqu'un investissement vient du Privé ou du Public.

2. Implications de l'étude

Pour amener une dimension supplémentaire aux résultats et aux interprétations de ces derniers, quatre propositions furent formulées.

La première concerne la création de fonds publics dédiés au numérique, qui ne se concentreraient que sur les jeunes sociétés au potentiel exceptionnel, avec des critères de sélection stricts et avec un accompagnement plus intense grâce à la sélectivité.

La seconde propose, pour les pays de plus petite taille, de solliciter des fonds européens afin de pouvoir financer des startups hors de leurs frontières et d'être actif sur une zone d'investissement plus large, permettant un meilleur *benchmarking* et une collaboration plus aboutie avec des fonds étrangers.

La troisième suggère de composer un comité d'investissement de fonds publics majoritairement de spécialistes du numérique. Ce comité devrait recevoir physiquement la startup qui sollicite un financement et intégrer dans la prise de décision l'*investment manager* en charge du dossier ainsi que la personne qui siègera au conseil d'administration. Le cas échéant, un fonds privé étranger, qui pourrait amener une autre perspective et de la neutralité, prendrait part au comité.

Enfin, le Public pourrait, dans un rôle d'éducateur des entrepreneurs et de moteur d'un écosystème, publier les conditions d'investissement des tours de financement auxquels ses fonds ont participé.

3. Limites et suggestions futures

Le présent travail n'avait pas pour but d'établir une comparaison de la performance des fonds privés et publics mais de s'intéresser à leurs modes de fonctionnement respectifs et de comprendre la perception que le Privé a des startups soutenues par le Public.

Avoir interrogé tant des entrepreneurs, que des fonds publics et privés de pays différents et de ne pas avoir étudié un pays en particulier ou chaque pays séparément, est une première limitation. Il se peut que dans certains pays, les fonds publics sont mieux considérés que dans d'autres et que certains pays se distinguent également par leur attitude face à l'investissement dans les startups. La méthodologie de l'étude ne permet pas de les distinguer. Pourtant, cette donnée permettrait de mieux comprendre les *best practices*.

Par ailleurs, avoir interrogé les fonds et leurs avoir demandé leur opinion ou leur manière de travailler sans l'avoir observé apporte un autre biais, à savoir qu'il n'est pas possible de vérifier si ce qui a été discuté ou affirmé est toujours avéré dans le fonctionnement des fonds.

Il faut souligner la concurrence qui existe entre les fonds privés et publics même si ceux-ci sont souvent liés. Bien que leurs remarques n'étaient pas toutes négatives, des fonds privés peuvent s'être mis en avant et avoir profité d'une réputation historiquement plus faible des fonds publics. L'inverse est vrai également. Les fonds publics ont pu vouloir donner une meilleure image et sembler agir « comme le Privé ».

Un autre biais concerne la disparité possible des fonds publics interrogés. En effet, alors que Veraventure (Finlande) existe depuis 2005, le W.IN.G (Wallonie) a été créé en 2016 (même si la SRIW a investi dans plusieurs startups digitales par le passé). Les différences de réponses fournies tiennent peut-être plus à la maturité de l'expérience dans le numérique qu'à l'appartenance à un acteur public ou non.

Ce travail ne s'intéresse qu'à l'avis et aux pratiques de fonds privés. Le but est, effectivement, de connaître les dissimilitudes dans les processus et d'en profiter pour connaître leur perception d'une startup lorsqu'elle est financée par un fonds public. Il se peut que si les enquêtes et interviews avaient été réalisées auprès de *business angels*, qui investissent également aux côtés des fonds publics, les résultats auraient été différents. En effet, les fonds publics ont l'avantage d'être des professionnels du financement, ce que ne sont pas toujours les *BA's*.

D'ailleurs, il serait intéressant de réaliser une étude sur la perception qu'ont les *business angels* de l'investissement des fonds publics dans les startups digitales.

Ce travail traite des startups du digital. On peut également s'interroger sur le rôle du Public dans l'investissement dans d'autres domaines comme le biotech ou les *life sciences*, par exemple.

Le rôle du Public dans les phases de démarrage ou de *late stage* est un autre sujet à explorer car les effets des investissements, des risques et de l'accompagnement à ces stades ne sont pas les mêmes que dans le *seed* et la croissance.

Les points d'attention de ce travail de fin d'études portent sur l'investissement en capital. Par la suite, quelqu'un pourrait s'intéresser à l'efficacité, le processus de décision, etc dans le cadre de l'obtention de subsides dans ce même domaine ou étudier la manière de financer ces startups par de la dette.

Enfin, un futur travail pourrait se pencher sur la différence de performance de la rentabilité, du retour sur investissement des fonds publics et privés dans le digital.

Bibliographie

- Alemany, L., & Villanueva, J. (2014). *Early-stage investors' criteria and new venture financial performance are they related?* ESADE-Universitat Ramon-Llull.
- Alperovych, Y., Hübner, G., & Lobet, F. (2014). *How does Governmental vs. Private Venture Capital Backing Affect a Firm's Efficiency? Evidence from Belgium.*
- Baeyens, K., Manigart, S., & Verschueren, I. (2003). *Financing and investment interdependencies in unquoted belgian companies: the role of venture capital.* Bruxelles: Banque Nationale de Belgique.
- Bertoni, F., Croce, A., & Guerini, M. (2012). *The effectiveness of public venture capital in supporting the investments of European young high-tech companies.* Pisa.
- Bocken. (2015). Sustainable venture capital e catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 12.
- Bogas, P., & Barbosa, N. (2013). *High-Growth Firms: What is the Impact of Region- Specific Characteristics? ”.* Braga: Universade Do Minho.
- Clarysse, B., & Bruneel, J. (2005). *Nurturing and Growing Innovative Start-ups : The Role of Policy as Integrator.* Gent: IWT Observatory.
- Cumming, D., & Johan, S. (2007). Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship*, 32.
- d'Alessandro, L., Giorgino, M., Monda, B., & Santandrea, M. (2012). *The Growth of Family Firms: An Innovative Model Based on Public-Private Partnership.* Milano: Politecnico di Milano, Management, Economics and Industrial Engineering Department.
- de Blasio, G., Fantino, D., & Pellegrini, G. (2011). *Evaluating the impact of innovation incentives: evidence from an unexpected shortage.* Rome: Banca D'Italia.
- Douglas. (2009). *The new venture financing with special emphasis on seed and risk capital.* Barcelona: Departament d'Economia de l'Empresa.
- Friar, J., & Meyer, M. (2003). Entrepreneurship and start-ups in the Boston region: Factors differentiating High-Growth Ventures from Micro-Ventures. *Small Business Economics*, 7.
- Fukanuma, H., Nemoto, T., & Watanabe, W. (2006). *Do governmental financial institutions help startups grow? Evidence from Japan.* Tokyo: Research Institute of Industries, Economy and Trade (RIETI).
- Grilli, L., & Murtinu, S. (2011). *New technology-based firms in Europe: market penetration, public venture capital and timing of investment.* Milan.
- Groh, A. P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2010). The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indices. *Journal of Corporate Finance*, 97.

- Halme, J. (2013). *START-UP –FINANCING IN FINLAND*. Jyväskylä : Jamk University of Applied Sciences.
- Kräussl, R., & Krause, S. (2009). *Has Europe Been Catching Up? An Industry Level Analysis of Venture Capital Success over 1985 – 2009*. European Financial Management.
- Leleux, B., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 81-104.
- Lerner, J. (1999). The Government as Venture Capitalist: The Long-run Effects of the SBIR Program. *The Journal of Business*, 285-318.
- Lerner, J., & Watson, B. (2007). *The Public Venture Capital Challenge: The Australian Case*. Harvard University.
- Littunen, H., & Miettinen, M. (2013). Factors contributing to the success measured by two dimensions or multi dimensions in micro startup firms. *Entrepreneurship Research Journal*, 20.
- Manigart, S., Seghers, A., & Vanacker, T. (2012). FOLLOW-ON FINANCING OF VENTURE CAPITAL BACKED COMPANIES. Dans D. Cumming, *The Oxford handbook of venture capital* (p. 1031). New York: Oxford University Press.
- Meyer, T. (2007). *The Public Sector's Role in the Promotion of Venture Capital Markets*. Tokyo: Development Bank of Japan.
- Munari, F., & Toschi, L. (2009). *Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom : Do regional characteristics matter?*
- Munari, F., & Toschi, L. (2015). Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter? . *Journal of Business Venturing*, 205-226.
- Murray, G., & Marriott, R. (1998). Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor? *Research Policy*, 947-976.
- Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2011). *Investment cycles and startup innovation*. Boston: Harvard Business School.
- Nesta. (2009). *From funding gaps to thin markets. UK Government support for early-stage venture capital* . Londres: Nesta.
- OCDE. (1997). *Government venture capital for thecnolgy based firms*. Paris: ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT.
- OCDE. (2011). *Financing High-Growth Firms The role of Angel Investors*. OECD iLibrary.
- Rayna, T., & Striukova, L. (2009). Public venture capital: missing link or weakest link? *Int. J. Entrepreneurship and Innovation Management*, 13.
- Silva, F., & Wilson, K. (2013). *Policies for Seed and Early Stage Finance*. Paris: OECD Publications.

- Stam, E., Suddle, K., Hessels, S. J., & van Stel, A. J. (2009). High growth entrepreneurs, public policies and economic growth. *International Studies in Entrepreneurship*, 91-110.
- Szerb, L., Rappai, G., & Terjesen, S. (2007). Seeding new ventures-- green thumbs and fertile fields: individual and environmental drivers of informal investment. *Venture Capital*, 257-284.
- Takalo, T., & Tanayama, T. (2010). Adverse selection and financing of innovation: is there a need for R&D subsidies? *Journal of Technology Transfer*, 16-41.
- Technopolis. (2011). *The role of different funding models in stimulating the creation of innovative new companies. What is the most appropriate model for Europe*. Tallinn: Technopolis.
- Toole, A., & Turvey, C. (2009). How does initial public financing influence private incentives for follow-on investment in early-stage technologies? *The Journal of Technology Transfer*, 43-58.
- Zhao, B., & Ziedonis, R. (2013). *State Governments as Financiers of Technology Startups: Implications for Firm Performance*. Working Paper.

Lexique

Bridge funding : Financement reçu, généralement par les investisseurs actuels d'une société sous la forme d'une dette ou dette convertible, afin d'atteindre un *milestone* particulier ou de continuer ses activités jusqu'à un prochain tour de financement.

Board : Conseil d'administration.

Bootstrap : Situation dans laquelle un entrepreneur démarre une société avec peu de capitaux. On considère qu'une personne *bootsrtappe* quand elle bâtit son entreprise avec des finances personnelles ou avec l'argent généré par l'activité elle-même ou une activité annexe.
(Investopedia)

Business angel : Il s'agit d'un bailleur de fonds privé (personne physique) qui investit personnellement dans le capital de sociétés non cotées en bourse. Les Business Angels, pour la plupart entrepreneurs eux-mêmes, s'impliquent généralement dans les projets dans lesquels ils investissent, en coachant les entreprises, en leur faisant bénéficier de leurs compétences, de leur expérience, de leur temps, de leurs réseaux, etc. (1819.be)

Business model : La représentation systémique et synthétique de l'origine de la valeur ajoutée d'une entreprise et de son partage entre les différentes parties prenantes, sur une période et pour un domaine d'activité clairement identifiés. (Wikipedia)

Business to consumer (B2C) : Définit une entreprise qui vend des produits ou services à destination de particuliers.

Business to business (B2B) : Définit une entreprise qui vend des produits ou services à destination d'autres entreprises.

Carry : Le carry est le bonus qui est payé en plus du management fee au personnel d'un fonds de Venture Capital si celui-ci a surperformé.

Dealflow : Terme utilisé par les investisseurs afin de définir le flux du nombre de dossiers qu'ils reçoivent.

Due Diligence : Analyse approfondie d'une entreprise avant de réaliser un investissement. Elle comprend, entre autres, l'analyse de l'équipe de gestion, de la technologie utilisée, des produits développés ainsi que la viabilité du business modèle.

Early stage : L'*early stage* concerne les premières phases de financement d'une startup. Certains distinguent l'*early stage* du *seed funding* en ce sens qu'ils considèrent que l'*early stage* commence au premier tour d'investissement institutionnel. Pour une plus grande homogénéité, dans ce travail, l'*early stage* couvrirait la phase de démarrage au premier financement institutionnel.

Enterprise : Le secteur de l'*enterprise* est celui de la vente aux grands comptes, aux grandes entreprises.

Equity : Investissement en capital.

Family Office : Un family office est généralement constitué sous la forme d'une société en mains privées et aide les familles fortunées dans la gestion, l'organisation et la préservation de leur patrimoine. (Switzerland-family-office.com)

Fear of Missing out : La peur de rater quelque chose définit un sentiment qui peut animer certaines personnes qui craignent de rater une belle opportunité qu'elle soit financière ou sociale.

Follow-on round : Le follow-on round constitue le tour de financement suivant un investissement précédent. Souvent, des investisseurs réservent une partie de leur fonds afin de pouvoir prendre part à plusieurs *rounds* dans une startup.

Funding : Financement.

Fusion & acquisition (F&A) : *Merger and Acquisition (M&A)* en anglais, recouvre les différents aspects du rachat du capital d'une entreprise, d'une division d'entreprise, voire d'actifs, par une autre entreprise. (Wikipedia)

Hardware : Ensemble de l'équipement matériel, mécanique, magnétique, électrique et électronique, qui entre dans la constitution d'un ordinateur, ou des machines de traitement de l'information en général. (cntrl.fr)

Initial Public Offering (IPO) : Introduction en bourse.

Internal Rate of Return (IRR) : Mesure la rentabilité d'un investissement et utilise la même technique que la *net present value* pour se calculer. (Investopedia)

Investment manager : Investisseur qui est en charge de l'instruction des dossiers dans un fonds d'investissement et qui siège parfois au conseil d'administration des sociétés investies.

Late stage : Le financement des sociétés en *late stage* concerne les startups qui ont démontré la viabilité de leur *business model* et font preuve d'une forte croissance. Ce financement a lieu avant une IPO. (Investopedia et Microventures.com)

Lean : Système visant à générer de la Valeur Ajoutée maximale au moindre coût et au plus vite, ceci en employant les ressources juste nécessaires pour fournir aux clients ce qui fait de la valeur à ses yeux. (Christian Hohman)

Life style business : Un business « *life style* » est souvent géré par ses fondateurs uniquement et a été constitué afin de garantir un certain niveau de revenu à son créateur mais sans plus, permettant au dirigeant un certain confort de vie. (Wikipedia)

Limited Partners (LP) : Investisseur sous la forme de « fonds de fonds » qui investissent dans d'autres fonds d'investissement. Des *limited partners* « classiques » sont des fonds de pension, des *family offices* mais aussi des fonds liés à des gouvernements.

Management fees : Les management fees constituent la rémunération du *staff* d'un fonds de Venture Capital.

Managing Partner / General Partner : Investisseur qui gère le fonds et qui endosse les responsabilités de la performance de celui-ci, souvent appelé « *partner* ».

Minimum Viable Product (MVP) : Le produit minimum viable est une stratégie de développement de produit, utilisée pour de rapides et quantitatifs tests de mise sur le marché d'un produit ou d'une fonctionnalité. (Wikipedia)

Moral hazard : L'aléa moral désigne un effet pervers qui peut apparaître dans certaines situations de risque. C'est plus précisément la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement lui-même exposé au risque. (Wikipedia)

Net present Value : La valeur actuelle nette est un flux de trésorerie actualisé représentant l'enrichissement supplémentaire d'un investissement par rapport au minimum exigé par les apporteurs de capitaux. (Wikipedia)

Portfolio Company : Société qui est dans le portefeuille d'un fonds d'investissement. Société investie par ce fonds d'investissement.

Round : tour de financement

Software as a Service (SAAS) : Modèle d'exploitation commerciale des logiciels dans lequel ceux-ci sont installés sur des serveurs distants plutôt que sur la machine de l'utilisateur. Les clients ne paient pas de licence d'utilisation pour une version, mais utilisent librement le service en ligne ou le plus généralement payent un abonnement. (Wikipedia)

Scalable : Est un modèle facilement reproductible et extensible, qui lui donne la possibilité de s'étendre sur plusieurs marchés géographiques rapidement tout en connaissant des coûts marginaux de production quasi nuls.

Scale-up : La *scale up* peut être considérée comme la phase dans la vie d'une société après celle de la start-up. Il s'agira souvent de sociétés plus matures, qui maintiennent une certaine croissance malgré une taille d'entreprise plus importante, tout en gardant leur innovation.

Sélection adverse : La sélection adverse ou antisélection est un phénomène statistique et économique qui joue un rôle important notamment dans les domaines de l'assurance et de la gestion du risque, par lequel une offre faite sur un marché aboutit à des résultats inverses de ceux souhaités, à cause d'asymétries d'information.

Spillover effects: Externalités positives.

Term sheet : La *term sheet* ou lettre d'intention est un document qui synthétise les différentes clauses qui seront reprises dans le pacte d'actionnaires final. Il a généralement peu de valeur juridique si ce n'est qu'il marque un accord d'investissement entre le fonds et la startup d'aboutir rapidement à un accord et de ne plus poursuivre des discussions avec d'autres fonds d'investissement.

Traction : Ce terme désigne la capacité qu'a une startup, ou le produit de cette startup, à toucher ses premiers clients, faire parler, et attirer de plus en plus d'utilisateurs. La traction est un indicateur que le produit que l'on a mis au point plaît au marché et a donc une chance de survivre. (<http://www.guilhembertholet.com/>)

Table des matières

| | |
|---|-----------|
| Introduction | 1 |
| 1. Eléments de contexte..... | 1 |
| 2. Le but de la recherche | 2 |
| 3. Objectifs et questions de recherche | 2 |
| 4. Les contributions | 3 |
| 5. Structure du travail de fin d'études | 3 |
| Chapitre 1 : Revue de littérature | 5 |
| 1. Le venture capital ou fonds d'investissement à risque..... | 5 |
| 2. Le rôle et les objectifs du Public dans le financement | 8 |
| 2.1 <i>Le rôle du Public dans le financement</i> | 8 |
| 2.2 <i>Les objectifs du Public dans le financement</i> | 9 |
| 3. La différence de comportement des investisseurs publics et privés..... | 10 |
| 4. Les différentes formes d'interventions du Public | 13 |
| 4.1 <i>L'investissement direct</i> | 13 |
| 4.2 <i>Les « fonds de fonds » et fonds hybrides</i> | 14 |
| 4.3 <i>Les co-investissements Privé-Public</i> | 15 |
| 5. L'effet de « certification » apporté par le Public..... | 16 |
| 6. Equity gap et cycle de financement..... | 17 |
| 6.1 <i>Equity Gap</i> | 17 |
| 6.2 <i>Le cycle de financement des startups</i> | 18 |
| 7. L'aspect régional | 20 |
| 8. La taille des fonds d'investissement..... | 22 |
| Chapitre 2 : Méthodologie | 25 |
| 1. Recherche exploratoire..... | 25 |
| 2. Analyse approfondie afin d'en tirer des questions de recherche..... | 25 |
| 3. Détermination du type d'enquête à réaliser..... | 25 |
| 4. Entrevues | 26 |
| 5. Le traitement des données | 26 |
| Chapitre 3 : Résultats de l'enquête..... | 27 |
| Question 1 : Le processus de sélection des fonds d'investissements privés et publics du numérique diffèrent-ils ? | 27 |
| Question 2 : Les fonds publics ou privés connaissent-ils des divergences quant à l'aide apportée aux startups ? | 30 |
| Question 3 : Les investisseurs publics apportent-ils un label de qualité aux startups ? | 31 |

| | |
|--|-----------|
| Chapitre 4 : Discussions et propositions | 35 |
| 1 Interprétation des résultats | 35 |
| 1.1 <i>Le taux d'acceptation</i> | 35 |
| 1.2 <i>L'effet de réputation des fonds publics</i> | 36 |
| 1.3 <i>La composition du comité d'investissement</i> | 37 |
| 1.4 <i>L'accompagnement des startups post-investissement</i> | 38 |
| 1.5 <i>La différence du focus géographique des fonds et de la taille des pays</i> | 39 |
| 2 Propositions | 39 |
| 2.1 <i>Différenciation des fonds d'investissements en fonction du potentiel</i> | 40 |
| 2.2 <i>Elargir la zone d'investissement des pays ou régions de tailles plus réduites</i> | 41 |
| 2.3 <i>Les comités d'investissement des fonds publics</i> | 42 |
| 2.4 <i>Publication des conditions d'investissement</i> | 43 |
| Conclusion..... | 45 |
| 1. Résumé de l'étude | 45 |
| 2. Implications de l'étude | 46 |
| 3. Limites et suggestions futures | 46 |
| Bibliographie..... | 49 |
| Lexique | 53 |
| Table des matières | 57 |
| Annexes | I |
| Annexe 1 : Profil des personnes interrogées | I |
| Annexe 2 : Retranscription des interviews | III |

Annexes

Annexe 1 : Profil des personnes interrogées

Bert Baeck : Co-fondateur de la société D-Square. D-square, spin-off de la Katholiek Universiteit Leuven, a levé plusieurs tours de tables auprès d'investisseurs publics tout d'abord (2,5M€ auprès de la Limburg Rennovatie Maatschapij et de Participatie Maatschapij Vlaanderen). En 2015, ils ont réalisé une nouvelle levée de fonds auprès de fonds privés et publics (Fortino, Jurgen Ingels,...)

Ruth Cremer : Investment Manager auprès du High-Tech Gründerfonds. Ce fonds public allemand peut investir quasiment seul dans un projet, avec une intervention plafonnée à 600.000€ pour un premier tour. Le fonds peut investir jusqu'à 2M€ par projet. Le seul engagement que doit prendre l'entrepreneur est d'apporter 10% de l'investissement de départ (qui peut être soutenu par un business angel ou un privé). La société ne doit pas exister depuis plus d'un an. Par ailleurs, le fonds investit de deux manières, tout d'abord en dette convertible ($\leq 600k€$ pour $\leq 15\%$) ou en « effet miroir » avec des investisseurs privés.

Marc Fournier : Partner au sein du fonds Serena Capital. Serena Capital est un fonds français qui a deux véhicules d'investissement et est en passe d'en lancer un troisième. Serena I (lancé en 2008) avait 15 investissements et Serena II en avait 8 au moment de l'interview. Ils peuvent investir partout en Europe. Leurs LP's sont tant des institutionnels (banques et assurances) que des particuliers ou du public (BPI/EIF/SRIW). La répartition est de 40% Public – 60% Privé.

Véronique Jacq : Directrice de la Banque Public d'Investissement. La BPI a une activité de fonds de fonds plus importante que son activité de fonds direct. Sur l'année 2015, il y a eu 685M€ injectés dans des fonds hybrides. Ils essaient d'investir plus de 50% dans certains fonds qui ne seraient pas assez soutenus par le privé. Ces fonds de fonds investissent tant dans le seed que le VC ou le Cap dev. Le plus gros de l'investissement de la BPI se situe au niveau de l'activité de fonds de fonds. En 2010, un fonds de fonds pour l'amorçage (FNA) a été lancé d'une taille de 600M€ investis sur 5 ans avec un soutien à des fonds comme Isai, Elaia, Partech,... Cependant, la BPI investit également en direct pour des montants importants.

Vincent Jocquet : COO de Sentiance. Sentiance est une société qui a réalisé un premier tour en pre-seed Capital (50-100k€) en 2012. L'idée de départ était une application en B2C (à l'époque : Arguslabs). Lors de ce changement de business model, ils ont réalisé un nouveau

tour de financement. Ils ont levé auprès de VC's car le premier tour institutionnel était de plus d'1M€. Leurs investisseurs sont des fonds privés (Samsung Venture, Volta Ventures, Qbic).

Petri Laine : Directeur d'investissement auprès de Vera Ventures. Finnvera est un fonds lié au gouvernement finlandais qui a des activités de prêts et d'investissements. Vera Ventures est le fonds Ventures qui investit en fonds de fonds dans des fonds régionaux, des accélérateurs. Vera Ventures est un fonds qui perçoit des management fees de Finnvera. Le fonds a été doté en 2005 de 13.000.000€, il est aujourd'hui de 146.300.000€ dont 35.000.000€ de l'Europe.

Romain Lavault : *Partner* auprès du fonds Partech Ventures. Il est en charge de l'activité *seed* du fonds qui investit en Europe et USA. Le premier fonds d'amorçage lancé en 2013 était doté de 30.000.000€. Aujourd'hui Partech Entrepreneur II est un fonds de 60.000.000€ qui investit entre 300.000€ et 1.000.000€, principalement dans des sociétés qui n'ont pas encore de chiffre d'affaires. Partech a d'autres véhicules, en *growth* (Investissements de +10M€) et en *Venture* (1-10M€). Il a été élu meilleur fonds français de l'année 2015.

Frank Maene : *Partner* des fonds Volta Ventures et Hummingbird Ventures. Volta Ventures est un fonds lancé en 2015 et doté de 55.000.000€, il investit dans le Benelux avec des tickets commençant à 250.000€. Volta Ventures est un fonds spécialisé dans l'ICT et le Software pour la région du Benelux en early stage (Seed & Serie A). Ils ont reçu du financement de la part de PMV, EIF et de plusieurs business angels.

Joris Noreillie : CFO de la société Neoscores. Neoscores a levé un premier tour de table de 2.000.000€ auprès de *business angels*, via le *crowdfunding* et via les fonds SOFI, PMV et Theodorus III.

Olivier Vanderijst : Président du comité de direction de la Société Régional d'Investissement Wallon (S.R.I.W.) et du nouveau fonds Numérique Wallonia Innovation Growth (W.IN.G). La SRIW investit et réalisent des prêts aux entreprises situées en Région Wallonne pour des montants supérieurs à 1.000.000€. Le W.IN.G est le fonds numérique lancé par la Région Wallonne en 2016 et doté de 50.000.000€. Le fonds investit des montants compris entre 50.000€ et 250.000€.

Annexe 2 : Retranscription des interviews

Tableau A : Le processus de sélection

| Réponses |
|---|
| Les sociétés prennent contact avec nous via un formulaire sur le site du fonds public. |
| Nous n'utilisons pas de formulaire pour être contactés par les entrepreneurs. Ils ne sont contactés que par mail car cela prouve la débrouillardise de l'entrepreneur (a-t-il seulement envoyé un mail info@, a-t-il pris la peine de trouver mon adresse e-mail ?). Le fait de demander un slide show aux entrepreneurs permet de voir s'ils connaissent par eux-mêmes les points d'attention de leur startup. Si on doit leur demander ce qu'ils doivent nous donner, ils n'ont pas/ ne doivent pas faire leur travail. Si un slide deck (12-15 slides) est envoyé alors que des éléments cruciaux sont manquants, c'est quasiment sûr que nous les supprimons de notre liste. On veut voir s'ils savent être concis dans leur approche, qu'ils comprennent l'écosystème dans lequel ils sont. Le ppt est comme une sorte de CV. Cela permet de voir aussi les points auxquels ils n'ont pas pensé. |
| Nous intervenons au point d'inflexion, juste avant que l'entreprise connaisse une forte croissance |
| Nous ne faisons pas beaucoup de publicité pour notre fonds public. C'est assez viral la manière dont les gens ont connaissance de nous. Ils s'inscrivent ensuite via un formulaire. |
| Le temps pour faire un <i>deal</i> est entre 4 et 5 mois, le plus rapide ayant été 7 semaines, ce n'est pas différent d'investisseurs privés. |
| Même si nous sommes un fonds public, nous restons très sélectifs, nous ne réalisons que 10 <i>deals</i> sur 300 demandes recevables par an en série A ou B. |
| Notre processus de fonds public est que nous faisons d'abord un premier tri sur papier. Si c'est totalement <i>out of scope</i> d'un point de vue montant ou secteur, nous ne les suivons pas (Par exemple, nous ne finançons pas l'e-commerce d'un commerçant qui voudrait aller en ligne). Ensuite, un <i>invest manager</i> , parfois avec un membre du comité d'investissement, rencontre(nt) le porteur de projet une fois afin de comprendre son dossier. Il passe ensuite devant le comité d'investissement qui reçoit un Google doc où sont partagées les informations sur les différentes startups. |

| |
|---|
| <p>Nous avons réalisé deux levées de fonds La première auprès de deux fonds publics à hauteur de 2.5M€ servait à financer l'IP (1.500.000€) et le <i>go to market</i> (1.000.000€). La seconde a été réalisée auprès de fonds publics et privés pour 5.000.000€.</p> |
| <p>Le premier focus après l'équipe est la taille du marché, la stratégie du <i>go to market</i>.</p> |
| <p>Notre processus de sélection pour notre fonds public est que nous sommes d'abord contactés par la start-up. Le comité de direction regarde si le dossier correspond à nos critères d'investissement <i>high level</i>. Ensuite, un <i>investment manager</i> rencontre les entrepreneurs et rédige un dossier assez complet (vingtaine de pages) sur l'entreprise qu'il va ensuite présenter au comité de direction. Si le comité de direction valide le dossier, il est alors présenté au conseil d'administration / d'investissement qui prend la décision finale. Les entrepreneurs ne viennent pas <i>pitcher</i> devant le comité d'investissement. Nous demandons de faire une instruction de dossier quand les montants sont plus importants.</p> |
| <p>Les fonds publics nous ont aidé très en amont, très <i>early</i>.</p> |
| <p>A chaque fois, nos tours de financement ont pris entre 6 et 9 mois à finaliser. Cela a pris plus de temps au début car nous étions nouvellement créés.</p> |
| <p>Notre <i>dealflow</i> arrive à 25% par des contacts des entrepreneurs eux-mêmes mais nous allons aussi beaucoup « à la chasse » des entrepreneurs. Par ailleurs, des incubateurs/accélérateurs amènent de nombreux dossiers de qualité puis aussi via des organismes publics. On reçoit aussi beaucoup via notre réseau car nous connaissons des entrepreneurs qui nous introduisent, nous sommes visibles à des conférences, on connaît l'écosystème. Quand nous faisons un <i>deal VC</i>, le processus est approximativement le même sauf qu'il est plus long. Alors qu'un tour de <i>seed</i> met plus ou moins 2 mois, un tour de <i>venture</i> sera aux alentours des quatre mois : 2 mois pour la TS, 2 mois pour le <i>closing</i>.</p> |
| <p>Nous avons participé à de nombreux événements de <i>pitchs</i> tant en Belgique qu'à l'étranger. Comme nous sommes membres d'un incubateur et d'un accélérateur, ils nous ont aussi mis en relation avec des investisseurs. Nous avons discuté avec plusieurs fonds et <i>business angels</i> en parallèle.</p> |
| <p>Je ne suis pas fan des <i>business angels</i> pour du <i>seed funding</i>. Je pense que l'idéal est de directement travailler avec des professionnels qui peuvent amener les bons conseils et qui font ça de leur journée. Les fonds sont plus gros et ont donc plus de capacité pour suivre aux tours suivants.</p> |
| <p>Nous préférons aller auprès d'un fonds d'investissement que des <i>business angels</i>. Nous ne sommes pas fans des BA's car ce ne sont pas des professionnels de l'investissement.</p> |

| |
|---|
| <p>Notre fond public investit annuellement 14-16M€ avec 4M€ de nouveaux investissements et 10-12 M€ de <i>follow-on</i>.</p> |
| <p>Nous investissons dans tout ce qui est technologique (plutôt numérique) car n'aime pas les sciences de la vie, biotech, etc qui ont des cycles de développement beaucoup trop long. Je ne conçois pas que l'on puisse injecter autant d'argent sans avoir une preuve de traction ou avec seulement une promesse d'achat. Plusieurs sociétés biotech vont en bourse alors qu'elles n'ont le moindre produit. Les cycles sont complètement différents, les montants sont plus importants et les réflexes ne sont pas similaires. Dans le <i>tech</i> quand les premières sommes sont investies (peu par % au biotech), il y a déjà de la matière à discuter, du CA,...</p> |
| <p>Les deals viennent de différentes sources, tout d'abord les personnes nous contactent directement, via d'autres fonds pour qui c'est <i>out of scope</i>. Comme les <i>partners</i> sont présents dans de nombreux jurys, ils ont une exposition auprès des startups qui les contactent par après. Ils vont dans les Demo Days,...</p> |
| <p>Le fonds public est intervenu très tôt dans le process</p> |
| <p>En parlant avec les investisseurs, on comprend vite ceux qui y croient vraiment, ceux qui seront impliqués. On voit ceux qui croient en le modèle ou ceux qui veulent juste continuer à discuter pour s'occuper. Ceux qui manifestent rapidement un intérêt sont ceux avec qui cela se passe.</p> |
| <p>Nous avons préféré travailler avec des fonds publics car cela dépend d'avec qui cela fonctionne humainement. Ils nous ont convaincu.</p> |
| <p>La difficulté avec le numérique est que les dossiers sont radicalement différents. Une plateforme SAAS n'est pas une <i>marketplace</i> ni n'est un projet IOT.</p> |
| <p>Le processus d'investissement pour notre fonds public commence par un formulaire, ensuite les managers le regardent, appellent l'entrepreneur et fixent un rendez-vous. Ensuite, ils en parlent en meeting où chaque startup est présentée avec un <i>one pager</i> (description de la société, l'équipe, le marché et la valorisation), ensuite ils réalisent un Investment memo (8-10 pages) et deux personnes de l'équipe se sont penchées sur le dossier et il y a un <i>good</i> et <i>bad cop</i>. Il n'y a pas besoin de voir tous les managers afin qu'une décision soit prise pour investir.</p> |
| <p>Notre processus : 1000 dossiers par an, 200 rencontres, en études 60, proposons 8TS et faisons 4 <i>deals</i>.</p> |
| <p>Le plus important reste de toute façon les entrepreneurs, les porteurs du projet. Après, que ce soient des investisseurs publics ou privés, cela change peu. On privilégiera toujours des</p> |

| |
|---|
| <p>personnes qui ont été entrepreneurs eux-mêmes mais donc si c'est un entrepreneur dans un fonds public, c'est tout aussi bon qu'un investisseur d'un fonds privé.</p> |
| <p>Pour la <i>due diligence</i>, nous laissons souvent notre partenaire privé la réaliser car ils ont souvent plus de connaissances et sont spécialistes. Si eux n'en ont pas non plus, nous mandatos une personne externe. S'il n'y a pas de <i>lead</i>, nous pouvons en partie faire la <i>due diligence</i>.</p> |
| <p>Nous essayons de ne pas demander de trop à l'entrepreneur afin qu'ils puissent facilement contacter notre fonds public via notre formulaire principal. Ensuite, nous leurs demandons de mettre en ligne un pitch deck si cela nous semble intéressant.</p> |
| <p>Par rapport au nombre de dossiers qu'on reçoit, on en rencontre moins d'1/3 et on va très vite après le premier rendez-vous vers la <i>due diligence</i>. Lors de la deuxième rencontre, nous faisons une <i>desk research</i> et appelons déjà quelques clients pour savoir ce qu'ils pensent du produit. On demande souvent une liste de quatre clients que nous pouvons appeler afin de sentir l'opinion. On veut tester auprès des clients potentiels qui viendraient de notre réseau et donc demander leur opinion.</p> |
| <p>Notre levée de fonds a duré 9 mois. Il a fallu 3 mois avant de recevoir une <i>term sheet</i> mais par après comme nous avons ajouté un fonds public, des <i>business angels</i>, du <i>crowdfunding</i>, chacun voulait ajouter une clause, regarder ce qui avait été discuté auparavant. Cela a pris plus de temps car de nombreuses parties étaient impliquées.</p> |
| <p>Si c'est du SAAS, la société doit déjà avoir quelques 10.000€ de CA ou si c'est en <i>enterprise</i> avoir des marques d'intérêts forts ou l'engagement d'un <i>corporate</i> pour un POC.</p> |
| <p>Notre processus en <i>seed</i> est que nous recevons souvent des mails des entrepreneurs. Nous faisons un meeting dans les deux semaines par un analyste. Ensuite, on regarde qui peut être son « sponsor » en interne, un <i>partner</i> ou un <i>investment manager</i>. Par après, cela peut aller très vite, on refait encore un <i>meeting</i> avec un <i>partner</i> après que les questions qu'on se posaient ont été élucidées. Après ce deuxième <i>meeting</i>, on propose une <i>term sheet</i>. On met généralement 3-4 semaines avant de proposer une <i>term sheet</i> et la <i>due diligence</i>, la période avant <i>closing</i> dure encore 4-5 semaines.</p> |
| <p>En tant que fonds public en amorçage, nous travaillons tant sur le <i>sourcing</i> proactif (en allant voir les entrepreneurs pour nous présenter même si ce n'est pas pour investir directement) que via des personnes de notre réseau. Nous avons pour habitude de travailler avec les <i>business angels</i> en amorçage et certains en qui nous pouvons avoir pleine confiance.</p> |

Nous avons eu une dizaine de rendez-vous avec notre *lead investor* avant d'avoir une *term sheet*. Nous avons toujours été en contact avec le même *investment manager* qui nous suivait mais nous avons aussi eu 3 rendez-vous avec le comité d'investissement qui était composé des *partners* ainsi que d'une banque. Le comité était tant intéressé par le *business model* que par notre *business* en général.

On regarde surtout la démo, voir comment le produit fonctionne ainsi que les *Google Analytics*, que l'on fait réviser par des partenaires de notre fonds public. Par ailleurs, on regarde au parcours des gens mais comme le milieu du numérique est très petit, tout le monde connaît tout le monde, c'est assez rare qu'on ait pas rencontré une personne lors d'un projet précédent ou avant que son projet n'ait pivoté. On approfondit uniquement si nous avons des doutes.

Très rapidement, le fond privé qui était notre *lead* a réalisé une *due diligence* sur notre produit. Ils n'ont pas été très profondément dans le code car ce n'était pas un fonds qui avait une grande expérience dans le digital mais ils ont fait beaucoup de *reference calls* auprès de clients ou d'experts de l'industrie. La *due diligence* a aussi porté sur l'IP et les différents contrats qui nous liaient à nos *freelancers*. En effet, le transfert de propriété n'était pas tout à fait *clean* au moment de l'investissement. Nous avons également fait une démo produit en compagnie de deux personnes techniques de chez nous devant le comité d'investissement. Ils ont regardé aussi les contrats d'employés mais pas réalisés de grosses interviews du management.

Notre comité d'investissement de fonds public est composé d'entrepreneurs, d'une personne représentant un fonds public et d'une banque.

Les investissements se font dans des acteurs tant régionaux que nationaux même si l'objectif est que si l'investissement est fait dans des fonds régionaux, ceux-ci ne soient pas limités à une région unique mais soit cross-régional, par exemple : Champagne-Ardennes-Alsace-Picardie.

Le fonds public qui a investi chez nous était moins regardant lors de la *due diligence*. Ils se sont plutôt reposés sur ce qui avait été fait par les investisseurs privés. Ils ont juste ajouté quelques remarques. Ils sont allés moins dans les détails.

En ce qui concerne la *due diligence* technique, nous faisons appel à des sociétés de notre portefeuille (les CTO's qui sont dans le même domaine d'activité) afin de faire l'*assessment* de la technologie ou nous regardons si nous avons quelqu'un en interne pour

| |
|---|
| <p>le faire ou des <i>business angels</i> que nous connaissons. Dans 50% des cas, ce n'est pas possible, alors nous faisons appel à des gens de notre réseau.</p> |
| <p>Nous réalisons les audits techniques après la TS, souvent par des acteurs privés. Nous en profitons pour partager les frais avec les investisseurs privés. Des audits financiers et business sont toujours réalisés alors que parfois le RH, la techno ou l'IP sont vérifiés. Les points d'attention sont portés sur la bonne gouvernance, l'environnement, la présence d'administrateurs indépendants au <i>board</i>.</p> |
| <p>Le fonds d'investissement public qui nous a soutenu n'avait pas d'exigence quant à la localisation de la société, contrairement à ce que font des organes de subsides.</p> |
| <p>Notre <i>due diligence</i> se porte sur trois éléments principaux : l'IP, la technologie et les finances.</p> |
| <p>Notre premier critère en tant que fonds public est la rentabilité de la société, la qualité du management, le modèle de monétisation et le marché. Si c'est très innovant, on peut prendre un risque quant à la rentabilité du projet si on pense que cela peut créer de nombreux emplois ou que cela aura une croissance exponentielle importante. Dans ce cas-là, on peut prendre plus de risques. Un dossier de quatre personnes, qui ne veulent qu'être sur le marché local, on ne soutiendra pas ou alors que si le <i>business model</i> est très consistant. Le premier critère reste donc la rentabilité du projet puis les emplois créés.</p> |
| <p>La <i>due diligence</i> est faite par nos analystes qui vont chercher des données sur le marché, <i>cruncher</i> les <i>datas</i> des startups qui nous sont présentées. En plus de cela, nous faisons toujours 3-4 calls clients de référence afin de bien comprendre ce qui est intéressant. Dans le cas du B2C, nous regardons uniquement les métriques car elles révèlent déjà beaucoup.</p> |
| <p>Les indicateurs que notre fonds public suit sont la bonne gouvernance, l'environnement, la présence d'administrateurs indépendants,</p> |
| <p>La <i>due diligence</i> sur les personnes dans lesquelles nous investissons, nous faisons quelques <i>reference calls</i> afin de s'assurer que tout soit correct.</p> |
| <p>Nous n'instruisons pas de dossier en amorçage s'il n'y a pas de marque d'intérêt d'au moins un <i>business angel</i>, nous savons que sans eux nous ne pouvons faire le tour, il est donc préférable d'attendre. En amorçage, on s'appuie sur les <i>angels</i> et leur <i>due diligence</i>.</p> |
| <p>Le processus de sélection se fait via, notamment, le réseau d'agences qui sont réparties partout sur le territoire et où des conseillers peuvent réorientés vers les bonnes solutions de financement. Ils sont aussi contactés par des intermédiaires financiers, via des incubateurs et des investisseurs ou fonds privés.</p> |

| |
|--|
| <p>Ce que nous regardons sont surtout les métriques concernant la rétention. On préférera 1000 utilisateurs qui reviennent tous les jours que 100.000 personnes qui sont venues une fois sur le site. C'est grâce à la rétention qu'on fait du chiffre.</p> |
| <p>Au niveau des critères de localisation, notre fonds public regarde uniquement s'il y a un siège d'exploitation et aussi s'ils veulent renforcer l'écosystème local en se rendant à des conférences, participer à des chambres de commerces même si nous savons que c'est peu évident vu que le numérique est très mobile.</p> |
| <p>Les trois raisons principales de refus pour nous sont : 1) l'équipe qui n'est pas complète. Nous mettons la barre très haut et comme l'idée n'est qu'une comodité, ils doivent avoir une équipe de rêve. 2) La taille du marché, surtout quand nous investissons en <i>seed</i>, le marché doit être au moins de 50 milliards car nous savons qu'en tant que startup, ils auront maximum 1% de part de marché et nous ne voulons prendre des risques si importants si les <i>returns</i> espérés ne sont pas énormes. On ne fera pas de <i>seed</i> pour un marché de 100M€. 3) Le manque de momentum. Le timing d'investissement est très important. Nous préférons investir plus tard car même si c'est plus cher, cela sera plus validé mais trop tôt, c'est ça qui est dangereux.</p> |
| <p>Comme nous sommes sur le secteur numérique, nous avons moins une approche financière que nos collègues qui font de la dette. Nous essayons surtout de comprendre l'originalité du business modèle, l'innovation technologique.</p> |
| <p>Pour la prise de décision du comité d'investissement, nous avons toujours une présentation physique ou au minimum un <i>call</i> pour que l'entrepreneur puisse se « défendre ». Il faut qu'il y ait un <i>live</i> avec l'entrepreneur.</p> |
| <p>Les deux principales caractéristiques du numérique par rapport au biotech ou à d'autres domaines est que nous avons une expertise spécifique à ce domaine, une expertise métier et une expérience professionnelle. Par ailleurs, pour le biotech par exemple, les demandes capitalistiques sont complètement différentes. Alors qu'il faut beaucoup en <i>seed</i> dans les biotech, il en faut peu en digital. Notre accompagnement et notre valeur ajoutée est donc totalement différente car si nous refaisons un tour de financement c'est que cela a été validé par le marché alors que les sociétés plus industrielles ou biotech doivent avoir beaucoup plus de moyens <i>up front</i> sans rien valider.</p> |
| <p>Le sourcing des <i>deals</i> vient des autres fonds qui veulent co-investir, de l'effet de réputation d'entrepreneurs qui prennent contact par mail, de l'introduction de gens que nous connaissons mais aussi de manière pro-active. Nous cherchons selon les tendances qui sont</p> |

| |
|---|
| <p>intéressantes les sociétés qui émergent dans le secteur avec des outils développés en interne ainsi qu'avec des DB achetées.</p> |
| <p>Notre comité d'investissement est composé de 10 <i>partners</i> tous axés vers le digital avec chacun leur spécialité dans le domaine. Tous les <i>deals</i> sont votés par les 10.</p> |
| <p>Dans notre fonds public, les dossiers sont tout d'abord <i>screenés</i> par des analystes (qui jouent également le rôle de <i>scout</i>).</p> <p>Toutes les semaines, les dossiers rentrés sont discutés et un binôme est créé autour d'un dossier, souvent, un analyste et un <i>investment manager</i>. Lors des réunions hebdomadaires, tous les dossiers sont analysés et discutés.</p> |
| <p>Nous recevons en moyenne 4500 dossiers, nous rencontrons la moitié des entrepreneurs et faisons 30-40 <i>deals</i> par an.</p> |
| <p>Comme nous co-investissons toujours avec le privé, nous agissons comme investisseurs avisés.</p> |
| <p>Au niveau des tours institutionnels (A et B), nous conseillons aux entrepreneurs de venir nous voir au même moment que les autres investisseurs car nous avons un temps d'analyse plus ou moins similaire et donc s'ils nous impliquent trop tard nous serons trop justes pour pouvoir donner un avis.</p> <p>Nous faisons en sorte d'avoir une analyse indépendante des analyses des autres fonds. Nous ne déclenchons pas automatiquement un investissement si un autre fonds investit.</p> |
| <p>Tous les membres de l'équipe reçoivent chaque dossier et chacun l'a lu en réunion du lundi quand il y a un intérêt ou non de les rencontrer. Il y a une cotation de -/0/+. Si c'est 0 ou +, on rencontre. Le souhait que tout le monde lise tous les dossiers vient du fait que chaque personne dans l'équipe connaisse les tendances et ait des <i>benchmarks</i>.</p> |
| <p>Le taux d'acceptation pour le fonds se situe à 10 dossiers sur 300 présentés. Avec le développement, d'une nouvelle poche d'amorçage, plus de dossiers pourront être redirigés. De nombreux dossiers étaient soumis mais pas étudiés car ils ne correspondaient pas aux critères d'investissements.</p> |
| <p>Concernant notre sévérité ou degré de refus, nous sommes plus souples que les fonds privés. En période de plein régime de notre fonds, nous acceptons jusqu'à 25 dossiers sur 400 par an (avec une moyenne sur les dernières années d'une quinzaine) en <i>seed et serie A</i>. Nous investissons de manière plus active que le privé (nous devons garder notre ADN public). Les raisons principales du refus sont la capacité de l'équipe, le manque de besoin du marché, un marché bouché ou le <i>time to market</i>.</p> |

| |
|--|
| <p>Au niveau du processus de décision, notre fonds public se réunit tous les mois avec l'équipe afin d'évaluer les différents projets présentés ainsi que d'envisager les besoins des sociétés déjà en portefeuille. C'est également à cette fréquence que nous rencontrons notre comité d'investissement.</p> |
| <p>Le binôme de notre fonds public va rencontrer plusieurs fois une startup afin de le comprendre, ils vont se rendre dans les bureaux afin de rechercher des infos, ils rédigent ou lisent des rapports d'analyse sur le secteur concerné mais ils ne sous-traitent pas l'analyse à du privé.</p> |
| <p>Le comité d'investissement de notre fonds public est composé d'un comité interne qui regroupe des personnes du digital, de la <i>biotech</i> et du <i>cleantech</i>. Les chargés du dossier présentent le dossier au comité qui prend sa décision. Il y a par ailleurs un conseil consultatif qui est composé de personnes représentant l'état qui vérifient les règles de bonnes conduites/pratiques.</p> |
| <p>Les points d'attention pour notre fonds public sont principalement la techno et les gens. Si ce n'est pour les dossiers SAAS où les métriques sont plus importantes, le reste est axé sur la technologie, un business modèle original ou un accès au marché plus qualifié.</p> |
| <p>Le <i>timing</i> entre le premier contact et la TS dure souvent plusieurs semaines. Cela dépend évidemment de si le dossier est chaud (concurrence). Entre la TS et le closing, 2 mois sont encore nécessaires.</p> |
| <p>Le délai entre la réception d'un dossier et la proposition d'une TS : 45 jours et entre la TS et le <i>closing</i> final, c'est encore 30 jours.</p> |
| <p>En tant qu'investisseur public, nous avons l'habitude de plus travailler avec les accélérateurs par le passé que maintenant, principalement pour des raisons de mésententes avec eux.</p> |
| <p>Le processus de sélection se fait par une première rencontre avec le responsable du dossier et après nous avons une approche <i>hands-on</i>. Le premier rendez-vous sert à se connaître, sentir l'entrepreneur, à comprendre le business dans son ensemble sans rentrer dans les détails.</p> <p>Le deuxième rendez-vous porte autour de questions spécifiques sur le business, nous creusons plus. Nous regardons au code (si nécessaire), l'orientation client, le <i>pipe</i> commercial. On pose des questions par rapport à ce qu'on n'a pas compris lors du premier rendez-vous ou ont des doutes.</p> |

| |
|--|
| <p>La <i>due diligence</i> se réalise sur plusieurs aspects, tout d’abord sur les personnes. Quelques coups de téléphones sont donnés afin d’en connaître plus sur l’entrepreneur, de savoir quelle est sa réputation.</p> |
| <p>L’équipe de notre fonds public est composée de 14 personnes et de 8 managers. Nous avons besoin d’une équipe plus large car nous couvrons plus qu’uniquement le digital, nous faisons aussi du <i>cleantech</i>, du <i>life science</i> ainsi que du <i>design</i>.</p> |
| <p>Notre critère d’investissement est qu’un fonds privé ou un <i>business angel</i> ait également investi. Cependant, pendant les premières années, ce fonds pouvait investir seul mail pour des raisons de diminution des risques et de partage des bonnes pratiques, il est devenu obligatoire d’investir avec du privé.</p> |
| <p>Nos points d’attention sont le besoin du marché, le <i>sales pipeline</i>, l’équipe (nous regardons comment ils interagissent entre eux), le <i>product roadmap</i> ainsi que nous essayons de comprendre les risques inhérents au <i>business</i> et à l’investissement.</p> <p>Les documents que nous demandons sont un <i>business plan</i> (le <i>slide deck</i> est accepté), nous vérifions si l’équipe est capable d’analyser les besoins de marché et nous voulons qu’ils nous montrent une certaine ambition. Nous regardons également à leurs actions pour les 12 prochains mois.</p> |
| <p>Au niveau des personnes, ils sont aussi beaucoup plus testés quant à leur résistance au stress et quant à leur personnalité (sont-ils toujours d’accord ou toujours en désaccord ou entre les deux) ? Ils appellent également des personnes qu’ils connaissent en commun afin d’en savoir plus sur eux.</p> |
| <p>Notre processus en tant que fonds public est de faire plusieurs rendez-vous avec des entrepreneurs et d’appeler afin de faire des vérifications auprès des personnes de leur entourage. Par ailleurs, nous regardons également les études qui sont faites afin d’alimenter notre choix.</p> |
| <p>L’équipe des analystes et des chargés d’investissement sont soit des anciens investisseurs privés qui peuvent avoir envie de rejoindre des fonds publics pour la stabilité qu’il offre (un fonds ne doit pas être relevé tous les trois ans). Cependant, nous savons que les gens ne restent pas éternellement chez nous, ils ont tendance à repartir vers le privé par après.</p> |
| <p>Les points d’attention sont effectivement les emplois créés et la croissance du CA. Notre rôle principal est d’être le moteur de l’économie en tant que public.</p> |
| <p>Une manière importante de savoir si investir est de se rendre dans les bureaux, très rapidement, ils vont dans les bureaux pour voir comment se passent les interactions entre le</p> |

CEO et les autres membres de l'équipe, voir si le personnel reste tard pour travailler. Rien qu'à la réception, on peut déjà sentir si la société est innovante, orientée vers le résultat, ... La principale manière d'investir est de le faire avec le *feeling*.

Les 45 jours avant la TS, nous vivons la vie de l'entreprise, nous nous rendons sur les lieux pour voir comment les gens travaillent. On prend le téléphone pour appeler des clients, se mettre à la caisse si c'est un magasin physique pour comprendre les tenants et aboutissants du business. On se met à la place de l'entrepreneur afin d'avoir de l'empathie mais aussi de poser les bonnes questions et voir ce qu'il ne va pas. Appeler les clients permet d'entendre les points d'améliorations. Nous n'avons pas un nombre de rendez-vous précis mais nous avons des échanges quasi quotidiens avec les entrepreneurs. Que ce soient des rendez-vous physiques ou des coups de téléphone.

Pour la *due dil* légale, nous regardons les contrats des employés et les contrats avec des partenaires mais comme très *early stage*, peu de contrats à regarder.

Au niveau de *l'assessment* technologique, nous faisons appels à des CTO de notre portefeuille afin de faire *l'assessment* de la *team*, du code, de la technologie utilisée, de l'architecture. Cela est fait dans tous les cas.

Pour réaliser la *due dil*, on se base essentiellement sur le bon sens. On regarde si c'est un domaine qui nous plaît, s'il y a du CA. Nous regardons si l'entrepreneur a une capacité d'écoute et s'il a la passion du secteur d'activité. On fait une *due dil* subjective pour voir l'appréciation du marché/ l'attrait du marché.

Nous n'avons pas d'objectifs d'emplois même si nous sommes un investisseur du gouvernement. Cependant, pour une partie des fonds que nous recevons de l'Europe, nous devons fournir des statistiques d'emplois. Nous avons comme mission d'être rentable et de réaliser de profits. Nous n'avons pas de contraintes d'investissement dans notre pays, nous en avons réalisé en Suisse, Italie, UK mais il faut au minimum que la société investie ait une relation commerciale ou de recherche avec notre pays. Nous savons que si nous investissons dans les bonnes sociétés, celles-ci créeront des emplois et payeront des taxes donc notre retour direct et indirect est couvert de cette manière.

D'un point de vue *due dil* business si c'est du B2C, plutôt que d'appeler les clients, nous demandons à des personnes de notre entourage leur opinion.

La raison principale de refus en tant qu'investisseur non-privé est la valorisation qui nous semble parfois démesurée. Nous remarquons que les angels ou VCs privés acceptent parfois des valorisations irréalistes.

| |
|--|
| Les raisons de refus : <i>non-fit</i> personnel, les problématiques n'ont pas été bien identifiées. |
| Pour la <i>due diligence</i> financière, un appel est fait à un auditeur pour vérifier les comptes mais cela va rapidement car peu d'historique. |
| Le comité d'investissement est composé des <i>partners</i> et de 3 personnes externes en tant qu'observateur. |
| Au niveau de la <i>due diligence</i> , elle est plus <i>light</i> que ce que peuvent faire des fonds privés. Nous regardons un peu le légal mais tout de même l'IP, la <i>due diligence</i> financière est également plus légère. Nous voulons surtout vérifier que tout est ok pour un prochain investissement, que la <i>cap table</i> et les autres documents légaux soient propres. |
| Nos points d'attention : la taille du marché, peuvent-ils devenir <i>leaders</i> ? n°2-4 ne les intéressent pas. La récurrence du business et la visibilité sur le <i>pipe</i> commercial ainsi que des marges >40% |
| Pour vérifier le <i>background</i> des entrepreneurs, on fait appel à notre bon sens et réseau. Nous connaissons assez de gens que pour avoir rapidement des échos sur la capacité, le comportement de l'entrepreneur. Pour la <i>due diligence technologique</i> , si ce n'est pas critique pour le business, nous n'en faisons pas en profondeur. Si on doit faire une analyse profonde, on s'entoure de personnes techniques pour faire l' <i>assessment</i> . |
| La différence avec des fonds qui investiraient dans tous les domaines c'est qu'ils s'attachent à certaines métriques (MRR, ARR) et aussi car le cycle d'investissement est plus court. Le biotech est beaucoup plus complexe avec de nombreux intervenants (docteurs, mutuelles, patients, sécu sociale,...) et aussi avec une partie importante de légal. C'est donc trop complexe par rapport aux investisseurs en digital. |
| Nous n'avons pas de contraintes de localisation, seulement investir 75% en Europe et 50% dans le pays d'origine donc pourrions saisir une opportunité aux US mais contraire au fait d'être proche des entrepreneurs. |
| Pour le niveau de <i>follow-on</i> , il n'y a pas de règle précise mais pour une Serie A (1/3 – 2/3) pour une série B (50%-50%). |
| En ce qui concerne la manière dont les décisions sont prises pour investir, nous avons le General manager du fonds ainsi que 7 <i>investment managers</i> qui ont des spécificités divers (business, ingénieurs industriels, chimiques, IT). Il n'y a pas de consensus, si le <i>General Manager</i> prend la décision, c'est celle-là qui est suivie. De temps en temps, si un des <i>invest managers</i> croient vraiment en un projet, il peut prendre le <i>lead</i> dessus mais c'est exceptionnel. Par ailleurs, par après, quatre personnes entérinent la décision, un membre |

| |
|---|
| d'un centre de recherche, deux personnes du fonds public et une personne d'une institution financière. |
| La prise de décision se prend de manière collégiale mais le comité d'investissement final est composé des 3 <i>partners</i> |
| Nous n'utilisons pas de <i>term sheet</i> qui contraindrait les entrepreneurs. Comme nous savons que nous sommes un complément, nous savons qu'ils viendront vers nous, nous n'avons pas besoin de les <i>locker</i> et de leur faire signer des clauses de <i>non-shopping</i> . Nous allons donc directement au pacte d'actionnaires une fois que toutes les parties sont d'accord. Les termes sont donc discutés avec les <i>angels</i> même si nous nous opposons parfois contre une valorisation trop élevée. |
| Nous devons donner tous les semestres les statistiques d'emplois à notre investisseur public et nous devons mettre notre siège social dans sa région mais nous pouvons ouvrir des bureaux où nous voulons. |
| L'investissement privé n'est pas une garantie de réussite. Même si le fait qu'ils soient spécialisés aident dans la prise de décision, ils se trompent également. Si beaucoup de privés mettent, nous sommes plus confortables mais nous faisons notre analyse indépendante également. Le privé permet d'avoir une seconde opinion sur un dossier. |
| La différence entre le numérique et les autres domaines dans lesquels nous investissons en tant que fonds public est que les entrepreneurs peuvent très vite tester, dans les premiers mois, on a déjà des indications sur le lancement d'un nouveau produit. Quelqu'un qui se lancerait dans la <i>biotech</i> ou l'aviation a besoin d'années avant de développer son produit et après de le faire valider par les autorités. Le fait de tester rapidement un <i>business model</i> est un aspect différenciant des autres domaines, le numérique permet d'être plus flexible et agile. |
| En ce qui concerne la <i>due diligence</i> technique, nous nous basons sur les analyses des centres de recherche du pays qui ont les capacités pour juger de la qualité ou non de la solution technique. Au niveau de la <i>due diligence</i> , il se peut que cela soit les investisseurs privés comme nous qui la faisons, en fonction des connaissances du secteur. |

Tableau B : L'aide apportée aux sociétés investies

| Réponses |
|---|
| La meilleure manière d'aider les sociétés est que nous avons l'expérience dans le secteur et que nous avons été dans les souliers d'un entrepreneur ou du moins ont l'expérience de la vie en entreprise. |
| L'aide apportée aux entrepreneurs est à 5 niveaux : RH, marketing, communication, sales, finance. Nous avons engagé des personnes en interne afin de soutenir les boîtes dans ces différents domaines. Ils essayent d'aider dans les sujets transverses du portefeuille. |
| En tant qu'investisseur public, nous essayons principalement de les aider lors de leur levée de fonds suivante en les connectant avec des investisseurs que nous avons rencontrés auparavant. Comme nous investissons dans d'autres pays ou en avons rencontré sur d'autres <i>deals</i> , nous ouvrons notre réseau. |
| Si c'est un fonds public qui investit, généralement, l'aide n'est pas top. Dans notre cas, nous avons un fonds public qui a dans ses <i>partners</i> un ancien entrepreneur et cela nous aide beaucoup. |
| L'aide se fait principalement via des mises en relation avec des experts dans certains domaines spécifiques. Nous aidons souvent les start-ups à payer les experts en prenant la moitié des frais à notre charge. |
| Il est beaucoup plus difficile pour des investisseurs publics de toujours bien aidé les startups. En effet, il arrive fréquemment que des <i>investment managers</i> se voient attribuer des sociétés à suivre (en <i>board</i> principalement) alors qu'ils ne croient pas en le projet et que le comité d'investissement leur impose d'y siéger. On commence dès le départ avec des investisseurs qui ne donneront pas le meilleur d'eux-mêmes pour aider la startup. |
| Le fonds public est effectivement moins <i>hands on</i> mais le fait que les personnes aient le bon <i>mindset</i> est important. Avec les fonds publics, si on leur fait confiance, ils nous feront plus confiance et on pourra plus recevoir de leur part. Si on considère peu son investisseur, c'est normal qu'il soit moins actif. |
| Les BA's nous ont aidé à préparer pour notre levée de fonds en nous mettant en relation avec de nombreux fonds, ont aidé à préparer l'Investment Memorandum. |
| L'aide apportée par nos investisseurs se situent plus au niveau stratégique. Notre <i>lead investor</i> est très actif, on a tous les mois un CA avec lui, une <i>offline</i> (l'officiel) et un <i>online</i> (le CA non-officiel). Cependant, nous l'entendons toute les semaines pour un <i>call</i> plus court. Nous voyons que contrairement à certains <i>angels</i> , les fonds restent très <i>high level</i> , ils |

| |
|--|
| <p>ne vont pas dans les détails mais regarde surtout à la stratégie, parlent de la stratégie pour la prochaine levée de fonds mais ne commencent pas à se questionner sur les <i>features</i> à installer où à regarder la toute petite ligne du budget. Nous préférons car comme cela nous sommes plus libres.</p> |
| <p>Nous avons été vendeurs/CFO/<i>marketeer</i>/... et peuvent donc apporter leur expérience quant aux stratégies à adopter.</p> |
| <p>Le fait d'avoir investi dans plusieurs entreprises nous permet aussi de comprendre ce qui fonctionne et ne fonctionne pas.</p> |
| <p>En fonction du profil des entrepreneurs, nous les aidons avec le recrutement et nous essayons surtout de mettre en place des structures d'accompagnement dans certaines spécialités telles que le RH, le marketing, l'internationalisation et la com'.</p> |
| <p>En tant que fonds public, nous essayons de faire 8 conseils d'administration par an. 1 par mois nous semble trop et une fois par trimestre trop peu. Nous réalisons aussi une journée de <i>team building / brainstorming / planning</i> avec chaque startup chaque année pour avoir une vision à long terme.</p> |
| <p>Nous sommes souvent appelés par nos sociétés lors du recrutement afin de mettre la main à la pâte.</p> |
| <p>Ce que nous avons apprécié est que notre fonds nous a trouvé un administrateur indépendant en plus de notre <i>investment manager</i>. C'est quelqu'un qui a de l'expérience dans le domaine et qui peut donc nous aider et conseiller concrètement. La valeur ajoutée est très forte.</p> |
| <p>Nous avons aussi une forte empathie quant au fait de ne pas se payer, de ne pas savoir payer les employés.</p> |
| <p>Nous ne sommes pas toujours au <i>board</i> des entreprises mais nous essayons chaque fois d'avoir un rôle d'observateur afin de veiller à la bonne gouvernance.</p> |
| <p>Nous aidons principalement nos startups lors du recrutement. Nous avons un réseau assez étendu qui nous permet de recruter les meilleurs. Nous savons que c'est ça le principal <i>asset</i> de nos startups.</p> |
| <p>Les investisseurs ne nous aident pas beaucoup quant au recrutement mais mettent à disposition leur réseau si nécessaire mais comme nous sommes dans un domaine très particulier, il est rare qu'en Belgique, nous ne connaissions pas déjà tout le monde. Nous remarquons que les <i>angels</i> sont parfois à la recherche d'un job de consultant plus que de vrai <i>angel</i>.</p> |

| |
|--|
| <p>Comme en tant qu'investisseur public, nous avons souvent une large expérience, nous savons ouvrir des portes comme le privé, avoir des rendez-vous dans des grandes entreprises, par exemple.</p> |
| <p>Notre fonds public ne fait pas de <i>follow-on</i> si nous voyons que la société a des forts problèmes par contre même si la société preste de manière correcte sans plus mais que nous voyons qu'ils pourraient atteindre la rentabilité avec quelques centaines de milliers d'euros en plus, nous faisons l'injection pour essayer de récupérer plus ou moins notre mise.</p> |
| <p>L'investisseur public qui est à notre <i>board</i> est très passif, il pose peu de questions et ne nous challenge pas beaucoup. Il fait surtout partie du comité d'audit où il regarde les comptes. Il nous aide cependant pour trouver des aides ou subsides.</p> |
| <p>Nous pouvons aussi intervenir au niveau des périodes de « crises financières » des start-ups dans lesquelles nous intervenons. Nous essayons de leur libérer plus facilement des fonds ou de faire appels à d'autres organismes publics afin de réaliser des prêts court terme ou de <i>bridge fundings</i>.</p> |
| <p>Nous aidons les sociétés soutenues par notre fonds public pas uniquement au niveau du recrutement. Nous organisons aussi trois événements de <i>matchmaking</i> par an. Le premier est consacré à des rencontres B2B, avec des personnes de leur industrie ; Le deuxième est par rapport aux rencontres avec des investisseurs individuels et <i>family office</i> ; Le troisième est une rencontre avec des fonds d'investissements.</p> |
| <p>Notre fonds public peut faire des <i>follow-ons</i>, jusqu'à un total de 2 millions€ par startup.</p> |
| <p>Le fait d'avoir déjà employé des personnes nous permet de savoir comment mettre en place des <i>stock options plan</i>.</p> |
| <p>Nous aidons aussi les entrepreneurs avec notre réseau au sens large. Nous avons construit une sorte de <i>marketplace</i> qui permet à nos startups d'être aidées en RH, marketing, RP, <i>design</i> et IP. On a donc un réseau de personnes qui travaillent à la demande.</p> |
| <p>Dans notre fonds public, chaque <i>investment manager</i> ou <i>board member</i> se retrouve, en moyenne au CA de 15 sociétés.</p> |
| <p>Les entrepreneurs nous appellent souvent pour des introductions dans différentes entreprises et de les aider d'un point de vue <i>business development</i>.</p> |
| <p>La force est le réseau qui est bâti, le fait d'avoir rencontré et travailler avec de nombreux entrepreneurs permet de savoir comment et où recruter un CTO/CEO/marketeur/Sales...</p> |
| <p>Notre fonds public a des appels quasi hebdomadaires avec eux. En plus des appels, nous recevons des <i>reportings</i> mensuels tant quantitatifs (comment le budget a été alloué, est-il</p> |

| |
|---|
| conforme au budget de début d'année, les métriques clés) que qualitatif (le <i>sales pipeline</i> ,...). |
| Nous aidons aussi nos startups à s'exporter dans les marchés principalement où nous avons de l'expérience. |
| En ce qui concerne notre politique de <i>follow-on investment</i> , nous essayons de garder uniquement le pro-rata car le privé prend souvent le relais, les premiers risques ayant disparu. |
| Au début de chaque année, l'IM du fonds public se retrouve avec la société afin de déterminer les objectifs à atteindre et le budget. En plus de cela, on a un rapport trimestriel et mensuel. |
| Notre fonds public aide les sociétés de différentes manières : sur le recrutement (nous avons des contacts avec des boîtes de RH), nous avons aussi une <i>relation manager</i> en interne qui permet d'identifier les talents et nous avons en plus une DB de personnes susceptibles d'intervenir dans les startups. Nous aidons à recruter les différents profils CEO/CTO/CFO/... De plus, s'il y a besoin d'une aide spécifique sur un domaine précis, nous pouvons amener des <i>coachs</i> voire même intervenir nous-mêmes de manière spontanée/sporadique. |
| Nous donnons une aide vraiment <i>hands-on</i> du fait qu'on puisse aussi aider dans le recrutement. Le fait d'avoir dû recruter nous-mêmes permet de savoir identifier les profils. Nous aidons à la rédaction de l'annonce, la présélection, la sélection,... |
| Nous avons un <i>board</i> tous les mois avec les entreprises les plus jeunes et max tous les 2 mois. Le board n'est qu'un « point » car nous sommes quasi quotidiennement au téléphone avec leurs entreprises. De plus, les infos nous échangeons rapidement par mail au cas où des demandes spécifiques devaient avoir lieu. |
| Comme dans le cas de notre fonds public, les <i>investment managers</i> ne présentent qu'au comité d'investissement les sociétés dans lesquelles on croit, nous n'avons pas de problème de savoir si nous serons motivés d'aller au <i>board</i> . Comme ce sont des sociétés dans lesquelles nous aurions investi nous-mêmes, il n'y a pas de problème. |
| Tout ce que fait un fond privé au niveau de l'aide, un fonds public le fait généralement car ils ont aussi des réseaux, etc. La seule différence, c'est que cela semble moins efficace. |
| Nous aidons aussi au niveau de la levée de fonds futurs car ils ont bâti un réseau d'investisseurs avec qui ils ont déjà co-investi ou qu'ils rencontrent lors de conférences,... Cela permet aussi d'aller chercher les investisseurs dans d'autres pays. |

| |
|---|
| <p>Notre fonds public ne prend un siège au conseil d'administration que s'il y en a besoin. Nous sommes d'office à l'AG et avons les sociétés régulièrement au téléphone. Surtout en <i>early stage</i>, nous avons surtout des contacts téléphoniques hebdomadaires. Nous nous rendons parfois chez les startups pour mettre la stratégie, les KPI's en place.</p> |
| <p>L'aide aux sociétés se fait lors des conseils d'administration ou notre représentant du fonds public est présent tous les trimestres. Il est en contact régulier avec les autres administrateurs et aussi a des échanges avec les fondateurs.</p> |
| <p>Nous faisons aussi de nombreuses introductions auprès de grands groupes à des niveaux décisionnaires. On peut le faire car on sait que les grands groupes veulent innover ou être plus productifs mais ils sont ultra sollicités par les startups. Le fait que ce soit des <i>partners</i> du fonds qui les contacte donne du crédit à l'introduction.</p> |
| <p>L'aide n'est pas apportée que lors des <i>board meetings</i>.</p> |
| <p>Nous avons développé un réseau d'experts qui peuvent aider les startups dans divers domaines spécifiques au numérique. Nous pensons également à développer un <i>pool</i> d'administrateurs potentiels qui pourraient aider de manière plus effective les startups dans lequel notre fonds public a investi. Il faut cependant avoir un spectre assez large car il faut des compétences complémentaires et les demandes des startups sont très larges.</p> |
| <p>La stratégie de follow-on n'est pas spécialement pré-définie, nous savons uniquement qu'on n'investit pas plus de 10% de leur fonds dans une entreprise maximum. Ceci permet de suivre 15-20 startups.</p> |
| <p>Nous avons en moyenne un <i>board</i> toutes les 6 semaines mais cela serait un échec si nous n'entendions pas les entrepreneurs au moins chaque semaine. Il se passe tout le temps quelque chose dans une startup, il faut donc qu'on soit là près d'eux pour sentir le battement de cœur quotidien.</p> |
| <p>Notre force est que nous sommes illimités en <i>follow-on</i> donc on peut apporter de nombreux moyens pour les tours supérieurs.</p> |

Tableau C : L'effet de certification

| Réponses |
|--|
| Il faut que nous puissions montrer que nous avons de return intéressants également comme investisseur public afin d'attirer les meilleurs investisseurs |
| Au niveau de la certification, par le passé, cela n'avait aucun sens car c'était beaucoup de copinage. Aujourd'hui même si certains fonds publics restent amateurs, il y a une professionnalisation et une réelle volonté d'arriver à un niveau de qualité. Certains fonds publics ont même très bonne réputation et s'ils envoient un dossier, la startup sera analysée comme si c'était un autre fonds qui l'avait suggéré. Cependant, il n'y a pas « d'effet woouw » si une personne a reçu une certification d'un fonds public ou d'un autre organisme public. |
| Nous avons d'abord été voir un fonds d'investissement public qui s'est montré intéressé. Par la suite, d'autres investisseurs privés sont montés dans l'aventure car le fait de savoir qu'une partie de l'investissement était déjà <i>committed</i> par des investisseurs publics, cela permet d'avoir des meilleures garanties, on sait qu'une partie de l'argent est déjà sur la table et que c'est un investisseur stable, fiable et avec de gros moyens. |
| La plupart des personnes présentes dans notre fonds public auraient pu ou ont travaillé dans des fonds privés donc nous sommes reconnus comme égaux par le privé. |
| La présence d'un fonds public rassure les autres investisseurs car nous avons la capacité d'être présents aux prochains tours et que nous savons plus facilement libérer des liquidités pour du <i>bridge funding</i> . |
| C'est important d'avoir un investisseur qui est capable de suivre. S'il suit, cela envoie un bon signal au marché. Donc si c'est un investisseur public qui réinvestit, c'est bon signe. |
| Notre fonds public a investi déjà avec une trentaine d'investisseurs étrangers, ce qui montre que nous arrivons à donner du crédit à notre action. |
| Les investisseurs publics ne <i>leadent</i> jamais mais comprennent mieux le business qu'avant. |
| Le problème avec les fonds publics est la paperasse qui y est associée pour les startups et donc ils ont un manque de focus car doivent remplir des formalités et sont montrées « en exemple » dans la presse et sont donc détournées de leur but initial qui est de construire un <i>business durable</i> . |
| La plupart des investisseurs dans notre région/pays ont déjà investi au moins une fois avec notre fonds public donc nous savons comment les contacter et ils savent que nous apportons une vraie valeur ajoutée. Nous avons la réputation d'être professionnels et d'avoir une |

| |
|--|
| bonne expérience, nous sommes considérés comme une institution qui met les standards dans le marché. |
| C'est difficile pour nous d'être un effet de certification car nous essayons surtout de faire de nombreux dossiers en tant que fonds public. Nous savons que nous ne sommes pas prescripteurs car nous ne sommes pas un fonds spécialiste. Un fonds privé sera souvent composé de professionnels du métier, par exemple des techniciens qui ont fait un MBA, chez nous ce seront des gens qui sortent d'école de commerce. |
| Le fait d'avoir eu un investisseur public n'a pas amené un label mais malgré tout un certain levier financier, ce qui n'est pas négligeable. Les autres investisseurs savent qu'ils sont plutôt braves dans le public donc cela rassure et fait moins concurrentiel que d'autres privés. |
| Le problème du public pour être prescripteur est que nous devrions être spécialisés dans un domaine particulier. Cependant dans des pays de taille plus modeste, il est difficile d'avoir la masse critique suffisante et donc il nous est difficile d'avoir un comité d'investissement spécialisé uniquement dans le numérique. |
| Il ne faut pas investir de la <i>soft money</i> , façon subside. En tant qu'investisseur public nous essayons de nous approcher au plus des exigences du privé. |
| Cela semble plus compliqué quand des fonds régionaux vont être impliqués car ils imposent des règles ou sont lents. Cependant, ils ne prennent normalement jamais le <i>lead</i> dans les négociations. |
| Notre avis sur les investisseurs dans les mêmes tours de financement que les fonds privés est assez négatif, sauf s'ils ont un rôle passif. Car pour nous, ils n'apportent que de l'argent. |
| Comme nous n'engageons pas directement des personnes dans la fonction publique et que nous avons pour la plupart des expériences dans le privé avant, nous pouvons avoir les mêmes standards que le privé. |
| Le problème des fonds publics est souvent leur manque de moyen et un égo très fort (et injustifié). |
| Avec le temps, nous nous développons un réseau important dans le domaine, ce qui permet de mieux comprendre ce qu'attendent les investisseurs privés et surtout nous permet de pouvoir trouver des co-investisseurs. |
| Nous investissons toujours avec des BA's ou des VC's, tout d'abord pour des raisons légales mais aussi car nous voulons bâtir des relations long terme avec eux afin de garantir les succès de sociétés soutenues par le public. |

| |
|---|
| <p>Dans notre fonds public, nous avons tant des personnes avec un <i>background</i> financier qu'un <i>background</i> technique donc nous sommes considérés comme un fonds privé classique car nous parvenons à faire le même <i>assessment</i> technique et <i>business</i>.</p> |
| <p>En tant que fonds privé, c'est assez difficile de juger du public car nous n'avons que très peu d'informations sur eux alors qu'eux savent tout sur nous. Ils connaissent nos <i>deals</i>, nos conditions. Comme nous investissons parfois avec eux ou sommes parfois « en concurrence », cela amène une dimension supplémentaire qu'il n'est pas facile de gérer.</p> |
| <p>En amorçage, on s'appuie sur les <i>angels</i> et leur <i>due diligence</i>.</p> |
| <p>Le fait que le public soit présent, on sait qu'ils essayent surtout de créer du <i>dealflow</i> pour eux-mêmes. Les instruments de dettes et de subsides vont les diriger vers l'<i>equity</i> et réciproquement. On n'a pas le sentiment que la volonté soit de diriger spécialement vers le privé.</p> |
| <p>Concernant les <i>term sheet</i>, nous essayons d'être <i>market practice</i> et même de devenir <i>leader</i> dans les pratiques. En effet, comme nous pouvons investir très tôt, dès l'investissement avec des BA's, si certaines clauses (ne) se trouvent (pas) dans les pactes d'actionnaires, il est plus difficile pour les VCs de venir en imposer de nouvelles ou dès lors cela sera à l'avantage de l'entrepreneur.</p> |
| <p>La plupart des personnes qui travaillent dans notre fonds public auraient pu ou ont travaillé dans des fonds privés. Ce qui nous permet de connaître les standards et donc d'être un partenaire pour les investisseurs privés.</p> |
| <p>Pour faire vraiment la différence, le public devrait amener plus que de l'argent. On voit que la volonté est là. Ils créent de plus en plus d'espaces pour les sociétés dans lesquelles ils veulent/ont investi mais les interactions sont très faibles. La force des fonds publics est qu'ils ont en portefeuille des grands comptes et des startups, ils peuvent donc les lier, les mettre en relation mais ça ne prend pas.</p> |
| <p>On doit justement faire attention en tant que public à ne pas déformer le marché et ne pas accepter tout des autres investisseurs.</p> |
| <p>Il arrive rarement qu'un fonds public contacte les autres fonds car ils sont tous sollicités en même temps. Cependant, les fonds publics peuvent influencer en disant avec lesquels ils souhaitent investir sur tel ou tel dossier.</p> |
| <p>La force d'un fonds public est qu'il a une capacité de financement pour les tours suivants importants. Un fonds public peut intervenir du <i>seed</i> quasiment jusqu'à l'IPO ce qui permet</p> |

une certaine stabilité à l'entrepreneur mais aussi rassure les investisseurs externes puisqu'ils savent qu'ils peuvent compter sur un partenaire solide.

Il vaut mieux parfois avoir des investisseurs privés et publics dans la même société car les intérêts ne sont pas alignés. Les investisseurs privés préfèrent éviter certains *deals* où le public est déjà dedans car ils craignent des contraintes au niveau de la localisation des emplois ou lors de la cession des actions qui devraient garder une dimension territoriale/nationale.

L'investisseur public peut donc aussi être actif et proactif car nous avons pour habitude de démarcher les investisseurs privés une fois que nous avons *committed*. Cependant, il arrive que des entrepreneurs alors qu'ils ont notre *commitment*, choisissent de faire le tour uniquement avec des privés. Il arrive parfois en effet que nous soyons plus exigeants que des investisseurs privés.

Le public n'amène que de l'argent et pas d'expérience donc n'aide pas à valider ou non si une opportunité est bonne.

Certains domaines sont plus intéressants pour nos partenaires en tant que co-investisseurs. Des domaines très réglementés, grâce à notre réseau mais aussi grâce à l'aspect sécurité et institutionnel que nous pouvons apporter sur des *deals* proche de la banque, de l'assurance,...

La force de certification n'est pas forte car soit des entrepreneurs donnent leur avis sur la technologie (sauf pour l'octroi de subsides) soit ne doivent rien dire car la gestion d'un fonds et l'investissement en fonds est différent que cela soit en tant que BA/entrepreneur et en tant que fonds.

De nombreux investisseurs des fonds publics ayant travaillé auparavant dans des fonds privés, ils connaissent les exigences du privé et peuvent donc s'y adapter. Par ailleurs, le fait que la plupart veuille repartir dans le privé par après, ils sont d'autant plus motivés à montrer un beau *track record* et donc de montrer des bons deals et faire en sorte que leurs *deals* soient reconnus dans le privé.

Si le public ne s'implique pas dans la gouvernance ni dans la gestion et n'impose pas des clauses qui font fuir le privé, cela peut être un partenaire intéressant pour les investisseurs privés car il y a une évolution. Mais il ne doit pas avoir des droits de véto dans la gestion quotidienne ou même stratégique de la startup. Il y a souvent un manque d'alignement entre ce qui est bon pour l'entrepreneur (au niveau financier ou de croissance) et ce que veut le

| |
|---|
| <p>public. Si une société doit délocaliser ses bureaux car c'est mieux en Chine ou aux USA, il faut les laisser faire, avec le public, ce n'est pas toujours possible.</p> |
| <p>A savoir si les <i>angels</i> viennent toujours avant, ce n'est pas toujours le cas. Il peut arriver que nous trouvions une société intéressante et que nous les mettions avec des <i>angels</i> qui nous semblent pertinents pour un même tour d'investissement.</p> |
| <p>Le fait que le public soit présent dans une entreprise est perçue comme une contrainte à l'entrée par certains investisseurs. En effet, ça ne va pas dans le sens de la performance. Il faut qu'il y ait un réel alignement entre le public et les entrepreneurs, si c'est présent, dès lors, c'est intéressant pour les investisseurs publics de suivre.</p> |
| <p>Le public n'est pas un bon certificateur car comme ils font de tout, ils doivent arroser partout et donc le fait qu'une société soit financée par le public ne signifie rien. Ils auront peut-être même des lacunes car ils n'auront pas été bien guidés puisque les personnes du public n'ont pas travaillé en entreprise où savent comment aller vendre/recruter/...</p> |
| <p>On remarque que nous voulons parfois soutenir des technologies plus risquées ou moins soutenues par le privé mais qu'il nous est difficile de faire les deals car nous n'avons pas toujours l'investisseur privé pour nous suivre alors que pour les dossiers plus <i>mainstream</i>, nous avons moins de difficulté. Nous ne connaissons donc pas un effet d'entraînement sur tous les <i>deals</i> car des domaines où il est plus difficile de gagner sa vie, nous voyons que c'est compliqué d'y impliquer le privé également.</p> |
| <p>Le fait qu'un fonds public intervienne, après le <i>pre-seed</i>, donne aussi une couleur très/trop locale et peut parfois entériner des ambitions internationales fortes. On voit bien qu'un projet/ une startup plus ancrée dans le territoire national/régional aura un écho plus important alors que ce ne sont pas toujours ceux-là les plus ambitieux, que du contraire...</p> |
| <p>Les secteurs plus matures ou encore trop jeunes sont souvent ceux rejetés par le privé et il est dès lors difficile d'avoir les co-investisseurs nécessaires. C'est pourquoi nous devons penser à des solutions où nous pouvons aller seuls.</p> |
| <p>Je connais le cas d'entrepreneurs qui voulaient vendre à une société étrangère pour une valorisation correcte mais surtout qui permettait à l'entrepreneur d'avoir une sortie intéressante et le public a trainé en longueur car ils ne voulaient pas que la société encore en croissance quitte son périmètre. Dans ce cas-là, c'est assez difficile d'aller chercher des investisseurs privés quand ils connaissent ce genre de conditions.</p> |
| <p>Comme le public investit dans tout sans aucune distinction, on ne peut se dire que leur choix a de l'importance.</p> |

| |
|--|
| <p>Le public a un rôle contra-cyclique, c'est-à-dire que nous devons aussi/surtout soutenir les sociétés dans des domaines qui sont laissés à l'abandon par le privé pour des raisons de crises ou parce que le domaine devient moins <i>hot</i> mais qu'il a encore un fort potentiel de développement au niveau des emplois et de la croissance du CA.</p> |
| <p>Au niveau de la valorisation, ce n'est jamais le public qui propose mais il arrive que nous nous retirions si les conditions ne nous semblent pas tenables. Ces derniers trimestres, il y a souvent eu des valorisations qui s'envolaient avec le privé et où nous avons préféré nous retirer.</p> |
| <p>L'attitude vis-à-vis du public est « neutre négatif » dans le sens où ce n'est pas le fait que le public intervienne ou non qui va faire que la société devienne bonne ou mauvaise. Le fait que le public intervienne a le même effet qu'un fonds moins connu qui investirait. Ce n'est pas comme si Index Ventures intervenait, là, ça envoie un signal fort. Le signal du public est faible.</p> |
| <p>Nous nous sommes dirigés vers des VC's car ils pouvaient aller vite et pourraient avoir les reins assez solides pour les tours de financement suivants. Ils voulaient financer la R&D et l'expansion.</p> |
| <p>Les fonds publics veulent avant tout démontrer que de la valeur entrepreneuriale est créée et chaque ministre a sa propre initiative. Le ROI est secondaire car ils doivent faire du CSR, montrer qu'il y a une aide qui est apportée et montrer quelques entrepreneurs. Pour eux, le ROI est secondaire.</p> |
| <p>Nous essayons de ne pas uniquement remplir des failles de marché mais bien d'anticiper des tendances futures, c'est pourquoi nous pouvons prendre des risques très tôt dans des tendances naissantes alors que le privé attendra avant d'investir.</p> |
| <p>Le fait que dans les structures publiques, ce ne soient pas les figures connues, les stars de l'investissement en dit déjà beaucoup sur la qualité des projets qu'ils pourront suivre et sélectionner. Ce sont rarement les gens visibles dans l'écosystème qui sont dans les fonds d'investissement publics.</p> |
| <p>L'opinion sur les fonds publics est très négatif donc ce n'est certainement pas un avantage de venir de la part d'un fonds public ou d'avoir reçu un investissement de leur part. Les bons entrepreneurs trouvent les bons investisseurs donc le fait de n'avoir été soutenu que par le public (ou en grande partie) donne une indication du niveau de la startup. Sauf si le soutien était en complément d'un investissement privé fort ou était sous forme de subsides.</p> |

Notre but est d'accélérer les sociétés les plus prometteuses plutôt que de dire « on va où ne va pas le privé ». Notre objectif est donc, par cette manière, de soutenir l'économie.

Contrairement aux fonds publics, on ne se concentre pas sur l'emploi qui sera créé mais uniquement sur le ROI.