



zinkevych / Fotolia.com

VC et corporate VC : je t'aime, moi non plus

Elaia, Partech, Hi Inov, Serena, Daphni... les fonds tech s'ouvrent aux industriels attirés par l'innovation mais aussi très actifs en direct. Une relation nouvelle s'instaure, qui doit s'affirmer sans conflit d'intérêt.



Baptiste Rubat du Mérac

Sujet à la mode dans le monde du financement de l'innovation, l'émergence du *corporate venture* fait pourtant figure de serpent de mer bien connu des VC les plus anciens.

Mais après plusieurs mouvements de balanciers depuis les années 1990 marqués par la bulle Internet et son éclatement, puis la crise de 2008, il semble particulièrement remuant depuis quatre ans

« Lors d'un co-investissement avec un corporate, il faut que celui-ci soit transparent »

Samantha Jerusalmly, associée, Elaia Partners.



Photo : DR

environ. L'accélération est indéniable puisque la proportion des membres du CAC 40 actifs en la matière est passée de 40 % à 60 % entre 2015 et 2016, selon des études de Bain et du pôle Systematic avec Orange. « C'est une tendance lourde. Il n'y a pas un grand groupe ou une ETI qui ne réfléchit pas au moins à cette question. Le CVC (*corporate venture capital*) représente pour eux un outil parmi d'autres d'*open innovation* », constate Valérie Gombart, associée de Hi Inov, qui gère notamment un fonds de la SNCF. Et la tendance ne devrait pas s'arrêter avec la publication il y a un an du décret encourageant fiscalement ce capital-risque d'entreprise (lire l'encadré page 49).

Industriels LP

Ce phénomène transforme par son ampleur l'environnement des fonds d'investissement traditionnels puisque désormais chacun doit se positionner par rapport à ces acteurs, récents

pour une grande part même si plusieurs pionniers comme Orange côtoient des VC depuis une trentaine d'années. Dans cet univers en expansion, industriels et fonds financiers peuvent se retrouver un jour concurrents pour investir dans une cible, le lendemain co-investisseurs, mais aussi, et c'est un aspect plus récent, partenaires dans une relation de gérants / souscripteurs. « L'arrivée d'industriels LP est une tendance encore plus forte que l'essor de leur activité directe, insiste Charles Letourneur, associé d'Alven Capital, gérant désormais 500 M€ et n'ayant jusqu'ici jamais ouvert ses fonds à un *corporate*. Pour entrer ou revenir dans le métier, ils choisissent souvent cette solution indi-



Photo : DR

« *L'arrivée d'industriels LP est une tendance plus forte que l'essor de leur activité directe* »

Charles Letourneur,
associé, **Alven Capital.**

recte car ne disposent pas d'équipes adaptées, et participent ainsi à l'animation de l'écosystème. »

Des VC échaudés

Premier constat, si les fonds financiers et leurs homologues industriels veulent travailler ensemble efficacement, mieux vaut faire table rase du passé. Historiquement, leurs rapports ont souvent été houleux. « Il y a encore dix ans, les liens entre VC et CVC étaient franchement mauvais, car ces derniers se comportaient souvent mal, avance Valérie Gombart. Un industriel pouvait par exemple dénoncer un contrat avec une *start-up* dans laquelle il avait investi, lui laissant une ardoise de plu-

sieurs millions d'euros, ou encore préempter une IPO. » « Dans les années 2000, il y a eu des voyous qui ont terni l'image des *corporate*, abonde un associé d'un des cabinets les plus actifs en structuration de fonds. Mais depuis quatre ou cinq ans, les comportements se sont améliorés. » L'image et la crédibilité des grands groupes ont aussi souffert de l'arrêt brutal de certains fonds industriels à la suite de changements de marché ou de direction.

Au final, beaucoup de capital-risqueurs partagent une certaine méfiance. « Il existe toujours cette idée reçue que faire entrer un *corporate* au capital d'une *start-up* est un problème car il risque d'influencer la gestion et sa présence

DIX PLUS GROS TOURS DE CAPITAL-INNOVATION EN FRANCE IMPLIQUANT UN FONDS INDUSTRIEL EN 2017

SOCIÉTÉ	INVESTISSEUR	MONTANT *
ACTILITY	CREADEV, BPIFRANCE, IDINVEST, ROBERT BOSCH VENTURE, IMMARSAT, FOXCONN, SWISSCOM VENTURES, ORANGE DIGITAL VENTURES, KPN, GINKO VENTURES	70
YOUNITED CREDIT	BPIFRANCE, EURAZEO CROISSANCE, CRÉDIT MUTUEL ARKÉA, AG2R LA MONDIALE, WEBER INVESTISSEMENTS, MATMUT INNOVATION, ZENCAP AM	40
VIVET THERAPEUTICS	NOVARTIS VENDTURE, ROCHE VENTURE, COLUMBUS VENTURE, HEALTHCAP, KURMA PARTNERS, YSIOS CAPITAL	37,5
GUESTTOGUEST	MAIF AVENIR, BUSINESS ANGELS	33
KALRAY	SAFRAN CV, PENGPAI, ACE MANAGEMENT, CEA INVESTISSEMENT, EUREKAPI, HELEA FINANCIERE, INOCAP GESTION, FAMILY OFFICES, BUSINESS ANGELS	23,6
LINXO	MAIF AVENIR, CRÉDIT MUTUEL ARKÉA, FIRECA	20
IMCHECK THERAPEUTICS	BOEHRINGER INGELHEIM VENTURE, KURMA PARTNERS, IDINVEST, GIMV, LIFE SCIENCE PARTNERS	20
QWANT	CDC, AXEL SPRINGER DIGITAL VENTURES	18,5
VULOG	FROG CAPITAL, INVEN CAPITAL, BPIFRANCE, ETF PARTNERS (ENVIRONMENTAL TECHNOLOGY FUND), INDUSTRIEL JAPONAIS	17,5
MEERO	ALVEN CAPITAL, GFC, KIMA VENTURES, AGLAE VENTURES, WHITE STAR CAPITAL, BUSINESS ANGELS	15

*en M€

Source : CFNEWS, du 1^{er} janvier au 25 septembre

peut restreindre les possibilités de sorties », résume Charles Letourneur, qui reconnaît ne pas avoir rencontré de cas de cession manquée à cause d'un actionnaire industriel « encombrant » : « Nous avons pu vendre VoxMobili à un groupe télécom indien il y a dix ans malgré la présence au capital d'Orange via Innovacom », explique-t-il. Dans les faits, les industriels français apparaissent beaucoup plus présents à l'entrée d'un investissement qu'à la sortie.

À la recherche de synergies

Les fonds financiers ne se sentent pas menacés par ces acteurs chaque mois ou presque plus nombreux. Certains insistent sur la vo-

lonté des entrepreneurs d'ouvrir le capital à des actionnaires aux profils différents. L'intérêt grandissant des industriels pour les *start-up* dope en tout cas les valorisations, par exemple lorsque l'un d'eux fait grimper en flèche les enchères pour une cible jugée stratégique. Très présents dans les gros tours, ils ont ainsi participé à sept levées d'au moins 20 M€ depuis le début d'année, à l'instar d'Actility (70 M€), de Younited Credit (40 M€), Vivet Therapeutics (37,5 M€), GuestToGuest (33 M€) ou Kalray (23,6 M€). Si les étrangers sont incontournables dans ces opérations, à noter la participation du français Maif Avenir dans GuestToGuest et Linxo (voir le tableau ci-dessus). Mais comment se déroule ensuite la cohabita-

tion au capital des jeunes pousses ? De l'avis général, cela dépend beaucoup de la nature du *corporate venture*. Si l'investissement se fait directement sur le bilan du groupe, avec une équipe salariée et appartenant à la partie « opérationnelle », ou si le M&A est impliqué, la relation peut se révéler décevante. Mais même des sociétés de gestion captives sont parfois montrées du doigt. « Avant un tour de table, un CVC assurait que son investissement ouvrirait des portes vers son sponsor. Mais rien ne s'est passé, regrette un ancien investisseur chez Bpifrance. Dans les faits, les partenariats évoqués se réalisent rarement. » « Si la synergie entre le groupe et la *start-up* financée n'est pas trouvée rapidement, il reste le financement et la *start-up* a intérêt à aller vite signer d'autres contrats », le disait autrement Pierre Louette, président d'Orange Digital Investment et dg délégué d'Orange, lors d'une conférence sur le sujet au printemps. Certains VC craignent cependant qu'un groupe rechigne à devenir client d'une société dans laquelle l'un de ses concurrents serait actionnaire.

Les sorties au cœur du débat

Ces craintes, en grande partie théoriques, se retrouvent surtout en matière de sortie. À en croire certains investisseurs, les industriels sont



Photo : DF

« *Chacune des six participations de SNCF Digital Ventures travaille avec la SNCF* »

Valérie Gombart, associée, Hi Inov.

enclins à demander systématiquement des privilèges : droits de préemption, de premier refus, liste noire limitant le nombre d'acquéreurs potentiels... Les associés réussissent souvent à s'y opposer ou du moins à les restreindre dans le pacte d'actionnaires. « Les *corporate* demandent

généralement une fenêtre de tir pour faire une offre. Mais mieux vaut ne pas aller au-delà de ce droit préférentiel afin de ne pas perturber le processus de vente », conseille Charles Letourneur. Un autre reproche répandu chez les VC concerne les incertitudes sur l'horizon temporel des industriels. « Les CVC ont fait des allers-retours en fonction des changements d'équipe dirigeante et de stratégie pouvant parfois conduire à l'arrêt brutal de programmes d'investissement », souligne l'un d'eux. Investisseurs financiers, comme entrepreneurs, demandent avant tout de la clarté. « Quand on entre au capital d'une *start-up*, on se place ensuite dans une position de vendeur en cas de M&A, comme les autres actionnaires », rappelle Andrew Romans, *general partner* du VC américain Rubicon Venture Capital et auteur du livre « Masters of Corporate Venture Capital ». « Lors d'un co-investissement avec un *corporate*, il faut que celui-ci soit transparent avec la *start-up* sur ses intentions comme nous le sommes. Si c'est un premier pas vers une acquisition, il faut le dire », insiste de son côté Samantha Jerusalmy, d'Elaiia Partners.

367 M€ injectés l'an passé

L'associée côtoie les industriels également au sein même de son fonds, lequel a fait une place pour la première fois à trois d'entre eux - EDF,

Une niche fiscale

Il aura fallu attendre plus de trois ans pour voir le nouveau mécanisme d'incitation fiscale du corporate venture français mis en œuvre. Le décret du 31 août 2016 détaille un dispositif susceptible de dynamiser encore davantage s'il en était besoin le « capital-risque d'entreprise » dans l'Hexagone. Depuis un an donc, les entreprises sont incitées fiscalement à investir au capital de PME innovantes. Elles peuvent ainsi amortir sur cinq ans leurs investissements initiaux. À condition de prendre une position très minoritaire – pas plus de 20 % du capital de la cible – et de ne pas consacrer plus d'1 % de son actif à chaque investissement. Bonne nouvelle pour les sociétés de gestion, ce dispositif couvre aussi les interventions indirectes, par le biais d'un fonds d'investissement. En revanche, cette nouvelle niche fiscale entre en concurrence avec l'IR PME et l'ISF PME, qui devrait disparaître cette année. En effet, la cible devra limiter à 15 M€ les investissements dotés d'avantages fiscaux reçus au cours de son existence.

Nexity et ADP - dans sa dernière moulture. Comme Elaiia, au moins trois autres sociétés de gestion qui n'avaient pas de LP industriels ont franchi le pas cette année. Serena a ainsi fait entrer dans son dernier véhicule MACSF, Allianz, BNP Paribas et Maif Avenir, des LP aux profils d'investisseurs institutionnels mais

qui interviennent ici dans une logique de veille technologique. Pour son premier véhicule de 150 M€, Daphni a su compter sur Maif Avenir, Nokia ou Fnac-Darty. Quant au fonds d'entrepreneurs CapHorn Invest, il accueille cinq entreprises dont Adeo et ID Kids. Si le rythme s'accélère, le poids des *corporate* au sein des fonds de capital-innovation reste encore limité. En 2016, ils avaient ainsi injecté 367 M€ dans des fonds français, soit 2 % des levées de véhicules, selon l'Afic. « Même si ce n'est pas un tsunami, les industriels sont en effet plus nombreux à devenir souscripteurs de fonds, particulièrement dans les secteurs de la santé, de l'automobile et de la finance », relève Xavier Comaills, avocat associé chez Clifford Chance.

Des souscripteurs aux demandes spécifiques

Alors que certains capital-risqueurs préfèrent avoir des grands groupes comme souscripteurs plutôt que comme co-investisseurs, les rapports entre financiers et *corporate* ne sont pas forcément plus

simples dans cette configuration. Là encore, la différence d'horizon a tendance à refroidir certains gérants. « Miser sur un souscripteur financier est un gage de stabilité et permet d'anticiper la levée du prochain véhicule », souligne l'un d'eux comptant pourtant des LP industriels. Mais c'est surtout la gouvernance du fonds au jour le jour qui peut effrayer.

« Contrairement à un LP traditionnel, un industriel aime avoir accès au *deal flow*, en participant parfois à des comités consultatifs voire en déléguant une personne dans l'équipe de gestion, assure un VC. Il faut

donc pouvoir répondre à ces demandes et cela alourdit la gouvernance, surtout s'il y a plusieurs industriels. » D'autres gérants s'accommodent de cette situation. « Il faut comprendre que les *corporate* cherchent à être nourris d'innovation. On ne peut pas les convaincre d'investir si on n'accepte pas de les informer sur le *deal flow* ou de les aider à passer au crible un secteur par exemple. Si on veut rester dans la position du VC seul avec des institutionnels, il faut être capable de leur offrir le même rendement que le LBO », relève Valérie Lombart de Hi



Photo : DR

**Andrew Romans, general partner
Rubicon Venture Capital.**

Inov, qui gère notamment SNCF Digital Ventures. « Les GP ont affiné leurs offres auprès des industriels depuis trois ou quatre ans. Ils ne leur proposent plus de faire des placements, même si la rentabilité financière est indispensable, mais s'adressent avant tout à leur branche innovation », confirme Olivier Dumas. Le risque pour une société de gestion est d'accorder trop de pouvoir à certains souscripteurs, au point de paralyser la gestion. Lors du lancement du fonds *multicorporate* Ecomobilité Ventures il y a six ans, chacun des quatre *sponsors* - SNCF, Orange, Total et PSA - détenait ainsi un droit de veto sur les investissements.

Vers un rapprochement

Les choses s'améliorent néanmoins, et même les VC les plus hostiles n'excluent plus de travailler avec des fonds *corporate*. La professionnalisation, constatée par beaucoup, des industriels en la matière l'explique en partie, tout comme l'intérêt bien compris des gérants et de leurs participations. « Un souscripteur industriel peut être d'une grande aide à la société de gestion, en lui apportant un avis objectif sur une cible éventuelle », souligne Xavier Comaills. À ce travail d'audit s'ajoutent des arguments moins concrets. Des investisseurs mettent en



Photo : DR

« Un souscripteur
industriel peut être d'une
grande aide »

**Xavier Comaills, associé,
Clifford Chance.**

avant par exemple l'avantage compétitif d'avoir un LP industriel dans les discussions avec un entrepreneur, ou encore le fait qu'une société soit rendue plus « crédible » par une levée auprès d'un grand groupe. L'intérêt pour la *start-up* peut-être aussi plus direct. « Chacune des six participations de SNCF Digital Ventures travaille avec la SNCF », indique avec fierté Valérie Gombart. Si les structures adoptées par les groupes industriels diffèrent toutes, du programme d'investissement interne au fonds *multi corporate*, les acteurs du financement de l'innovation mettent souvent en avant l'intérêt

d'avoir une société de gestion indépendante. « Un industriel est souvent tenté de contrôler la société de gestion. Or l'indépendance de celle-ci est essentielle afin de jouer le rôle de filtre capable d'empêcher les conflits d'intérêts, de protéger les autres LPs comme les *start-up* », insiste Olivier Dumas. Une indépendance, imposée d'ailleurs par la loi française, également nécessaire afin de ne pas entamer

la crédibilité du gérant et d'obérer ses chances de relever des fonds. À mesure qu'ils gagnent en expérience dans le métier d'investisseur minoritaire, les industriels se rapprochent des capital-risqueurs traditionnels, recrutant toujours plus dans cet écosystème - fonds mais surtout banque d'affaires - des nouveaux profils venant épauler les équipes issues du groupe. C'est le cas par exemple d'AXA Strategic Ventures, piloté par Minh Tran, passé par Truffle Capital, de Safran Corporate Ventures, qui a débauché Grégoire Aladjidi chez Demeter, mais aussi d'Aliad (Air Liquide) et d'Edenred parmi d'autres. Reste à adopter une logique purement financière, en créant une muraille étanche avec les activi-

« *Les VC ont affiné leurs offres auprès des industriels* »

Olivier Dumas,
associé, **Dechert.**



Photo : DR

tés opérationnelles et stratégiques du groupe, comme le souhaitent plusieurs VC... Jusqu'à devenir des investisseurs comme les autres ? ■

À LIRE AUSSI

SUR CFNEWS EN LIGNE

- ➔ **Plus d'1 Md€ injecté dans les start-up au premier semestre**
- ➔ **Activity, l'autre pépite française de l'Internet des objets**
- ➔ **Younited Credit signe la plus grosse levée fintech française**

TÉLÉCHARGEZ L'ARTICLE



Un partenariat de terrain



Laurence Freche,
Directrice Générale
du groupe FRECHE, leader
régional de la location
de matériel à destination
des entreprises du BTP.



Laurent Vasselín,
Directeur de Participations
chez CM-CIC Investissement,
spécialiste des métiers de haut
de bilan pour répondre
aux besoins de financement
en fonds propres des entreprises.

L'entreprise

Laurence Freche

Nous sommes implantés dans le Sud-Est de la France depuis plus de 50 ans. Nous nous positionnons comme un loueur régional indépendant, avec aujourd'hui 18 agences. Nous travaillons pour les métiers du bâtiment, des travaux publics et de l'industrie. Les deux tiers de nos clients sont des PME. Le dernier tiers est constitué de grands groupes du BTP avec qui nous avons signé des accords-cadres.

Laurent Vasselín

Le groupe Freche s'appuie sur son réseau d'agences bien ancré dans le quart sud-est et sur un large parc de machines modernes et performantes. Il se différencie par sa qualité de service avec, par exemple, l'organisation de tournées de nuit pour que les clients puissent disposer de matériels dès le début de leur journée de travail.

La rencontre

Laurence Freche

En 2015, pour étendre notre terrain d'action et accélérer notre diversification, nous avons choisi de racheter FBL, une société spécialisée dans la location de matériels à destination d'une clientèle industrielle. Au-delà des apports de capitaux, nous avons vu dans notre partenariat avec CM-CIC Investissement une formidable opportunité de grandir tout en nous structurant.

Laurent Vasselín

CM-CIC Investissement est entré au capital du groupe Freche lors de l'acquisition de FBL, afin de lui permettre de franchir une nouvelle étape de son développement. Nous avons été conquis par une équipe de direction de grande valeur. Laurence et Eric Freche sont tous deux d'excellents professionnels, aux profils complémentaires, avec de grandes qualités humaines reconnues par leurs équipes.

Les ambitions

Laurence Freche

Notre stratégie de développement est dirigée vers un maillage plus dense du territoire, car c'est un métier où il faut être proche des clients et des chantiers. Nous nous développons par croissance organique, avec des destinations-cibles pour les nouvelles agences, et sommes à l'écoute d'opportunités de croissances externes en France et à l'international.

Laurent Vasselín

Nous soutenons pleinement la stratégie de développement ambitieuse du groupe, tenant compte de sa capacité à fédérer les hommes pour offrir un niveau de service premium sur l'ensemble du territoire. Partageant des valeurs communes avec les dirigeants, nous accompagnons avec enthousiasme cette belle aventure familiale !

En savoir plus sur cette rencontre ?
Retrouvez l'interview complète
de Laurence Freche sur le site

www.cmcic-investissement.com

Et suivez toute notre actualité sur 

FRECHE
LOCATION

CM-CIC
Investissement

Retrouvez tous les anciens numéros de CFNEWS Magazine dans notre bibliothèque



 **CFNEWS**
L'INFO ET DATA DU CORPORATE FINANCE

Accédez à la bibliothèque

