



HAL
open science

La levée de fonds. Quelles sont les pièces manquantes au développement des start-ups françaises ?

Yassine Tazi

► To cite this version:

Yassine Tazi. La levée de fonds. Quelles sont les pièces manquantes au développement des start-ups françaises ?. Gestion et management. 2016. dumas-01452779

HAL Id: dumas-01452779

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-01452779v1>

Submitted on 2 Feb 2017

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

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



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License



Mémoire de stage

La levée de fonds.

Quelles sont les pièces manquantes au développement des Start-ups Françaises ?



Présenté par : Yassine TAZI

Nom de **l'entreprise** : SINNOPTIC

Tuteur entreprise : M. Christophe DEL TOSO

Tuteur universitaire : M. Pascal DUMONTIER

Master 2 Formation Initiale

Spécialité : **Finance d'Entreprises et des Marchés**

2015 - 2016





La levée de fonds.

Quelles sont les pièces manquantes au développement des Start-ups Françaises ?



Présenté par : Yassine TAZI

Nom de l'entreprise : SINNOPTIC

Tuteur entreprise : M. Christophe DEL TOSO

Tuteur universitaire : M. Pascal DUMONTIER

Master 2 Formation Initiale

Spécialité : **Finance d'Entreprises et des Marchés**

2015 - 2016



Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

Déclaration anti-plagiat

Ce travail est le fruit d'un travail personnel et constitue un document original. Je sais que prétendre être l'auteur d'un travail écrit par une autre personne est une pratique sévèrement sanctionnée par la loi.

Je m'engage sur l'honneur à signaler, dans le présent mémoire, et selon les règles habituelles de citation des sources utilisées, les emprunts effectués à la littérature existante et à ne commettre ainsi aucun plagiat.

Yassine TAZI.

01/09/2016
Yassine TAZI



Autorisation de diffusion électronique d'un travail universitaire de niveau Master

L'AUTEUR

Je soussigné(e) **Yassine TAZI**

Courriel pérenne : **yassinetazi27@gmail.com**

Attention : courriel à signaler si vous souhaitez le diffuser sur DUMAS

N'AUTORISE PAS la diffusion de mon mémoire

AUTORISE la diffusion de mon mémoire en texte intégral sur la base DUMAS

(Diffusion sur le web et accessibilité libre et universelle)

Diffusion immédiate du mémoire

Diffusion différée du mémoire : date de mise en ligne :

(Embargo possible sur l'accès au texte intégral entre 15 jours et 10 ans

Pendant cette période, seule une notice bibliographique est visible)

Je certifie que :

- Mon mémoire est exempté d'éléments non libres de droit ou qui pourraient porter atteinte au respect de la vie privée.
- Conformément à la loi "Informatique et libertés" du 6 janvier 1978 modifiée en 2004, je pourrai à tout moment demander modifier l'autorisation de diffusion que j'ai donnée par l'envoi d'une simple lettre ou un courriel au service documentaire de l'IAE.
- Je renonce à toute rémunération pour la diffusion effectuée dans les conditions précisées ci-dessus.
- J'agis en l'absence de toute contrainte.

Fait à Grenoble, le 01/09/2016

01/09/2016

Bon pour accord
Yassine TAZI

Remerciements

Tout d'abord je tiens à remercier M. Christophe DEL TOSO, Président-Fondateur du cabinet SINNOPTIC, pour la confiance et l'intérêt qu'il m'a apporté et pour m'avoir accepté en tant que stagiaire au sein de SINNOPTIC.

Je le remercie également pour m'avoir confié rapidement des responsabilités et plus particulièrement pour m'avoir beaucoup appris pendant cette expérience à ses côtés et également auprès des clients et plus globalement auprès de l'écosystème du monde de la finance.

J'ai principalement apprécié toute l'autonomie qu'il m'a conférée pendant ces six derniers mois.

Je tiens également à remercier M. Pascal DUMONTIER, mon tuteur de stage, M. Gilles SANFILIPPO, directeur du Master Finance d'Entreprise et des Marchés ainsi que tous les professeurs qui m'ont transmis leurs savoir.

SOMMAIRE :

AVANT-PROPOS	9
INTRODUCTION : « LA FRANCE, CE PAYS QUI CREE DES STARTUPS A LA CHAINE ! », CAPITAL	10
I. LA LEVEE DE FONDS	12
1. PRESENTATION DU PROCESSUS	12
A. PREREQUIS DE LA LEVEE DE FONDS :	12
B. INSTRUCTION DE DOSSIER :	13
C. FINALISATION DU PROCESSUS	16
2. QUELS SONT LES AVANTAGES ET LES INCONVENIENTS D'UNE LEVEE DE FONDS ?	17
A. INCONVENIENTS :	17
B. AVANTAGES :	19
II. PANORAMA DES FINANCEMENTS DANS LA VIE D'UNE STARTUP :	21
1. CAPITAL-RISQUE OU CAPITAL-INNOVATION :	22
A. DEFINITION :	22
B. LES ACTEURS DU SYSTEME	23
C. CRITERES D'INVESTISSEMENTS	24
2. CAPITAL DEVELOPPEMENT	25
A. DEFINITION	25
B. LES ACTEURS DU SYSTEME	25
C. CRITERES D'INVESTISSEMENTS	27
III. LES PIECES MANQUANTES AU DEVELOPPEMENT DES STARTUPS FRANÇAISES :	28
1. LES BUSINESS ANGELS : MYTHE OU REALITE ?	28
2. LA RIGIDITE DE LA LEGISLATION FRANÇAISE (FRANCE VS UK)	32
3. LA MIGRATION DES IPO : « MIEUX VAUT VIVRE AUX ETATS-UNIS QUE MOURIR EN FRANCE ? », MARC SIMONCINI, FONDATEUR DE MEETIC	34
4. SE FAIRE RACHETER : LE TICKET 100% GAGNANT !	36
IV. CAS PRATIQUE	38
1. INTRODUCTION DU CAS : PRESENTATION DE L'ENTREPRISE NOMMEE XYZ, DU BESOIN, DU DEROULEMENT DES ACTIONS :	38
A. PRESENTATION DU PROJET :	38
B. HISTORIQUE DES LEVEES DE FONDS :	39
C. DETERMINATION DE LA STRATEGIE	39
2. 3EME TOUR DE TABLE :	40
A. CHOIX DES INVESTISSEURS	40
B. RESTRUCTURATION DU CAPITAL ET DE LA DETTE :	41
C. VALORISATION :	42
3. SYNTHESE	43
CONCLUSION :	45

AVANT-PROPOS :

A l'issue de mon Master 2 Finance d'Entreprise et des Marchés, j'ai effectué mon stage de fin d'études au sein du cabinet SINNOPTIC, spécialisé dans les opérations de haut de bilan (levée de fonds, cession, reprise, ...), pour une durée de 6 mois.

Le cabinet a été fondé par M. Christophe DEL TOSO, ingénieur de formation, en 2009 après avoir passé une carrière de plus de 10 ans au sein de STMicroelectronics.

Depuis 2009, le cabinet a conseillé plus de 50 entreprises et a réalisé environ 30 millions d'euros de transactions.

Étant curieux et fasciné par le fait d'accompagner des chefs d'entreprises dans leur stratégie de développement et au regard d'une partie de notre programme d'études, il me paraissait évident de rechercher une expérience dans ce domaine. Les matières telles que Opérations financières complexes, Evaluation d'entreprises, Financement et Gouvernance, Droit et Fiscalité de l'Ingénierie Financière (...) m'ont permis de diriger mon choix vers une expérience où tous ces concepts étudiés pourront être appliqués et approfondis pour mieux comprendre les mécanismes de fusion-acquisition et de levées de fonds.

Au sein de SINNOPTIC, j'interviens en tant que Consultant Junior auprès de M. Christophe DEL TOSO, Président-Fondateur du cabinet et une deuxième stagiaire issue de la même promotion, Léna MAUVARIN.

Durant ce stage, j'ai eu l'occasion de travailler sur 4 opérations de levée de fonds pour des entreprises de différents secteurs tels que l'IoT (Internet of Things), les semiconducteurs, les Nano-Technologies. C'est la raison pour laquelle mon mémoire traitera essentiellement de l'accompagnement de ces jeunes Startups, allant de la création jusqu'à leur introduction en bourse en passant par toutes les étapes intermédiaires.

La diversification des dossiers étudiés et les spécificités de chacun m'ont permis de développer un esprit critique sur la manière de diriger ainsi qu'une connaissance multisectorielle sur des domaines bien loin de la finance.

INTRODUCTION : « LA FRANCE, CE PAYS QUI CREE DES STARTUPS A LA CHAINE ! », CAPITAL.

Aujourd'hui, la France est le pays qui abrite le plus de Startup en Europe. Paris à elle seule, avec 12 000 startups, dépasse les plus grandes places financières d'Europe tels que Berlin ou Londres.

En terme de licornes, startup dépassant un milliard de valorisation, la France est classée 4^{ème} en Europe avec 3 licornes. Le podium est bien sûr composé de la Grande-Bretagne, la suède et l'Allemagne avec respectivement 18, 7 et enfin 6 licornes pour clôturer le podium.

Les nouveaux entrepreneurs Français ne se voient, pour la plupart d'entre eux, grandir en France. S'ils veulent atteindre des sommets, malheureusement, soit ils se font racheter par des mastodontes de leur secteur soit ils s'exilent à Londres ou au pays de l'oncle Sam afin de trouver une certaine liberté de développement et plus de liquidités pour atteindre leurs objectifs.

En effet, l'écosystème Français est bien rodé aujourd'hui pour animer ces jeunes pousses mais les investissements sont très timides. Certes, cela comporte un risque conséquent pour les investisseurs, le risque de tout perdre. De l'autre côté, pour qu'une startup s'envole, elle a besoin de la cofinance des investisseurs et surtout besoin de financer son développement.

Après mon expérience au sein de cet écosystème, j'ai pu constater qu'il n'y avait pas assez d'argent pour accompagner toute les nouvelles entreprises. C'est pour cette même raison que les jeunes entreprises françaises sont tentées par l'exil. De l'autre côté de la manche, l'aversion au risque est moins visible, les investisseurs sont prêts à croire aux innovations et à « l'ubérisation » de l'économie.

L'écosystème des startups n'est pas encore arrivé à son stade de maturité, investir beaucoup d'argent sur une entreprise qui risque de disparaître dans quelques années relève d'une décision qui doit être guidé par un choix rationnel.

Les gouvernements offrent d'innombrables avantages fiscaux pour les personnes investissant dans l'immobilier. De ce fait les investisseurs sont plus enclin à se construire un patrimoine immobilier plutôt que d'aider les jeunes entreprises à se développer. De plus, les taux bas imposés par la BCE n'arrangent en rien la situation. Les taux atteignent des plus bas historiques allant jusqu'à moins de 1% sur 25 ans pour s'affranchir d'un bien.

Toutefois, le dynamisme que connaît la France est un maillon essentiel dans la sortie de la crise. En effet les startups françaises créent de l'emploi, revigorent l'économie et la consommation. En moyenne, selon les Echos, elles créent 12 emplois par an.

La première partie traitera des prérequis de la levée de fonds et répondra aux questions suivantes : quelles sont les entreprises éligibles ? À quel moment de la vie d'une entreprise intervient la levée de fonds ? Quelles sont les étapes à suivre pour financer sa croissance ? Quels sont les critères des fonds d'investissements ?

La seconde vous donnera un aperçu global et détaillé sur les financiers qui accompagnent ces startups et cela débute avec les capitaux-risqueurs, plus connus sous le nom de Venture Capitalist (VC), jusqu'à leur introduction en bourse.

La troisième partie répondra des causes du manque d'investissement en France. Cette problématique a été le fruit d'un travail de réflexion et d'un constat et qui est la suivante :

« Les nouvelles startups Françaises sont-elles sous capitalisées ou existe-t-il un chaînon manquant entre la création et le capital investissement dans le processus de la levée de fonds ? »

Pour finir, la dernière partie sera consacrée à un cas pratique, sur lequel j'ai eu l'occasion de travailler durant mon stage, afin d'illustrer mes propos.

I. LA LEVEE DE FONDS

À un moment donné, toute startup se pose la question de lever des fonds. Cependant les financeurs sont très exigeants lorsqu'il s'agit de prendre une part du capital.

Certaines optent pour l'autofinancement, mais d'autres ne peuvent pas y parvenir car leur développement ultra-rapide leur fait « brûler » plus de cash qu'elles n'en génèrent. Les premières rentrées d'argent de ces entreprises correspondent à des aides régionales et des prêts d'honneur octroyés par l'état, des prix de concours spécialisés pour des startups régionaux ou nationaux, des Business Angels ainsi que du Love Money c'est-à-dire des financements qui proviennent de la famille ou des proches.

Cependant ces financements ne suffisent pas pour les startups qui connaissent l'hyper-croissance. Elles ont donc besoin d'avoir recours au capital-risque pour se financer.

Nous allons donc voir dans cette première partie le processus des levées de fonds ainsi que leurs avantages et leurs inconvénients.

1. PRESENTATION DU PROCESSUS :

Du stade de réflexion et de la prise de décision au « closing¹ », entre six et neuf mois sont souvent nécessaires pour boucler un tour de financement.

a. PREREQUIS DE LA LEVEE DE FONDS :

Lever des fonds n'est pas de tout repos. Les startups doivent se poser les bonnes questions et mener une réflexion murie par des choix stratégiques. A-t-on besoin de lever des fonds ? quelles en seront les conséquences ? À qui s'adresser pour réussir cette opération ? Quel est le bon moment pour lever des fonds ?

Il faut noter qu'aujourd'hui, moins de 5% des candidats réussissent l'opération. Les apporteurs de capitaux veulent des projets avec un risque faible, un chiffre d'affaires exponentielle, une innovation révolutionnaire ... Ces exigences proviennent du fait que ces fonds d'investissements reçoivent des centaines de projets par an, ils disposent d'un pouvoir de décision conséquent, au moindre doute ils seront prêts à arrêter le processus.

¹ Le closing correspond à la réalisation effective de l'opération.

Au stade d'amorçage, il est difficile de juger un projet tant sur sa rentabilité que sur son développement.

Le premier critère des apporteurs de capitaux d'une jeune entreprise est l'équipe fondatrice. L'ÉQUIPE est l'élément le plus important pour porter un projet au sommet et créer de la valeur pour les investisseurs.

"Si tu veux construire un bateau, ne rassemble pas tes hommes et femmes pour leur donner des ordres, pour expliquer chaque détail, pour leur dire où trouver chaque chose... Si tu veux construire un bateau, fais naître dans le cœur de tes hommes et femmes le désir de la mer."

Alexandre de Saint-Exupéry.

Une fois l'équipe fondatrice constituée, la recherche de financement débute. Les entrepreneurs se dirigent alors vers différentes sources de financement :

- Les aides publiques telle que la Bourse French Tech et l'ADIE de Bpifrance,
- Les prix gagnés lors de la participation à des concours organisés par les Chambres de Commerce et d'Industrie (CCI), par des pôles régionaux ou par des associations qui aident les startups telle que France Digitale présidé par Olivier Mathiot, co-fondateur de PriceMinister,
- Le Réseau Entreprendre : organisme national composé de chefs d'entreprises qui octroie des prêts d'honneur et accompagne des chefs d'entreprise dans les étapes de création ou de reprises d'entreprise.

b. INSTRUCTION DE DOSSIER :

Avant d'entamer cette procédure, la startup a souvent un choix à faire : se faire accompagner par un cabinet de conseil ou chercher à lever des fonds seule.

Se faire accompagner est une bonne chose car une levée de fonds est très chronophage et demande une certaine connaissance des pratiques et de l'éco-système financier. Par ailleurs, il faut savoir faire preuve de résilience car cela prend aussi beaucoup de temps (9 mois en moyenne). Pendant ce temps, les efforts du/des dirigeant(s) ne sont pas investis dans le projet.

C'est également un moyen de confronter son projet à des professionnels qui ont de l'expérience, des contacts, qui challengeront le business model et qui définiront le réel besoin de financement.

Le montant d'une levée de fonds est un des éléments clés de l'opération. Demander trop d'argent peut nuire au projet et ne pas en demander assez risque de ne pas lui suffire.

Le premier contact avec un fonds d'investissement se fait avec un teaser ou un Mémoire d'information. Le Teaser est un document d'une page recto/verso qui contient toutes les données permettant à l'investisseur de comprendre les tenants et aboutissants d'un projet ; c'est sa carte d'identité. Le but est d'attirer la curiosité de l'apporteur de capitaux pour le pousser à l'étape suivante qui est la signature d'un NDA (Non-Disclosure Agreement) avant l'envoi du Mémoire d'information.

Ce dernier, qui comporte en général une quinzaine de pages, relate ce qui a été communiqué dans le Teaser mais de manière plus détaillée. Tous ces documents suivent une trame de questions que se posent les financeurs et qui est la suivante :

- Le constat/le besoin
- Le marché
- La proposition de valeur
- L'offre/l'innovation
- Les bénéficiaires clients
- Les barrières à l'entrée
- Le business model
- La stratégie Go-To-Market
- Les clients
- Le positionnement concurrentiel
- L'équipe
- Les réalisations à aujourd'hui
- Un plan de développement sur 5 ans
- Les prévisions financières
- La levée de fonds correspondante ainsi que l'utilisation de ces fonds

Lorsque les investisseurs potentiels sont intéressés par le projet, les éléments financiers détaillés leurs sont communiqués. En effet, l'équipe, le projet, ainsi que la stratégie priment lors des premiers contacts.

Les cabinets spécialisés tels que SINNOPTIC réalisent un compte de résultat prévisionnel ainsi qu'un plan de financement sur 5 ans afin de déterminer le besoin financier de la startup. Ces fonds sont à la recherche de startup avec un chiffre d'affaires exponentiel, du x2 voire même x3 par an est une de leurs conditions. Une jeune entreprise avec une croissance du chiffre d'affaires de 10% par an n'est pas assez « sexy » pour ces financeurs, ce n'est pas assez rapide par rapport à leur exigence de sortie à 5 ou 7 ans avec une plus-value significative (5 à 6x leur mise de départ).

Enfin, lorsqu'un rendez-vous est accordé aux jeunes entrepreneurs, ces derniers « pitchent » devant un chargé d'investissement. En effet, le pitch, document sous forme de présentation PowerPoint, sonne la fin de la phase de séduction. Cela permet aux entrepreneurs de présenter leur histoire à l'oral, mais également aux fonds d'investissement d'apprécier la capacité de ces dirigeants à mener à bien un projet dans lequel ils seront associés.

Le dernier point, et non des moindres, servant à la levée de fonds est la valorisation de la société concernée. Valoriser des startups est toujours une situation assez complexe car l'environnement est d'une incertitude totale. Les méthodes les plus utilisées sont :

- DCF (Discounted Cash-Flow) : méthode la plus utilisée, est calculée à partir de l'EBITDA (équivalent de l'EBE) et actualisée par le WACC, le taux de rentabilité exigée par les actionnaires, pondéré par le poids et le coût de la dette.
- Les comparables : méthode basée sur des opérations semblables à l'entreprise accompagnée.
- Les multiples : le multiple le plus utilisé est le multiple de l'EBITDAR&D, car cet élément ne prend en compte ni les politiques d'amortissement ni de financement et encore moins ceux des dépenses en recherche et développement. Chaque entreprise modélise sa propre stratégie.
- Backward Valuation : cette valorisation consiste à retrouver la valorisation de l'entreprise en revenant en arrière. Le principe est d'actualiser la valeur de l'entreprise dans 5 ans, qui correspond à un multiple de l'EBITDA, par le TRI ciblé par les fonds

d'investissements. Généralement le TRI est de 38% par an. Le figure 1 ci-dessous résume parfaitement cette méthode.

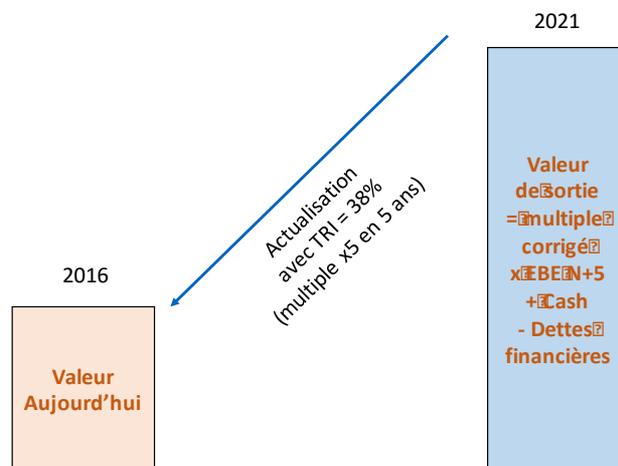


Figure 1 : Backward valuation

À ce stade, nous parlons de la valorisation « pré-money », c'est à dire avant la levée de fonds. Elle correspond à la valeur de l'entreprise sur laquelle les deux parties s'accordent avant l'entrée des investisseurs dans le capital.

Les dirigeants passent par plusieurs rendez-vous avant que les fonds ne prennent leur décision car plusieurs comités sont nécessaires pour la validation du projet.

c. FINALISATION DU PROCESSUS

Une fois le projet validé par le comité d'investissement et le montant de l'investissement défini, la lettre d'intention, plus souvent appelé LOI (Letter Of Intent) est rédigée par ce dernier.

À ce stade de la transaction, la startup n'a toujours pas reçu son chèque. En effet la LOI est une des dernières étapes. Ce document a pour but d'encadrer les négociations afin de s'assurer de la bonne foi des deux parties. Elle est informelle et sans engagement.

Ce document comporte plusieurs volets qui doivent être négociés et qui ont pour but de valider le projet et les informations communiquées.

Parmi ces volets, nous retrouvons les « due diligence réglementaires », qui consistent à auditer l'entreprise afin de s'assurer de la sincérité et de l'exactitude des comptes dans le but d'avoir une idée précise sur la situation de l'entreprise. Les résultats de ces audits réglementaires sont systématiquement mis en conditions suspensives à la levée de fonds.

Lorsque l'entreprise passe avec succès cette étape un pacte d'actionnaires est rédigé par les deux parties afin de formaliser leur association.

La levée de fonds est une opération chronophage et indispensable au développement des startups en hyper-croissance. Cependant une levée de fonds peut avoir des effets négatifs en terme de stratégie et peut mener à des relations conflictuelles entre les parties prenantes de l'opération.

2. QUELS SONT LES AVANTAGES ET LES INCONVENIENTS D'UNE LEVEE DE FONDS ?

Comme toute opération concernant le haut de bilan, plusieurs paramètres doivent être pris en compte : Le contrôle de l'entreprise, la majorité, la dilution, la gestion de l'entreprise ou encore la rédaction d'un pacte d'actionnaires. Cette partie est consacrée aux avantages procurés par une levée de fonds ainsi qu'aux inconvénients qui peuvent en découler.

a. INCONVENIENTS :

Tout d'abord il faut savoir qu'une levée de fonds demande beaucoup de temps et de patience, surtout si l'entreprise ne veut pas passer par un leueur de fonds, car comme il est précisé précédemment cela peut durer en moyenne entre 6 et 12 mois. Lorsque la taille de l'équipe le permet certains startuppers préfèrent s'en occuper.

Au moment de la levée de fonds, le pacte d'actionnaires comporte souvent des clauses assez restrictives et intrusives. Car ces derniers occupent, logiquement, un siège au Conseil d'Administration et disposent d'un poids assez important dans les décisions opérationnelles et stratégiques de l'entreprise. Par exemple dans certains cas, les entreprises ne peuvent dépenser un montant supérieur à 50.000 euros sans l'accord de l'investisseur.

Les visions stratégiques peuvent également diverger entre les deux parties en rendant la communication assez difficile. Il faut noter que les deux parties n'ont pas le même degré d'implication. L'entrepreneur vit la réalité sur le terrain, tandis que l'investisseur chapote les dossiers car il siège à plusieurs conseils d'administration d'entreprises de tous secteurs confondus.

Les divergences ne s'arrêtent pas au stade des décisions, ils interviennent également dans le cadre de la logique plus ou moins court-termiste des investisseurs par rapport à celle du porteur de projet. Un fonds institutionnel dure dix ans en général et les gérants veulent se désengager de toutes leurs participations au moment de sa dissolution et encaisser les plus-

values. Certaines entreprises sont contraintes à être vendues afin de satisfaire le besoin de ces fonds.

En investissant dans un projet, les fonds peuvent prendre entre 25 et 30% du capital dès le premier tour. La dissolution est encore plus désavantageuse lors des tours suivants. Toutefois, du point de vue du dirigeant, il vaut mieux détenir un pourcentage faible d'une entreprise qui a de la valeur que l'inverse.

Les risques des investisseurs et des repreneurs restent partagés. Après avoir lever ces fonds, nécessaires à la croissance et au développement, il faut savoir en faire bon usage. Certains porteurs de projet et certains projets en eux-mêmes demandent beaucoup de cash à injecter pour faire démarrer l'activité et grappiller des parts de marché dans des secteurs à forte concurrence. Un investissement trop important peut inciter à dépenser beaucoup d'argent et à aller trop vite. C'est le cas de plusieurs startups qui connaissaient un succès fulgurant et qui sont aujourd'hui en redressement judiciaire. Pour n'en citer que les plus récentes, Save et Take It Easy, pourtant si prometteurs, sont aujourd'hui en redressement judiciaire.

Save, entreprise connue pour ses corners de réparation de smartphones et tablettes, avait levé 15 millions d'euros en 2015, elle a vu son CA passé de 100k€ par mois à 100k€ par jour et un effectif bondir de 30 à 400 salariés. La somme levée ne lui a pas du tout bénéficié à cause d'un manque de pragmatisme et de gestion. Leur stratégie était plutôt orienté CA plutôt que rentabilité.

Take It Easy quant à elle, spécialiste de livraison de repas à domicile, s'est très vite fondue dans le paysage des livreurs à domicile, depuis sa création en 2013, dominé par Foodora (Allemagne) et Deliveroo (Royaume-Uni). Aucun signe de faiblesse apparent, la startup aux 160 salariés livrait des repas dans les 4 coins de l'Europe, notamment Paris, Madrid, Londres, Bruxelles, plus de 20 villes au total. Malgré cela, la concurrence était trop rude. Au moment où il préparait leur 3^{ème} levée de fonds (après avoir levée 16 millions d'euros en 2014), les investisseurs historiques ont préféré investir massivement dans les concurrents directs car jugés plus prometteurs. Deliveroo a déjà levé plus de 170 millions d'euros et Foodora est incubée par l'un des accélérateurs les plus en vogue en Europe, l'allemand Rocket Internet cotée à la bourse de Francfort.

b. AVANTAGES :

Le premier avantage de la levée de fonds est financier. Après cette opération, l'entreprise peut enfin souffler. Les opportunités s'ouvrent à elle que ce soit en terme d'embauche ou encore de développement.

L'entreprise dispose ainsi d'une solidité financière et d'une trésorerie renforcée qui lui permettra de mener à bien ses projets que ce soit pour une croissance interne ou externe. De plus lever des capitaux permet de bénéficier d'un effet de levier non négligeable auprès des banques. Ces financements se font sans apports de garanties personnelles des fondateurs. En sachant qu'en début de vie, la startup réalise le plus souvent des pertes et n'est rentable qu'après plusieurs années. Les capitaux propres sont donc fortement atténués par ces pertes et finiront par devenir négatifs dans le cas où elle ne réussit pas à lever des fonds. À ce moment-là il sera trop tard et plus aucune banque ne lui accordera de financement.

Il existe d'autres avantages à la levée de fonds. Tout d'abord, les fonds investisseurs dans des startups ont souvent un réseau important qui peut bénéficier à ces dernières. Par exemple, les startups qui désirent se développer à l'international peuvent bénéficier des contacts à l'étranger du fonds d'investissement. Certains fonds spécialisés apportent également leur carnet d'adresses, leur expérience et leurs apports d'expertises techniques et stratégiques. Par exemple, le fonds Siparex organise des réunions où toutes les entreprises de leur portefeuille sont présentes, ce qui permet aux dirigeants d'échanger.

La rentrée de nouveaux investisseurs permet également de renforcer la crédibilité de la startup vis-à-vis de ses clients et de ses fournisseurs. En effet, les grands groupes, clients potentiels de ces nouvelles entreprises, ne leur font pas confiance car ils ne sont pas certains de la pérennité de la société.

Le fondateur prend souvent son projet très à cœur. Ils pensent ne jamais se tromper et savoir ce que veut le client, mais sans expérience sur le terrain ces paramètres restent tout de même difficile à mesurer. L'investisseur permet d'apporter une vision stratégique avec plus de recul que les fondateurs lors de réunions tels que les conseils d'administration. Dans des secteurs de R&D par exemple certains fonds spécialisés dispose d'équipes très expérimentées qui peuvent être un atout pour ces entreprises.

Les investisseurs sont là pour maximiser leurs performances financières en réalisant des plus-values, certes, c'est la vocation des fonds d'investissement. Mais pour ce faire, ils ont besoin que l'entreprise accompagnée réussisse, tout comme le souhaite le dirigeant. Il ne faut donc pas seulement les considérer comme des financiers mais aussi en tant que partenaires. De plus, ils peuvent ouvrir des nombreuses portes aux jeunes entreprises et faire avancer plus vite leur projet.

La levée de fonds est une opération importante dans la vie d'une startup. En effet, le processus est long et il est impératif pour la société de réaliser sa levée de fonds au bon moment afin de ne pas se retrouver en difficulté financière.

De plus, comme nous l'avons vu, la relation entre le dirigeant et les investisseurs se trouve au cœur de la réussite de l'opération. Il faut donc que les deux parties s'accordent sur les objectifs de développement et qu'un partenariat de confiance s'installe.

Il existe de nombreux types de fonds d'investissement qui interviennent à différents stades de développement des startups. Nous allons donc voir dans cette seconde partie les différents fonds rencontrés par les entreprises.

II. PANORAMA DES FINANCEMENTS DANS LA VIE D'UNE STARTUP :

Lors de sa création, la startup a besoin de beaucoup de cash pour amorcer son projet. Les jeunes pousses sont donc constamment à la recherche de capitaux qui vont leur permettre d'embaucher, de développer de nouveaux produits, de financer des projets de recherches et surtout d'emprunter.

Dans la plupart des cas, les premiers pas d'une startup se font avec du « Love Money », c'est à dire des financements qui proviennent de la famille ou des amis. La Banque Publique d'Investissement française (BPIFrance), quant à elle, accorde de nombreux prêts et avances remboursables qui permettent le démarrage de l'activité.

Le chemin qui vient ensuite relève du parcours du combattant pour ces jeunes entrepreneurs. De plus, les conditions négociées avec les fonds sont assez sévères et non négociables. Mais aujourd'hui il faut se poser les bonnes questions : pourquoi ces fonds ne sont-ils pas prêts à prendre des risques ? Quels sont leurs vrais critères ? Pourquoi sont-ils si averses au risque ?

Les différents acteurs de Capital Investissement rencontrés tout au long de la vie d'une entreprise non cotée peuvent prendre plusieurs formes :

- Fonds indépendant : ce sont des fonds d'investissement qui lèvent des capitaux auprès d'investisseurs privés.
- Fonds captifs : correspondent à des filiales d'établissements financiers, d'une compagnie d'assurance ou d'une entreprise.
- Fonds publics : comme son nom l'indique, l'état peut également être le financeur de fonds grâce à l'argent public. La Banque Publique d'investissement est le parfait exemple.

Dans la plupart des scénarios, ces financeurs co-investissent ensemble afin de diminuer le risque de chacun et atténuer les pertes en cas d'échec. L'étape la plus risquée à financer est bien-sûr l'amorçage, car l'entreprise n'a pas encore prouvé son concept auprès du grand public. Ce sont donc ces fonds d'amorçage qui sont le plus exposés aux pertes et ont intérêt à co-investir avec d'autres partenaires. Qui sont ces acteurs ? quels sont leurs critères ? Combien sont-ils prêts à risquer ?

D'après une étude de Grant Thornton, en 2015 plus de 10 milliards d'euros ont été investis dans le capital investissement, en augmentation de 23% par rapport à 2014, un record depuis 8 ans. Est-ce le début d'une nouvelle ère ?

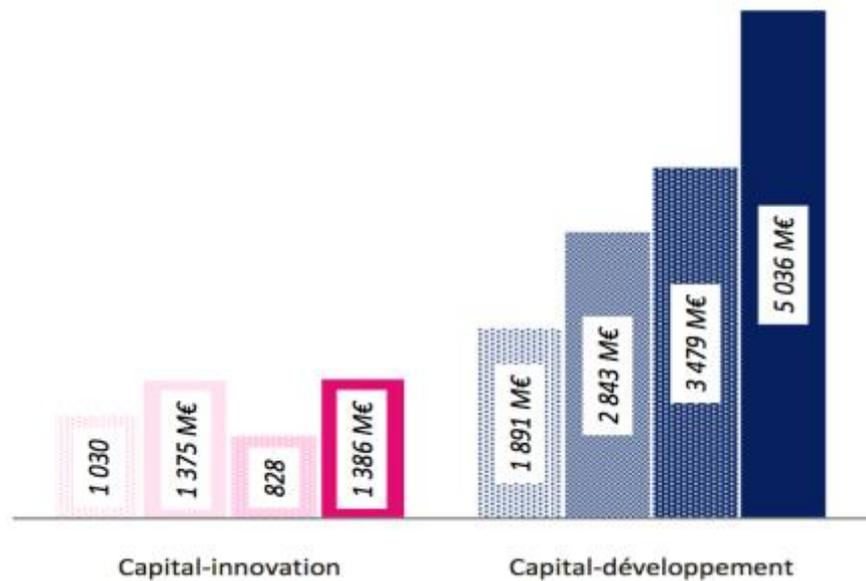


Figure 2 : Montant levée entre 2012-2015, Rapport de l'AFIC 2015.

D'après la figure 4, nous remarquons une forte différence entre les montants engagés selon la maturité des projets. En effet, en 2015, seulement 1,3 milliard ont été consacrés à l'activité de capital-innovation contre 5 milliards pour le capital-développement.

1. CAPITAL-RISQUE OU CAPITAL-INNOVATION :

a. DEFINITION :

Les fonds de capital-risque, les fameux « VC », sont au-devant de la scène lors du lancement de la startup. Ils investissent dans les entreprises en phase de création ou en « early stage », terme anglo-saxon souvent utilisé pour désigner un premier tour de table.

Cette branche du capital investissement finance le démarrage de l'activité et ses premiers besoins.

Le capital-risque peut correspondre à deux types d'investisseurs :

- Le capital création ou post-crétion : Rares sont les fonds qui investissent dans une entreprise qui n'est pas encore établie et qui n'a pas encore démontré l'intérêt de son innovation.

Selon l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour la Croissance), la moitié des startups financées à ce stade ne survivent pas.

- Le capital amorçage : aussi appelé « Seed Capital », est le segment le moins couvert par le marché comme nous le montre la figure 4. Seulement 10% des montants levés correspondent à l'amorçage. Cette étape finance la recherche pour le développement des produits et/ou pour le lancement de l'activité.

Elle se fait normalement en 2 ou 3 tours de tables jusqu'à ce que l'entreprise devienne rentable. À partir de là, le relais est transmis aux fonds de capital développement.

Ce segment connaît le plus fort taux d'échec de toutes les étapes. En effet, un peu moins de 80% des entreprises accompagnées baisseront les bras, selon l'AFIC. C'est pour cette raison que la plupart des fonds de capital-risque organisent des pools investisseurs avec un fonds d'investissement leader, aussi appelé « Lead », afin de partager les bénéfices mais surtout les pertes.

b. LES ACTEURS DU SYSTEME

Au cours de ces dernières années, quelques acteurs du capital-risque se sont détachés du classement en accélérant leurs stratégies d'investissement.

La figure 5 présente les 10 acteurs les plus actifs en capital-risque ces 4 dernières années avec un total de 1,9 milliard d'investissement.

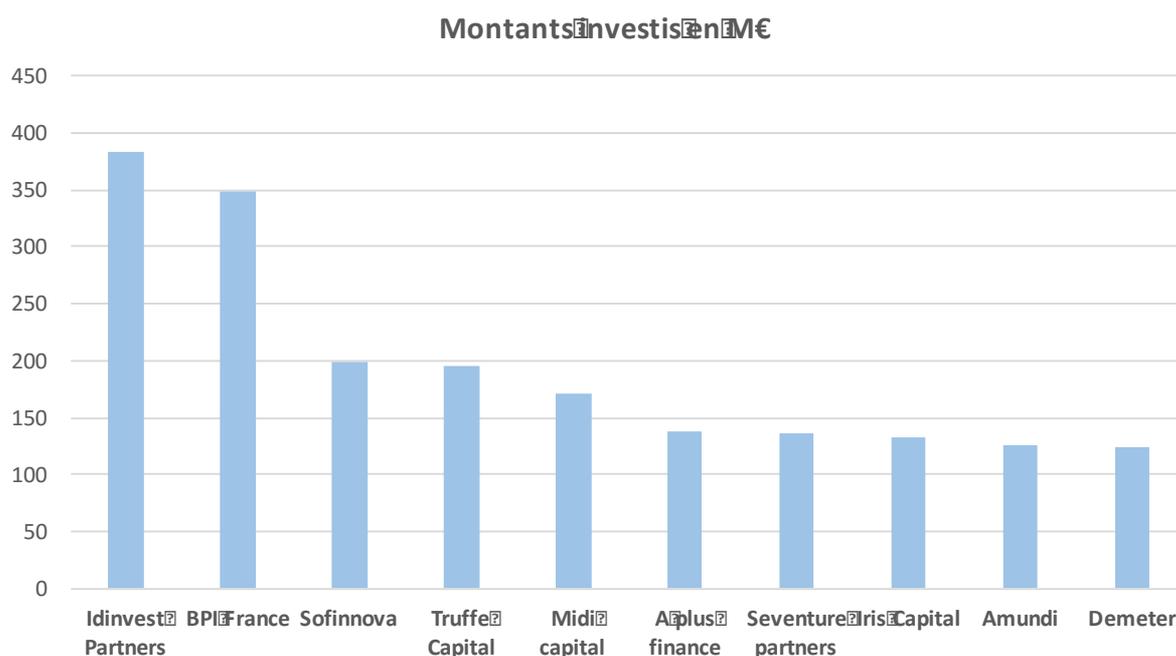


Figure 3 : les 10 acteurs du capital-risque les plus actifs (2012-2015)

En première position, nous retrouvons Idinvest Partners avec 6 milliards d’euros sous gestion. Ce fonds a accompagné plus de 3500 entreprises depuis 1997 dont certaines ont connu un succès fulgurant telles que Deezer (site de musique en streaming), Happn (site de rencontres, lastminute.com (site de voyage), etc.

BPI France est en deuxième position malgré le fait qu’elle ne soit entrée dans le monde du capital investissement que depuis 3 ans. Nous développerons ce nouveau fléau de quasi-nationalisation des startups grâce à l’argent du contribuable dans ma problématique.

Moins de 10% de ces investissements seront destinés au capital-crédit le reste étant investis dans les premiers tours de table en amorçage.

C. CRITERES D’INVESTISSEMENTS

Dans la majorité des cas, les fonds d’investissement préfèrent se positionner sur des secteurs d’activités bien précis. Cela dépend de l’équipe dirigeante et des expériences de chacun. Dans certains segments telle que la Biotech, le fonds concerné doit être doté de personnes capables de comprendre les problématiques et la technicité, parfois très complexes, de ces entreprises.

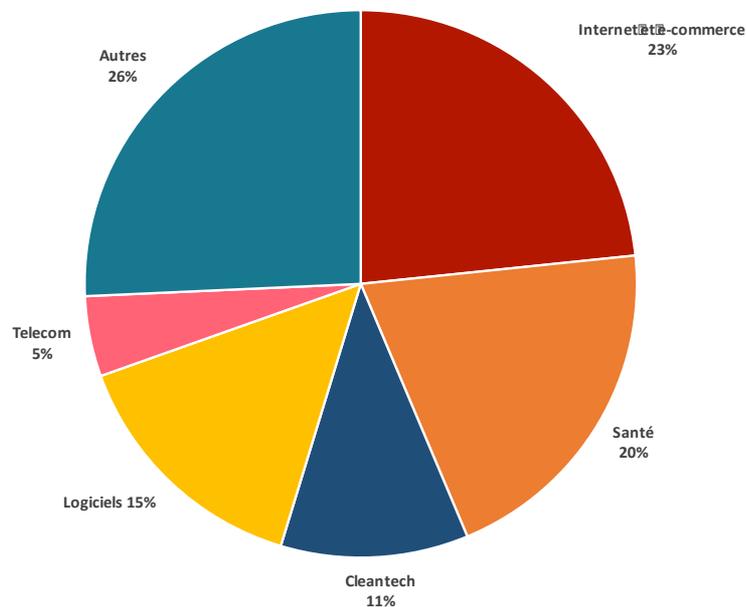


Figure 4 : Investissement par secteur d'activités en % (2012-2015)

Sans surprise, avec la montée en puissance des nouvelles technologies, 23% des montants investis se positionnent sur le segment de l’internet et du e-commerce.

Avec les nouvelles préoccupations environnementales, la Cleantech monte en puissance en terme d'investissement. Les montant investis sont passés de 6% en 2013 à 11% en 2015.

Dès lors qu'une entreprise devient rentable, les fonds de capital-développement prennent le relai pour accompagner ces jeunes entreprises.

2. CAPITAL DEVELOPPEMENT

En 2014, la France se hisse à la première position en terme d'entreprises soutenues² avec 923 jeunes pousses. L'Allemagne et le Royaume-Uni complètent le podium avec 494 et 291 entreprises financées.

a. DEFINITION

Phase moins risquée pour les investisseurs que le capital-risque, le capital-développement sert à financer les entreprises en forte croissance ayant atteint leur seuil de rentabilité. À ce stade, l'entreprise dispose déjà d'un portefeuille de clients important, un chiffre d'affaires en pleine croissance (un minimum de croissance du chiffre d'affaires x2). Les jeunes pousses ont besoin de recruter une équipe commerciale, mettre en place une capacité de production importante et se développer à l'international. Trois facteurs clés qui lui permettront de se faire une place sur leur marché parfois très compétitif.

Moins risqué, certes, car l'investisseur dispose déjà d'un historique des comptes, un top management déjà constitué et un marché existant. En effet, c'est la raison pour laquelle les montant investis dans ce segment sont multipliés par 5 par rapport aux capital-innovation.

b. LES ACTEURS DU SYSTEME

La figure 7 présente les fonds d'investissement en capital-développement les plus actifs en France en 2015. Au sein de ce Top 10, les fonds restent les mêmes les années auparavant, seul le classement peut varier d'une année à l'autre.

² Etude de l'Association Française des Investissements pour la Croissance, 24 Août 2015

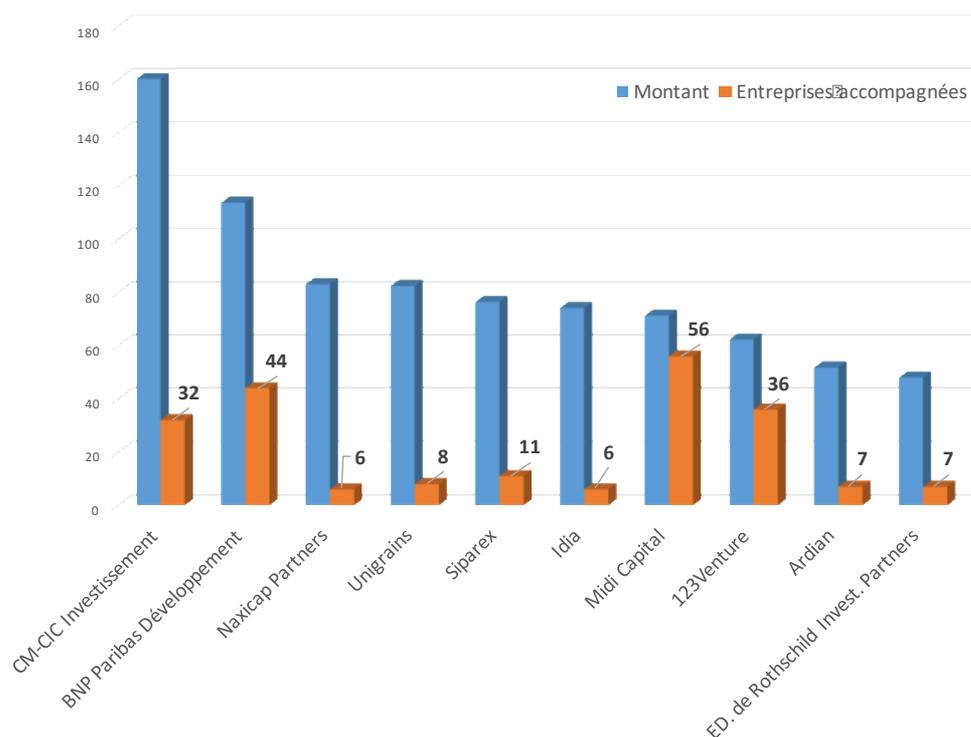


Figure 5 : Les fonds de Capital Développement les plus actifs en France en 2015 (en M€), Cfnews.net

Nous pouvons constater dans la figure ci-dessus que les deux premiers dans le classement, CM-CIC Investissement et BNP Paribas Développement, filiale de grandes banques, sont les plus actifs du marché en terme de montant investis avec respectivement 160,19 et 113,9 millions d'euros. Cependant, en terme de montant investis par entreprise elles sont sur des tickets d'investissement allant de 2,5 à 5 millions d'euros. La figure 8 ci-après représente le classement des fonds par montant investi.

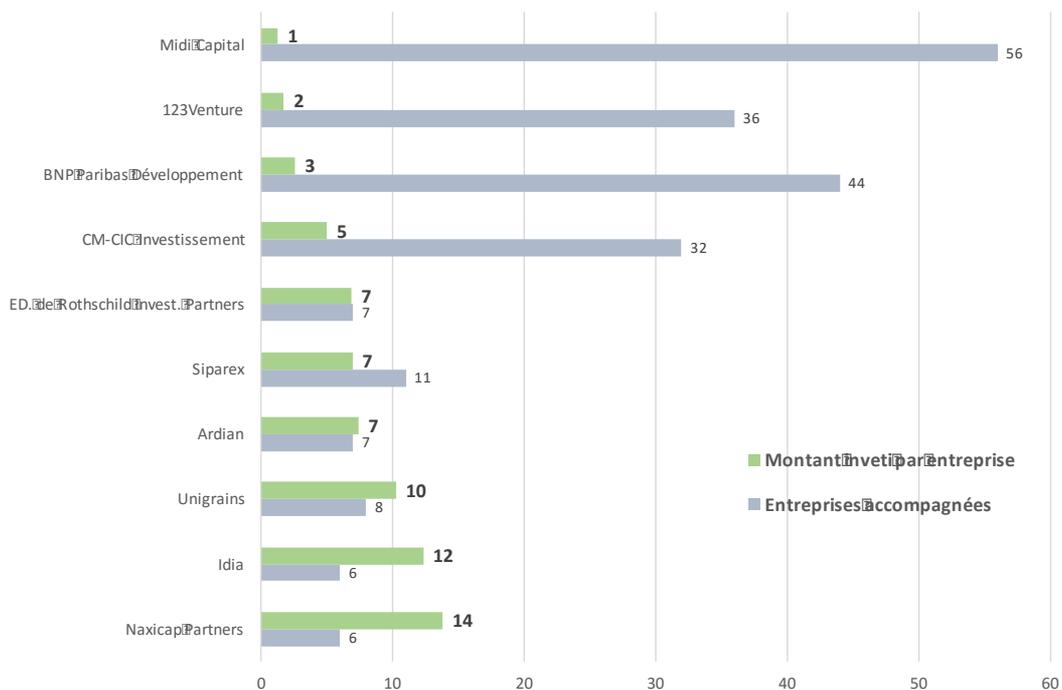


Figure 6 : Ticket moyen des fonds du Top 10 en 2015

Nous retrouvons en haut du classement (de bas en haut) Naxicap Partners, 2 milliards d'euros sous gestion, avec des tickets moyens de 14 millions d'euros. Le podium est complété par Idia, spécialisé dans les agro-industries et les activités viticoles avec un ticket moyen de 12 millions d'euros. Puis, Unigrains en 3^{ème} position, avec 700 millions d'euros sous gestion et qui investit des tickets moyens de 10 millions d'euros.

c. CRITERES D'INVESTISSEMENTS

Les fonds de capital-développement sont, pour la plupart, des généralistes. Ils investissent dans tous les secteurs d'activités, en suivant les opportunités d'investissement et de croissance.

Toutefois nous retrouvons quasiment les mêmes pourcentages en terme de secteur d'activités que dans les fonds de capital-risque car ces tours de tables prennent le relais des capitaux-risqueurs.

Comme nous l'avons vu, les fonds en capital innovation interviennent lors du lancement du projet et les fonds de capital développement dès lors que l'entreprise est rentable. Cependant ces fonds peinent à collecter de l'argent auprès de particuliers au vu des nombreux inconvénients de l'écosystème français. Quelles sont donc les causes de ce manque d'investissement ?

III. LES PIÈCES MANQUANTES AU DÉVELOPPEMENT DES STARTUPS FRANÇAISES :

Les fonds d'investissement ne suffisent pas à la création de nouveaux géants français qui seront capables demain de défier les mastodontes de leur secteur.

Plusieurs maillons manquent à la chaîne du capital investissement français à commencer par l'amorçage. Les business angels (BA) n'investissent pas de très grosses sommes car cela correspond à leur épargne et investir dans une startup qui démarre est très risqué. Ils ne sont pas certains de récupérer leur mise de départ.

Les règles fiscales françaises sont également pointées du doigt car elles n'incitent pas les investisseurs à prendre des risques.

Ensuite, les fonds d'amorçage ou de capital développement n'arrivent pas à collecter suffisamment de fonds auprès des particuliers. Dès lors que la levée de fonds dépasse 50 millions d'euros, nous retrouvons dans la liste des investisseurs que des fonds étrangers. En effet, lors des deux dernières levées de fonds de Blablacar totalisant 300 millions d'euros, nous retrouvons deux fonds américains : Insight Venture Partners et Lead Edge Capital.

1. LES BUSINESS ANGELS : MYTHE OU REALITE ?

Le réseau de business angels en France est composé d'environ 8 000 membres répartis dans tout le pays. Ce sont pour la plupart des cadres retraités, anciens chefs d'entreprises ou des anciens créateurs de startups à succès désirant réinvestir leurs gains réalisés par la vente de leur entreprise.

Actifs en terme de nombre d'entreprises soutenues, les montants des investissements restent toutefois assez timides par rapport au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis.

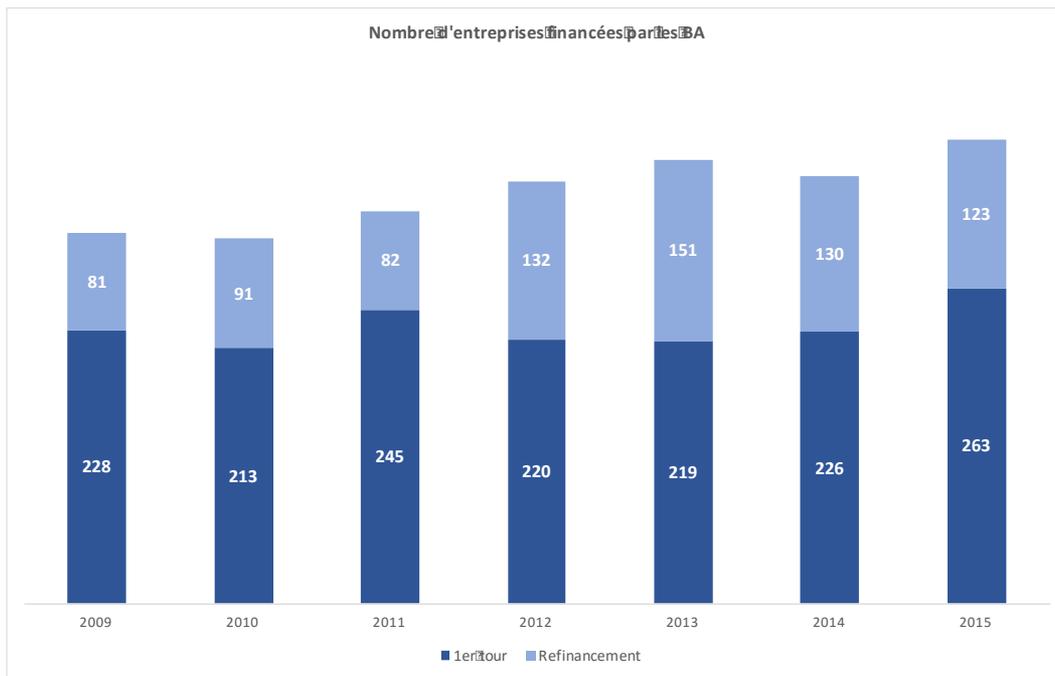


Figure 7 : Nombre d'entreprises soutenues par les BA en France (2009-2015)

En 2015, un total de 386 entreprises ont été soutenues par les BA regroupés sous l'égide de l'association France Angels ; chiffre en augmentation de 8% par rapport à 2014, dont 123 opérations de refinancement. En général, les BA interviennent dans la phase de création ou de post-crétion. Cependant les montants investis ne sont pas très significatifs comme nous le montre la figure ci-dessous.

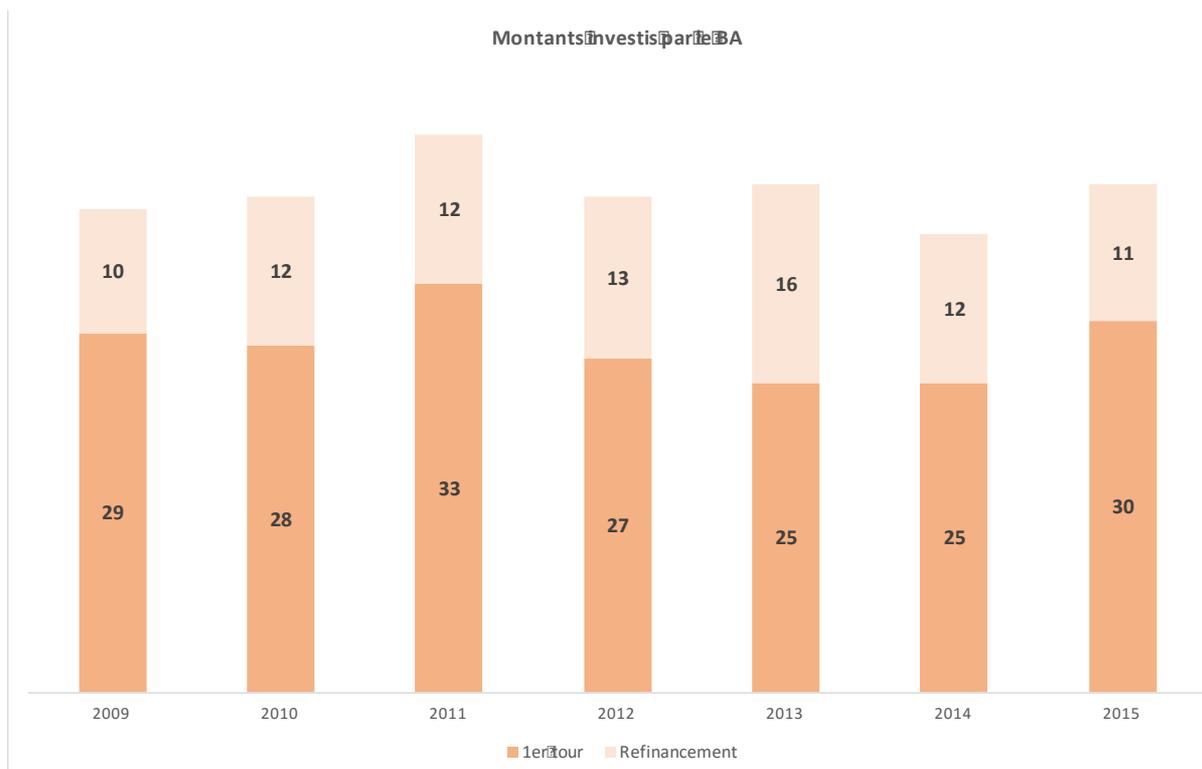


Figure 8 : Évolution annuelle des montants investis par les BA en M€ (2009-2015)

Le graphique nous montre que lors de la période 2009-2015, l'investissement moyen d'un Business Angel en France s'est chiffré à 5 000 euros. Cette investissement moyen est assez faible, et surtout dû à la désorganisation du réseau de BA.

De plus, les BA sont prudents. Ce sont ces personnes-là qui sont le plus exposées au risque car l'entreprise est en cours de création.

Mais n'est-ce pas le rôle du Business Angels ? Aux États-Unis, plus de 15 milliards de dollars sont investis chaque année par les BA tandis qu'en France nous ne dépassons pas les 40 millions malgré nos 8 000 investisseurs. Le montant par business angel aux USA peut atteindre jusqu'à 60.000 euros soit 12 fois plus qu'un français. De plus leur nombre est beaucoup plus significatif, 800 000 BA contre 5 000 en France. Ce n'est pas le nombre de dossiers qui manque mais plutôt un manque d'ambition. Le graphique ci-dessous nous montre les termes d'exigences des BA.

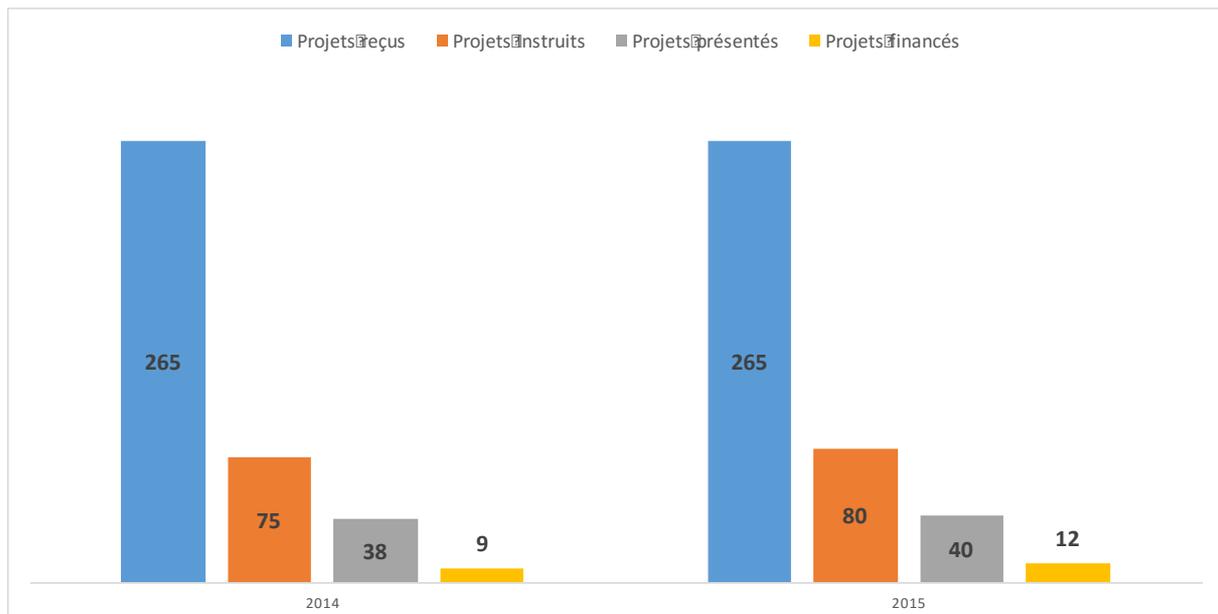


Figure 9 : Le dealflow des BA de Grenoble (2014-2015)

Sur 265 projets reçus, seules 9 entreprises ont été retenus en 2014 et 12 en 2015 soit moins de 4% des projets reçus.

D'après le site d'informations 1001startup³, il existe 3 aspects à prendre en compte pour comprendre ce phénomène que sont l'aversion au risque, la patience et l'épargne. Il compare les business angels de 3 pays : France, Allemagne et Etats-Unis.

³ 1001startups.fr, « la culture influe-t-elle les investissements ».

Commençons par l'aversion au risque des investisseurs français. Tout est question de culture, « un tien vaut mieux que deux tu l'auras » est très ancré chez nos BA et les financeurs en général. Cela s'enseigne dès le plus jeune âge, une maman américaine dirait à son enfant « Go and have fun » quand les parents européens préfèreront un « Fais attention ».

En moyenne, il faut 5 à 8 mois pour convaincre un Business Angel en France et en Allemagne tandis qu'aux USA c'est plus au feeling, soit il est séduit par votre projet soit vous passez à la trappe.

« La patience peut faire germer des pierres à condition de savoir attendre ». Les allemands l'ont bien compris grâce à leur culture de pays industriel, ils savent que les investissements d'aujourd'hui porteront leur fruit plus tard. Les américains sont aussi patients que les allemands mais plus intrusifs. Les investisseurs français raisonneront plutôt du point de vue qu'est-ce que ça m'apporterait et dans combien de temps pourrai-je récupérer mon épargne ? Les français sont les champions de l'épargne avec des encours de 357 milliards d'euros dans les livrets A et 1 700 milliards dans l'assurance-vie. Keynes a toujours critiqué l'épargne car il considérait cela comme une fuite de la consommation. Les américains n'épargnent que 4% de leurs revenus et vivent à crédit.

Heureusement que des investisseurs tels que Xavier Niel (Illiad) ou Marc Simoncini (Meetic) qui font bouger les lignes en France en créant des véhicules d'investissement et des accélérateurs de startup qui ont pour but d'aider les jeunes pousses à se développer. Avec son fonds de capital-risque Kima Ventures, Xavier Niel investit dans une à deux startups par semaine via des mécanismes très simples. Les jeunes pousses peuvent bénéficier de 150.000 euros en deux semaines seulement en plus du réseau du géant des Télécoms.

L'interventionnisme gigantesque de l'Etat via BPI France dans le financement de startups nous démontre la faiblesse de l'investissement privé en France.

Cependant, il faut tout de même parler du système fiscal français qui normalement a pour but d'inciter les investisseurs à placer leur argent dans les startups. Mais quels sont leurs avantages ? Les personnes assujetties à l'ISF obtiennent un abattement fiscal de 50% jusqu'à un montant plafonné de 45.000 euros et avec un maximum de 10.000 euros placés dans des Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (FCPI). De l'autre côté de la manche, ce

montant est ramené à 120.000 euros, plus que le double par rapport à la France. De ce fait les BA anglais sont plus nombreux (25.000 contre 8.000 en France) et plus actifs.

2. LA RIGIDITE DE LA LEGISLATION FRANÇAISE (FRANCE VS UK)

Après la crise de 2008, le Royaume-Uni a été plus touché par les déboires financiers de Wall Street que la France. Alors comment expliquer ce retard ? pourquoi la France n'arrive pas à s'en sortir ?

La courbe de chômage en France commence à peine à s'inverser, le taux de chômage a atteint un plus haut d'environ 11%⁴ tandis que les britanniques et les allemands en sont à un peu plus de 5%. La loi El Khomri, je parle bien de la première version allait donner plus de flexibilité à l'employeur, mais malheureusement la résistance aux changements des salariés français, ou plutôt des syndicats, a réussi à entériner les mesures phares de cette loi. Aujourd'hui en France, le chef d'entreprise est perçu comme le méchant voulant à tout prix délocaliser et licencier ses salariés pour gagner plus. Mais c'est grâce à ces salariés qu'une entreprise peut croître et croire en ses projets. Il ne faut pas oublier qu'il a bien plus de responsabilités que n'importe quel salarié. En plus de devoir nourrir sa famille il doit nourrir aussi celle de tous ses salariés en premier. Les salariés français agissent comme si le fait de licencier pour un entrepreneur est un plaisir qui se dégoûte mais ce n'est pas le cas, pour la plupart d'entre eux. La confiance entre tous les acteurs de l'économie s'est dissipée au fur et à mesure des années. D'après un rapport de la délégation aux entreprises du sénat réalisé en 2015 auprès de plusieurs entreprises fondées par des Français, la différenciation entre les deux pays repose sur 3 axes principaux : la simplicité fiscale et administrative, la flexibilité du code de travail ainsi que la confiance à l'égard de l'écosystème entrepreneuriale.

Les employeurs au Royaume-Uni bénéficient d'un gain de temps considérable, voire même déconcertant par rapport aux français. Tout d'abord, l'employeurs britannique verse toutes les cotisations à un seul et unique organisme de recouvrement en plus du fait d'avoir une fiche de paie bien lisible avec quelques lignes seulement. Les fiches de paie françaises sont aussi longue qu'incompréhensible. De plus les employeurs doivent verser ces cotisations à plusieurs organismes de recouvrement dont : URSSAF, AGIRC, ARRCO, trésor public et pour finir le service des impôts des entreprises.

⁴ Chiffres de l'INSEE, 2015.

Cotisations Salariales (Public)	
Salaires hebdo.	Taux
jusqu'à 155€	-
de 155,01€ à 315€	12%
au-delà de 315€	2%

Cotisations Patronales (Public)	
Salaires hebdo.	Taux
jusqu'à 156€	-
supérieur à 156€	13,8%

Cotisations Salariales (Privé)	
Salaires hebdo.	Taux
jusqu'à 155€	-
de 155,01€ à 770€	11%
de 770,01€ à 315€	12%
au-delà de 315€	2%

Cotisations Patronales (Public)	
Salaires hebdo.	Taux
jusqu'à 156€	-
de 156,01€ à 770€	10,4%
au-delà de 770€	13,8%

Figure 10 : barème des cotisations sociales au Royaume-Uni (source : GOV.UK)

Quant au coût de l'embauche pour l'employeur est bien plus intéressant au Royaume-Uni. Le Français doit s'acquitter d'une charge patronale de 42%. Le total des charges sur les salaires français se chiffre à 60% au total contre 22% pour nos voisins.

Concernant le taux de l'impôt sur les sociétés, un taux unique de 20% est appliqué pour toutes les entreprises et passera à 17% à partir de 2020. En France, le taux est à 33,33% hors réductions fiscales. Les entreprises ne dépassant pas un chiffre d'affaires de 38.120 euros bénéficie d'un taux de 15% mais au-delà les entreprises réalisant 10 milliards ou 100.000 euros se verront taxer de la même manière. Certes, depuis l'éclatement du phénomène des startups, le gouvernement a mis en place certaines dispositions très favorables aux jeunes pousses tels que le statut de Jeune Entreprise Innovante (JEI) qui permet une exonération de l'IS sur les deux premiers résultats positifs et un taux de charges patronales de 22% pour une durée de 7 ans ; le Crédit d'Impôt Recherche leur permettant de bénéficier d'un crédit d'impôt en fonction de leur dépenses R&D (environ 30% de la production immobilisée). Ce sont des avantages non négligeables mais qui demandent malheureusement beaucoup de temps lié aux démarches administratives.

En période de crise, la flexibilité et la souplesse des règles britanniques en terme d'emplois a été très favorables pour le pays. Il y a eu certes des destructions d'emplois mais pas autant qu'en France car c'est la dernière option envisagée par les dirigeants de l'outre-manche. Pour ces derniers l'embauche représente une opportunité pour accompagner la croissance tandis

qu'en France cela représente un risque et des contraintes assez lourdes en terme de temps de travail, période d'essai et licenciement.

Au Royaume-Uni il n'existe pas de code du travail, la relation employeur et employé est essentiellement contractuelle. En cas de litige, les parties se basent sur des textes votés par le parlement et des jurisprudences. Leur flexibilité s'étend également à la période d'essai qui dure 2 ans contre 6 mois en France. Cela favorise la culture du « Win-Win », si le salarié est compétent, l'employeur fera de son possible pour le garder. Toutefois si des problèmes économiques apparaissent lors de cette période l'employeur est libre de s'en séparer sans formalité.

Très libérales, certes, mais ces initiatives fonctionnent parfaitement au Royaume-Uni, le libéralisme ne consiste pas à procurer plus d'avantages à l'employeur mais plutôt d'équilibrer la balance en s'appuyant sur une stratégie de « Win-Win ». La France devrait œuvrer afin de garder ses fleurons et leur procurer des financements suffisants. Malheureusement plusieurs startups françaises se font doubler par des entreprises du même secteur car elles réussissent à lever plus de fonds que ce soit aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni.

La France est en train d'instaurer un taux d'IS à 28% pour les PME, sur un certain seuil de chiffre d'affaires encore inconnu, et qui passera ensuite à 33%. La tranche et les conditions d'obtention sont en cours de négociation, mais pourquoi ne pas généraliser la baisse pour toutes les entreprises afin de simplifier la fiscalité. Ce seuil sera bénéfique pour quelques PME mais pas pour l'ensemble de l'écosystème. Les grands groupes sont en effet mieux équipés pour faire face à un taux de 33%, le plus élevé en Europe, mais c'est grâce à eux que les PME font du business en leur sous-traitant des commandes ou en les associant à des gros marchés. Toutes ces limites font que les startups françaises préfèrent s'expatrier dans des pays où les investissements sont plus importants et plus « spéculatifs ».

3. LA MIGRATION DES IPO : « MIEUX VAUT VIVRE AUX ETATS-UNIS QUE MOURIR EN FRANCE ? », MARC SIMONCINI, FONDATEUR DE MEETIC.

Depuis 2015, le marché des IPO marque une pause à cause des événements politico-économique dans le monde tels que la baisse du prix du pétrole, le Brexit, le krach boursier chinois (...) poussant les investisseurs à être plus prudent rendant ainsi les marchés plus

volatils. En effet, d'après Amundi, les montants levés par IPO dans le monde ont chuté de 65% par rapport au premier trimestre de 2015.

Les startups non cotées valorisés plus d'un milliard n'ont jamais été aussi nombreuses. Nous pouvons en recenser 147 dans le monde à fin mai 2016⁵ dont 12 franchissent la barre des 10 milliards de dollars de valorisation parmi lesquelles Uber (62,5 milliards, USA), Xiaomi (46 milliards, Chine), Airbnb (25,5 milliards, USA), DIDI Chuxing (25, Chine), Palantir (20, USA), etc. le classement est sans surprise dominé par les Etats-Unis avec 89 entreprises et la Chine (25 entreprises). L'Europe compte dans ses rangs une quinzaine dont 6 se trouvent au Royaume-Uni et 5 en Allemagne. La seule startup française figurant dans ce classement n'est autre que Blablacar avec une valorisation de 1,5 milliard de dollars. Certes, ces valorisations ne sont que fictives et disproportionnées, elles reflètent cependant les levées de fonds réalisées ainsi que la confiance des investisseurs. Jusqu'à quand ? Nous le verrons bien en cette fin d'année avec la publication des résultats. La bulle peut exploser à tout moment, car Uber par exemple, valorisée à plus de 60 milliards de dollars continue à réaliser des pertes assez importantes : 1,5 milliard de dollars au premier semestre de 2016. L'entreprise californienne doit investir massivement pour gagner le plus d'utilisateurs possible dans les plus brefs délais.

De nombreuses entreprises repoussent leur introduction en bourse afin de lever plus de fonds et de gonfler de facto leur valorisation. Car aujourd'hui même les Hedge Funds, investisseurs traditionnels sur les marchés publics, commencent à investir dans les startups.

Les Etats-Unis, autre eldorado pour les startups avec sa Silicon Valley et les GAFAs tels que Facebook et Google accueille plusieurs entreprises venant des quatre coins du monde pour se donner les moyens de se développer.

Plusieurs Français ont sauté le pas et se sont dirigés vers le pays de l'Oncle Sam. Samir Addamine, fondateur de Follow Analytics (logiciel d'analyse de données), a commencé son aventure en 2013. Il n'arrivait pas à lever des fonds auprès de l'écosystème français. Après s'être fait remarquer par le Wall Street Journal, il réussit à réunir 3 millions de dollars en quelques mois en pitchant n'importe où (starbucks, restaurants, aéroports, ...) et n'importe quand grâce à une stratégie de porte à porte. Puis en 2015 et 2016 il réussit une levée de fonds de 13,5 millions de dollars. Il explique que le processus d'investissement des fonds de capital-risque américains s'est industrialisé. Le processus débute par un mail, puis un call de

⁵« Billion dollar start-up club », Wall Street Journal.

30 minutes, une rencontre avec un junior et pour finir un rendez-vous d'une heure avec un senior.

Parmi les success story française nous retrouvons Criteo et talend, toutes deux cotées au NASDAQ, l'indice phare des valeurs de la tech. La startup spécialisée dans la publicité en ligne, Criteo, était obligée de s'expatrier pour grandir. Elle a réussi à conquérir le marché américain, on l'appelle même le Google français. L'entreprise a réussi à lever plus de 240 millions de dollars en 2013, valorisant, à l'époque, l'entreprise à 1,5 milliard de dollars. L'entreprise compte aujourd'hui 1.840 employés et est valorisée 2,5 milliards de dollars.

Quant à Talend, société de logiciel de big data, s'y est introduite mi-2016 levant plus de 100 millions de dollars en une journée valorisant la startup à plus de 760 millions de dollars.

Les entrepreneurs français sont obligés de partir voir ailleurs lorsque l'entreprise atteint une certaine maturité. L'herbe y est plus verte malheureusement car l'Europe ne dispose pas d'un indice permettant de donner tant de visibilité et d'aura pour les entreprises du secteur des nouvelles technologies autant que le NASDAQ.

D'autres startups, qui n'ont pas encore atteint la taille pour une cotation, avec une technologie révolutionnaire se font racheter par des entreprises plus importantes à la recherche de nouvelles idées et de croissance externe afin de développer ou de diversifier leur activité.

4. SE FAIRE RACHETER : LE TICKET 100% GAGNANT !

Grâce aux montagnes de cash disponibles chez les géants de la technologie tels que Google, Apple, Microsoft (...), les croissances externes vont de bon train. Ces groupes acquièrent un produit, une technologie ou des talents à bon prix car ces startups n'ont pas encore atteint un niveau critique et des revenus florissants.

L'introduction en bourse ou le rachat d'une startup représente la meilleure sortie des fonds d'investissement car souvent, ces startups sont reprises à des valeurs stratégiques bien plus élevées que la valeur réelle. L'exemple le plus récent concerne Withings, le pionnier français des objets connectés. La startup est passé sous pavillon Finlandais, rachetée par Nokia, pour un montant de 170 millions d'euros. Certes les fondateurs et les investisseurs vont toucher le gros lot, mais passer sous pavillon étranger n'est pas toujours une opération « Win-Win ».

Plusieurs autres acquisitions ont été réalisées par les géants américains ces dernières années à des montant pas aussi élevé telle que FlexyCore, une startup rennoise acquise par Google à

17 millions d'euros. RunmyProcess a été racheté par le groupe japonais Fujitsu, MyFab et FlexyCore par Google, Capptain par Microsoft, Mesagraph par Twitter ... toutes ces entreprises ont été rachetées à des montants ne dépassant pas les 30 millions.

Ces sociétés ne réussissent pas à lever des fonds à tous les coups ce qui permet d'atténuer leur valorisation. Elles avaient pour la plupart des perspectives de croissance devant elles mais l'écosystème français ne leur permet pas de concurrencer les géants par la faiblesse des investissements. Mais se faire racheter par des étrangers est-ce le destin de nos startups ? Car l'autre option qui se présente devant une offre de rachat est la levée de plusieurs dizaines de millions pour financer une croissance internationale.

De plus les intégrations des startups au sein de grands groupes ne se passe pas toujours comme prévu. Certaines startups réussissent leur lune de miel comme Wit.ai, spécialiste de la reconnaissance vocale, rachetée par Facebook en 2015. Cette jeune pousse est devenue en un an le cœur de la reconnaissance vocale pour les logiciels et les applications de Facebook et les équipes sont très bien intégrées au sein de leur nouvel environnement avec des postes assez importants. Ce n'est pas le cas pour la majorité de ces startups, elles connaissent souvent des problématiques variées telles que turnover, départs forcés, coupes budgétaires et changement de stratégies.

L'Europe compte ses succès entrepreneuriaux sur les doigts d'une main. Au cours de cette décennie aucun Facebook ou Twitter a fait son apparition au sein du vieux continent. Les entreprises françaises privilégiant la revente de leur société se voient souvent reprocher leur frilosité. Partir ou être rachetées pour grandir, telle est la question que nous nous sommes également posés pour un dossier de levée de fonds de notre portefeuille. Nous allons voir dans la partie suivante le cas de cette entreprise à la recherche de financements afin de se développer à l'international.

IV. CAS PRATIQUE

Pour des raisons de confidentialités, nous nommerons l'entreprise concernée XYZ.

Dès mon arrivée au sein de SINNOPTIC au mois d'Avril, ce dossier m'a été présenté pour une levée de fonds. J'ai eu l'opportunité de rencontrer le Fondateur-Dirigeant en compagnie de M. Christophe DEL TOSO pour un premier rendez-vous de présentation. Lors de ce meeting, le fondateur nous a présenté la société, ses besoins, ses envies ainsi que les raisons pour lesquelles l'entreprise avait besoin de fonds.

1. INTRODUCTION DU CAS : PRESENTATION DE L'ENTREPRISE NOMMEE XYZ, DU BESOIN, DU DEROULEMENT DES ACTIONS :

a. PRESENTATION DU PROJET :

Après ce premier rendez-vous, nous avons mis en place un répertoire commun avec la startup XYZ afin qu'elle nous fournisse des documents à partir desquels nous pouvions réaliser la documentation nécessaire à la levée de fonds. En effet, nous avons travaillé sur un Teaser et un Confidential Information Memorandum (CIM) dans un premier temps.



XYZ, entreprise fondée en 2010 par M. MD, son actuel Président Directeur Général après une expérience de 10 ans au sein de Schlumberger, multinationale de services et équipements pétroliers. Il a fondé XYZ après avoir décelé un besoin fort pour les entreprises du secteur d'activités des Semi-conducteurs. Ces matériaux largement utilisés en électronique pour réaliser des circuits intégrés, des transistors, etc.

XYZ est spécialisée dans les tests de Semi-conducteurs, c'est-à-dire que ces produits vérifient si les matériaux fonctionnent bien et reçoivent le courant nécessaire pour leur bon fonctionnement en fin de chaîne.

L'innovation de l'entreprise réside dans la composition de leurs circuits électriques.

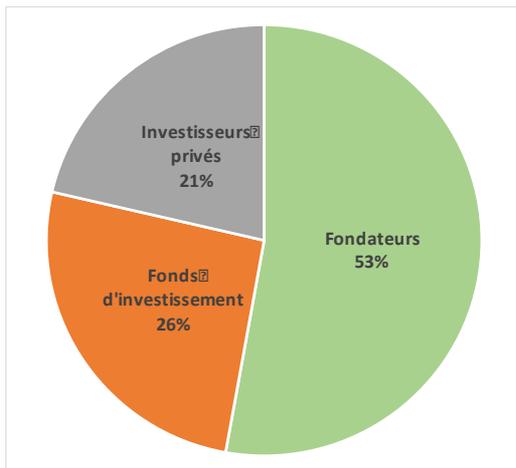
La solution proposée par la startup permet de :

- Diviser le coût du matériel par 2,
- Diviser la consommation d'énergie par 4
- Réduire le temps de mise en place et d'installation de 50%

L'entreprise compte actuellement 19 personnes et dégage un chiffre d'affaires de 1,3 million d'euros.

L'entreprise compte aujourd'hui une gamme de 3 produits différents qui correspondent à la taille de la chaîne de production (petite, moyenne ou grande série) et grâce à son innovation, XYZ propose aujourd'hui des prix divisés par 2 par rapport à la concurrence.

b. HISTORIQUE DES LEVEES DE FONDS :



La startup technologique a déjà levé 4,5 millions d'euros dont 2,2 millions en capitaux propres et 2,3 en dettes bancaires et BPI France en 4 étapes.

Tour #1 - 2010 : Levée de fonds de 1 million d'euros dont 50% en fonds propres auprès d'un fonds d'amorçage français et le reste en dettes bancaires et BPI. Ce tour a permis à XYZ de financer sa R&D.

Tour intermédiaire #2 - 2012 : Levée de fonds de 720k€ euros en Obligation Remboursable en Actions (ORA) auprès du même fonds, les fondateurs et les privés. Ce tour a permis à l'entreprise de mettre sur le marché son premier produit

Tour #3 - 2013 : Levée de fonds de 1,5 million d'euros dont 647k€ en fonds propres et 871 k€ en dettes bancaires et BPI. Ce tour a permis de recruter une équipe commerciale et d'accélérer la stratégie de Go-To-Market.

Tour intermédiaire #4 - 2014 : transformation de 500 Bons de Souscription de Part de Créateur d'Entreprise (BSPCE) en actions et 609 ORA pour un total de 300k€ en haut de bilan et 600k€ en dettes bancaires. Celle-ci a servi à la startup de se développer en Asie.

c. DETERMINATION DE LA STRATEGIE

Après la réalisation des premières trames des documents à présenter aux investisseurs, nous avons réalisé un plan de financement sur 5 ans (Annexe 1, page 52) et un prévisionnel (Annexe 2, page 53) afin de déterminer le besoin de financement en rapport avec la stratégie de l'entreprise. Nous avons déterminé un besoin de 3,3 millions d'euros dont 1,8 M€ en Fonds propres afin de :

- Installer des bureaux de représentation en Asie, où la plus grande partie du business, des semi-conducteurs est réalisée, en Europe ainsi qu'aux Etats-Unis,
- Renforcer le service après-vente et accélérer la livraison des matériaux,
- Faire de la promotion et du marketing auprès des acteurs concernés,
- Continuer les efforts de Recherche et de Développement.

À ce jour, Le marché des Semi-conducteurs représente 3 milliards d'euros dont 90% sont détenues par 3 gros acteurs du secteur : Teradyne, Advantest et LTX-Credence.

XYZ a déjà réalisé plusieurs preuves de concepts. 50% des clients ont repassé des commandes auprès de l'entreprise. Elle dispose à ce jour d'un portefeuille de clients assez important composé de grands groupes internationaux.

Lors de cette levée de fonds, plusieurs problèmes se sont posés. La première question était de savoir s'il fallait proposer le dossier en capital-risque ou en capital-développement, ensuite le problème de la dette de XYZ. BPIfrance a octroyé de nombreux prêts avec remboursement différés ; ceci peut parfois être une véritable bombe à retardement pour les startups. En effet, la dette peut s'accumuler à tel point qu'il est nécessaire de lever de nouveaux capitaux propres pour, d'une part, rétablir les ratios dettes sur fonds propres et, d'autre part, rembourser la dette. La deuxième problématique était la position de l'investisseur historique qui avait fait valoir son souhait de ne pas participer au tour de table et de ce fait sortir si l'opportunité se présentait. Les questions étaient alors : à quelle valorisation ? et est-ce que les fonds entrants seraient d'accord pour racheter les parts du fonds sortant ?

2. 3EME TOUR DE TABLE :

a. CHOIX DES INVESTISSEURS

Etant donné que les fonds de capital développement interviennent en général lorsque deux critères sont remplis : la rentabilité et un chiffre d'affaires supérieur à 2 millions d'euros. De plus, au vu des investissements actuels, ce dossier paraît trop important pour les capitaux-risqueurs et trop petit pour les fonds de Capital développement.

De plus, XYZ dépense beaucoup de cash pour le développement de ses produits et sa R&D. Elle compte atteindre 20 millions d'euros de CA en 2021 mais pour ce faire une levée de fonds est indispensable. Mais les levées de fonds en série C sont toujours plus complexes car en général, les fonds doivent rentrer au capital à des valorisations bien plus élevées par rapport

aux premiers tours de table, qu'ils essayent de minimiser et assurer la sortie des fonds déjà présents au capital qui cherchent à maximiser ladite valorisation. Le fonds d'investissement historiques voudrait sortir car cela fait déjà 6 ans qu'ils est présent au capital de XYZ.

Cependant, les fonds d'investissement Français sont très frileux à l'idée d'investir dans du Hardware (équipements) car cela demande des niveaux de CAPEX (Capital Expenditure) très élevés. Il n'est pas facile de s'implanter dans ces domaines car il y a beaucoup de concurrence qui réalise déjà des économies d'échelle tout en confortant ses marges. Quant aux clients grands comptes, ils sont assez méfiants car le changement d'équipements est très risqué :

- Investissement important au départ (renouvellement du parc machines),
- Risque de mise en œuvre opérationnelle,
- Risque financier lié à la taille de l'entreprise qui fournit la solution. Sera-t-elle toujours en vie dans 3 ans ?

Toutefois, XYZ a du potentiel car elle divise le CAPEX des entreprises par 2, la consommation d'énergie par 4 ainsi que le temps d'installation et les coûts de mise en place par rapport aux concurrents.

Nous avons donc commencé à rechercher des fonds ou des entreprises étrangères, plus précisément en Asie car leur marché y est plus développé qu'en Europe. À horizon 2030, la Chine compte investir plus de 100 milliards de dollars pour devenir le N°1 des semi-conducteurs.

b. RESTRUCTURATION DU CAPITAL ET DE LA DETTE :

Afin d'améliorer le plan de financement de l'entreprise et utiliser les fonds levés pour le développement (et non pas pour rembourser les dettes), nous avons pris contact avec les banques afin de convertir une partie de la dette de l'entreprise (848,5k€) en capital. Cela aurait permis à l'entreprise de faire baisser son ratio dettes sur fonds propres à moins de 0,5 pour qu'elle puisse bénéficier d'un nouvel effet de levier au moment de l'augmentation de capital. Les banques n'ont pas donné suite à notre demande et ont proposé au contraire un étalement supplémentaire de deux années. Une partie de l'emprunt contracté suite à la levée de fonds sera également différée de 2 ou 3 ans. Avec ce schéma, XYZ réalisera des économies à hauteur d'1,5 million d'euros d'ici 2021.

D'autre part, le fonds actionnaire préfère sortir du capital de XYZ car s'il ne souhaite pas participer à un nouveau tour de table, il sera dilué à hauteur de 5% supplémentaire avec l'entrée dans le capital d'un nouvel investisseur.

Par ailleurs, en 2012, l'investisseur historique avait réalisé une augmentation de capital en quasi fonds propres avec des Obligations Remboursables en Actions à hauteur de 382k€ qui devraient être soit remboursées en 2016 et 2017 soit converties en actions. Cette dernière solution est la plus adéquate pour le fonds d'investissement au cas où il voudrait continuer l'aventure avec XYZ et cela ramènerait la dilution à 1% au lieu des 5% auparavant. En effet, le pacte d'associés stipule que si le fonds et la société sont d'accord, le fonds d'investissement bénéficiera de 573 actions supplémentaires.

c. VALORISATION :

Plus la valorisation Pré-Money du tour de table à venir sera élevée, plus l'actionnaire historique maximisera sa plus-value. De l'autre côté, le fonds entrant devra faire en sorte de minimiser la valorisation afin de bénéficier d'une part de capital plus élevée. Ce sont les dirigeants qui sont le plus dilués au fur et à mesure des tours de table. Dans ce cas les dirigeants passeraient, après cette nouvelle levée de fonds, de 53% à 40%.

Comme le dit Christophe Del TOSO : « Valoriser une startup est plus un art qu'une science. Il est difficile de valoriser une société qui n'a pas de passé et pas encore de futur ! ».

En pratique, il est rare que les prévisions faites par ces entreprises soient respectées.

Néanmoins, la méthode la plus adaptée pour valoriser ce genre d'entreprises reste le DCF : méthode de valorisation la plus courante. Les multiples viennent ensuite pour la vérification du résultat des DCF. Nous utilisons également, en plus de la Backward Valuation, les comparables avec d'autres sociétés du même secteur et de la même taille.

En ce qui concerne XYZ, nous avons conclu sur la valorisation suivante :

Méthode	Valorisation Pre-Money
DCF 1	7 625 513 €
DCF 2	6 838 604 €
Backward Valuation (TRI = 8%)	7 470 654 €
Moyenne	7 311 591 €
<i>Ecart type vs Moyenne</i>	<i>315 324 €</i>
<i>Ecart type vs Moyenne en %</i>	<i>4,3%</i>

Nous préconisons une valorisation Pre-Money⁶ de 7,3 millions d’euros soit 732€/action.

Les valorisations proposées par les cabinets de conseil et les entreprises elles-mêmes sont toujours minorées par les fonds. Ils se basent sur leurs participations et disposent de leurs propres multiples.

3. SYNTHESE

XYZ peut devenir leader des tests de semi-conducteurs grâce à son innovation qui permet aux clients de :

- Diviser le coût total par 2,
- Diviser la consommation d’énergie par 4,
- Réduire de 30 à 50% les coût d’installation et de mise en place,
- Permettre la mise à jour des anciens systèmes sans devoir réinvestir.

Cependant, d’un côté, l’écosystème français ne permet pas aujourd’hui de financer ce type de projet. En effet un 3^{ème} tour de table de 3 millions d’euros est trop grand pour les fonds de capital-risque, et pas encore rentable pour les fonds de capital-développement. De l’autre côté, tous les fonds réalisent des investissements en pools d’investisseurs. Il faut trouver un lead, c’est à dire un fonds qui va prendre la décision d’investir, ce qui incitera d’autres fonds de suivre. Cet inconvénient nous rend la tâche encore plus compliquée car il faut trouver 2 ou 3 fonds de capital-risque, qui investissent des tickets de l’ordre de 600k€ à 1 million d’euros chacun.

⁶ Valorisation Pre-Money = Valorisation Post Money – Levée de Fonds.

Les solutions qui nous paraissent les plus plausibles seraient d'une part, prendre contact avec des entreprises asiatiques de semi-conducteurs pour les inciter à entrer dans le capital de XYZ. Cela lui permettra de pénétrer le marché asiatique plus facilement grâce aux réseaux des dites entreprises. Nous avons identifié 4 entreprises japonaises et 2 chinoises, cotées sur leur marché respectif, et qui détiennent des parts dans de grandes entreprises de semi-conducteurs.

D'autre part, nous revenons au point de départ qui est de dire, personne ne veut investir donc nous vendons pour grandir. Ces groupes asiatiques peuvent également être intéressés par la technologie de XYZ et décider d'acquérir l'entreprise. Ce serait une très belle opération pour tout le monde car le prix payé par ces dernières ne correspondra pas au 7,3 millions d'euros de valorisation Pré-Money mais à une valeur stratégique d'acquisition qui monétisera la technologie. Dans ce dernier cas, l'entreprise ne sera plus sous pavillon français et nous perdrons à nouveau un projet industriel. Aujourd'hui, lorsque vous ne faites pas partis d'une startup du secteur numérique (internet, logiciel, ...), vous aurez moins de chances de lever des fonds en France.

CONCLUSION :

Jean TIROLE, prix Nobel de l'économie, a dressé un rapport sur le capital-risque français destiné au gouvernement. Ce rapport faisait ressortir le manque d'attractivité de la France en matière d'investissement. La première problématique qu'il dresse repose sur le fait que le capital-risque français est bel et bien existant mais avec moins de moyens que nos voisins et moins d'investisseurs étrangers.

Aujourd'hui, les étrangers ne sont pas vraiment incités à investir en France, et c'est bien pour cette raison que les fonds levés auprès des fonds français restent insuffisants pour financer la croissance de nos startups.

Jean TIROLE préconise tout d'abord de revoir la fiscalité française et de revenir avec des idées de simplification et de baisse afin de concurrencer nos voisins allemands et britanniques. Le choc de simplification a déjà été mis en œuvre sans que ce soit ne pousse ce projet au bout. Le régime fiscal le plus favorable en matière de taxation de plus-values correspond au niveau de taxation le plus élevé au Royaume-Uni.

Ce rapport dresse également un avis critique sur le rôle de Bpifrance dans l'écosystème du capital-risque français. L'investissement public reste le bienvenu tant que la faiblesse de l'investissement privé demeurera. Mais pour le prix Nobel, Bpifrance peut être un frein à l'émergence d'un écosystème autonome privé. En effet, cette banque est dirigée par le gouvernement, sans en avoir les compétences nécessaires pour dénicher les blablabar de demain, et in-fine peut être instrumentalisée à des fins politique. Il suggère donc la présence d'acteurs indépendants au sein du conseil d'administration de Bpifrance pour limiter ces effets d'instrumentalisation.

La montée en puissance des entreprises du numérique et de l'« ubérisation » de l'économie affecte et affaiblit celles du secteur industriel traditionnel. En effet, ces entreprises ont des projets pour croître mais trouvent difficilement des financements car d'un côté, les banques ne veulent pas se risquer à leur prêter de l'argent au vu des difficultés économiques actuelles et de l'autre, les fonds d'investissement ne les trouvent pas assez « sexy » en terme de croissance et de création de valeur.

Quel est donc le sort des petites PME françaises qui n'ont pas l'occasion de profiter de ce système ?

BIBLIOGRAPHIE – SITOGRAPHIE :

MOUGENOT Gilles, et al. Tout savoir sur le capital investissement. 4^e édition.
Paris : Gualino, 2014, 580 pages.

CFNEWS magazine, Capital Développement : classement des fonds 2015. Février 2016,
N°9.

Rapport d'information n° 534 (2014-2015) de M. Olivier CADIC et Mme Élisabeth
LAMURE, fait au nom de la Délégation aux entreprises. Pourquoi le Royaume-Uni séduit
les entrepreneurs français, déposé le 18 juin 2015.
<http://www.senat.fr/rap/r14-534/r14-534.html>

Chausson Finance, Indicateur semestrielle de capital-risque.
<http://www.chaussonfinance.com/indicateur>.

Association Française des Investisseurs pour la Croissance, études et statistiques 2011-2015.
<http://www.afic.asso.fr/fr/etudes-statistiques/les-statistiques-du-capital-investissement.html>.

Cercle d'outre-manche, 8 mesures prioritaires pour faire décoller nos start-ups.
http://cerclodoutremanche.com/public/var/hpimages/rapport-com_mai-2016.pdf.

Kevin Bresson, La culture influe-t-elle l'investissement ? 1001 startups,
<http://1001startups.fr/culture-investissement-france/>.

FrenchFunding, Comment financer sa levée de fonds ?
<http://frenchfunding.fr/la-leeve-de-fonds/#.V865bLzHUUE>.

Géraldine RUSSELL, Le rapport alarmant sur le financement des start-up en France. Le
Figaro tech&web.
<http://www.lefigaro.fr/secteur/high-tech/start-up/2016/07/05/32004-20160705ARTFIG00263-le-gouvernement-veut-repenser-l-investissement-dans-les-start-up.php>.

Denis HOUDET. Ces start-up contraintes de pousser trop vite. Les Echos, 24 Février
2016.
<http://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/auteurs/index.php?id=70951>

Freddy RICO, 5 idées reçues sur la levée de fonds. Les Echos, 8 Juin 2016.
<http://start.lesechos.fr/entreprendre/actu-startup/startup-5-idees-recues-sur-la-leeve-de-fonds-4848.php>

Laure-Emmanuelle HUSSON, Le français Talend fait une entrée réussie au NASDAQ.
Challenges, 1^{er} Août 2016.
<http://www.challenges.fr/high-tech/20160801.CHA2211/trois-ans-apres-criteo-premiers-pas-reussi-pour-talend-au-nasdaq.html>

Jérôme MARIN, La Silicon Valley, une bulle qui menace d'éclater ? Le Monde, 29 Février 2016.

<http://siliconvalley.blog.lemonde.fr/2016/02/29/dans-la-silicon-valley-une-bulle-qui-menace-declater/>

Aude FREDOUELLE, Pourquoi les start-up tech repoussent-elles leur introduction en bourse ? JournalDuNet, 16 février 2015.

<http://www.journaldunet.com/web-tech/start-up/ipo-start-up/>

Réseau Entreprendre, Avantages et inconvénients de l'ouverture du capital. Les Echos Business, 10 Juillet 2015.

<http://business.lesechos.fr/outils-et-services/guides/guides-levee-de-fonds/avantages-et-inconvenients-de-l-ouverture-du-capital-200176.php>

Louis CARLE, Se faire racheter, mission impossible ? 10 startups françaises prouvent le contraire. Maddyness, 19 Février 2016.

<https://www.maddyness.com/finance/2014/09/09/startup-rachats-france/>

Arnaud TOUATI, Startups, comment financer l'explosion de la croissance ? Maddyness, 29 Juillet 2016.

<https://www.maddyness.com/finance/2016/07/29/tribune-startups-financer-croissance/>

Nathalie Villard, La France, ce pays qui crée des startups à la chaîne. Capital.fr, 9 Septembre 2015.

<http://www.capital.fr/enquetes/dossiers/la-france-ce-pays-qui-cree-des-start-up-a-la-chaine-1046517>

Sophie EUSTACHE, Les 50 licornes technologiques européennes à suivre en 2016. Usine - Digitale.fr, 21 Mars 2016.

<http://www.usine-digitale.fr/article/les-50-licornes-technologiques-europeennes-a-suivre-en-2016.N384371>

Groupe Randstad France, Les startups, un vivier d'emploi en France ? 10 Septembre 2015.

<http://resources.grouperandstad.fr/les-start-up-un-vivier-demploi-en-en-france/>

TABLE DES ANNEXES :

[Annexe 1 : Plan de financement de XYZ](#)

BESOINS	2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021	
Variation du BFR		-117 869 €	441 699 €	956 304 €	1 678 645 €	965 733 €	1 685 211 €							
Investissements Prod. Immo		550 900 €	494 701 €	391 263 €	324 906 €	263 323 €	198 597 €							
Investissements Corp. Autres		80 000 €	609 000 €	438 000 €	411 000 €	483 500 €	605 665 €							
Remboursements d'emprunts + OC		319 307 €	402 469 €	444 750 €	611 976 €	572 309 €	496 705 €							
Remboursements de comptes courants		- €	- €	- €	- €	- €	- €							
TOTAL BESOINS	- €	832 337 €	1 947 869 €	2 230 317 €	3 026 526 €	2 284 864 €	2 986 178 €							
RESSOURCES	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021							
Fonds propres		1 800 000 €	- €	- €	- €	- €	- €							
Comptes courants associés		- €	- €	- €	- €	- €	- €							
Emprunts bancaires		1 500 000 €	- €	- €	- €	- €	- €							
Aide régionale		- €	- €	- €	- €	- €	- €							
CAF		592 665 €	301 842 €	1 121 751 €	3 202 164 €	4 415 024 €	5 028 996 €							
TOTAL RESSOURCES	- €	3 892 665 €	301 842 €	1 121 751 €	3 202 164 €	4 415 024 €	5 028 996 €							
RESSOURCES - BESOINS	- €	3 060 328 €	-1 646 028 €	-1 108 566 €	175 638 €	2 130 160 €	2 042 818 €							
CUMUL	428 256 €	3 488 584 €	1 842 556 €	733 991 €	909 629 €	3 039 789 €	5 082 607 €							

Figure 1.1 : Plan de financement XYZ

Annexe 2 : Prévisions financières de XYZ

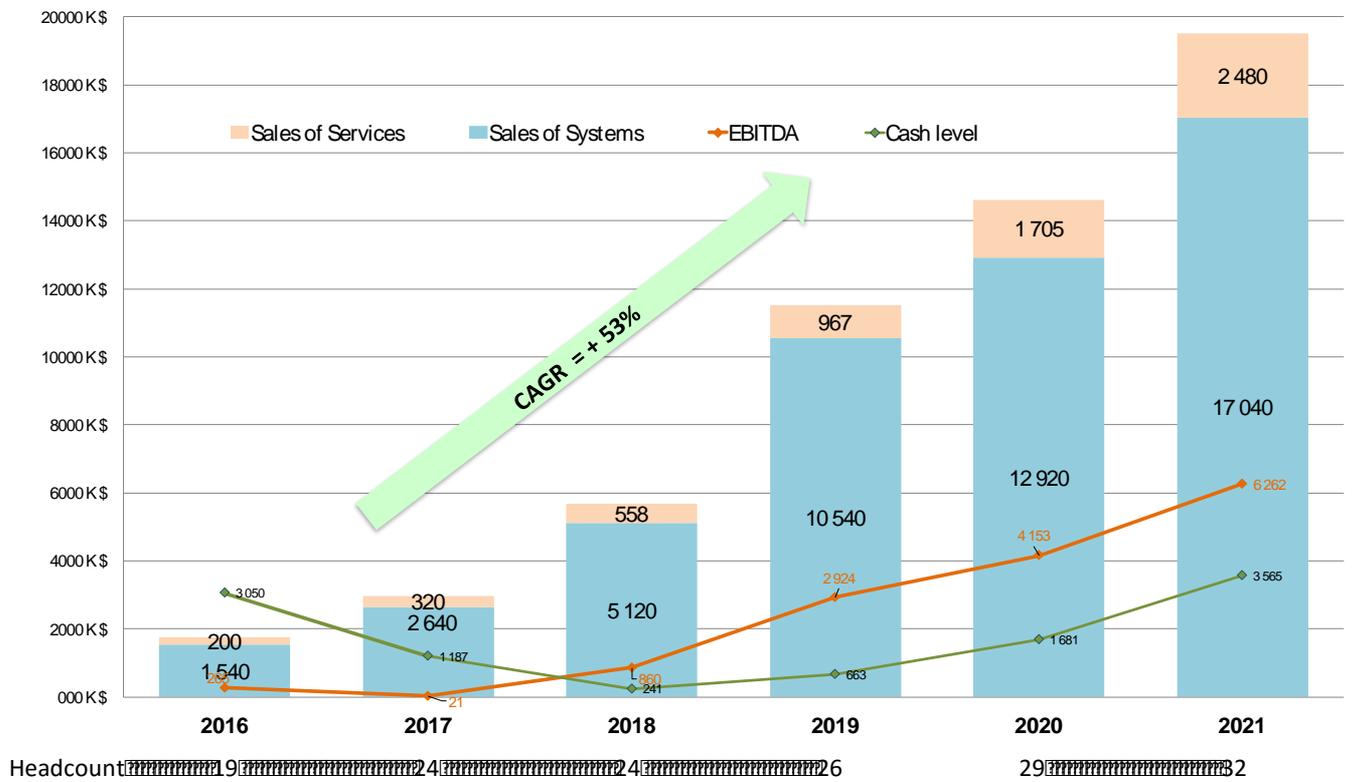


Figure 12 : Prévisions financière de XYZ en K€

TABLE DES MATIERES :

DECLARATION ANTI-PLAGIAT	5
AUTORISATION DE DIFFUSION	6
AVANT-PROPOS :	9
INTRODUCTION : « LA FRANCE, CE PAYS QUI CREE DES STARTUPS A LA CHAINE ! », CAPITAL.	10
I. LA LEVEE DE FONDS	12
1. PRESENTATION DU PROCESSUS :	12
A. PREREQUIS DE LA LEVEE DE FONDS :	12
B. INSTRUCTION DE DOSSIER :	13
C. FINALISATION DU PROCESSUS	16
2. QUELS SONT LES AVANTAGES ET LES INCONVENIENTS D'UNE LEVEE DE FONDS ?	17
A. INCONVENIENTS :	17
B. AVANTAGES :	19
II. PANORAMA DES FINANCEMENTS DANS LA VIE D'UNE STARTUP :	21
1. CAPITAL-RISQUE OU CAPITAL-INNOVATION :	22
A. DEFINITION :	22
B. LES ACTEURS DU SYSTEME	23
C. CRITERES D'INVESTISSEMENTS	24
2. CAPITAL DEVELOPPEMENT	25
A. DEFINITION	25
B. LES ACTEURS DU SYSTEME	25
C. CRITERES D'INVESTISSEMENTS	27
III. LES PIECES MANQUANTES AU DEVELOPPEMENT DES STARTUPS FRANÇAISES :	28
1. LES BUSINESS ANGELS : MYTHE OU REALITE ?	28
2. LA RIGIDITE DE LA LEGISLATION FRANÇAISE (FRANCE VS UK)	32
3. LA MIGRATION DES IPO : « MIEUX VAUT VIVRE AUX ETATS-UNIS QUE MOURIR EN FRANCE ? », MARC SIMONCINI, FONDATEUR DE MEETIC.	34
4. SE FAIRE RACHETER : LE TICKET 100% GAGNANT !	36
IV. CAS PRATIQUE	38
1. INTRODUCTION DU CAS : PRESENTATION DE L'ENTREPRISE NOMMEE XYZ, DU BESOIN, DU DEROULEMENT DES ACTIONS :	38
A. PRESENTATION DU PROJET :	38
B. HISTORIQUE DES LEVEES DE FONDS :	39
C. DETERMINATION DE LA STRATEGIE	39
2. 3EME TOUR DE TABLE :	40
A. CHOIX DES INVESTISSEURS	40
B. RESTRUCTURATION DU CAPITAL ET DE LA DETTE :	41
C. VALORISATION :	42
3. SYNTHESE	43
CONCLUSION :	45
BIBLIOGRAPHIE – SITOGRAFIE :	46

TABLE DES ANNEXES :	48
Annexe 1 : Plan de financement de XYZ	48
Annexe 2 : Prévisions financières de XYZ	49