



Le financement par capital-risque des entreprises innovantes en Wallonie

Rapport de synthèse

Yannick de Harlez
Armin Schwienbacher
Charles Van Wymeersch



Mars 2008

Auteurs (en ordre alphabétique) :

Yannick de Harlez : Ingénieur de gestion de l'UCL-IAG, Master in International Management du CEMS, échange à Erasmus University Rotterdam (Pays-Bas). Actuellement assistant d'enseignement à l'UCL, au sein de l'unité finance de la Louvain School of Management et doctorant à la Doctoral School of Management de l'Académie Universitaire Louvain. Précédemment, assistant Contrôleur chez Central Belux de Capgemini, nv/sa.

Armin Schwienbacher : Professeur de finance à l'Université catholique de Louvain (Louvain School of Management) et à l'Universiteit van Amsterdam Business School (Finance Group). Docteur en sciences de gestion des FUNDP (Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix) à Namur (2003). Chercheur-visiteur en 2001-2002 à la Haas School of Business, UC Berkeley. Enseignement et recherche dans les domaines de la finance entrepreneuriale, le capital-risque et la finance d'entreprise. Publications dans plusieurs revues scientifiques internationales. Présentations de ses recherches dans un grand nombre d'universités et conférences internationales. Membre de divers centres de recherche universitaires.

Charles Van Wymeersch : Professeur ordinaire aux FUNDP (Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix) à Namur. Membre fondateur du Center for Research in Finance and Management (CeReFiM) au Département des Sciences de Gestion de cette université. Membre du Comité exécutif, Directeur "Executive education and corporate relations" de la Louvain School of Management, et directeur académique et professeur de l'International Executive MBA Program. Professeur invité à la Albert-Ludwigs-Universität, Freiburg-im-Breisgau. Enseignements et recherches dans le domaine du management financier (information financière, mesure de la performance d'entreprise, financement de la croissance). Auteur ou co-auteur de nombreuses publications. Membre de diverses sociétés scientifiques belges et internationales. Administrateur et conseiller de sociétés.

PREFACE

L'importance du capital à risque pour le développement de l'économie wallonne

Depuis des années, la situation du capital à risque en Wallonie suscite des débats sans qu'aucun consensus n'ait pu se dégager sur un diagnostic clair. Pour les uns, il existe une offre abondante de capital à risque en Wallonie mais il manque de projets de qualité susceptibles d'intéresser les investisseurs. Pour les autres, des entreprises d'avenir ne parviennent pas à trouver, en Wallonie, les capitaux nécessaires à leur croissance, en raison d'une insuffisance de « venture capitalists » sur le territoire wallon.

La question d'une disponibilité suffisante de capital à risque et d'un recours fréquent à ce dernier par les entreprises est d'importance. Les études empiriques montrent que les jeunes entreprises financées par le capital à risque croissent plus vite que les autres. Et, comme l'ont montré différentes études menées par l'UWE, la Wallonie a, bien sûr, besoin de nouvelles entreprises, mais surtout d'entreprises en forte croissance.

Le Conseil d'Administration de l'UWE a donc souhaité que se constitue un groupe de travail interne chargé de proposer les mesures et actions à mener pour que le capital à risque joue, en Wallonie, son rôle d'accélérateur de croissance comme il le fait dans d'autres pays ou régions.

Les travaux du groupe de travail ont bien vite confirmé qu'il n'existait pas une analyse suffisamment solide de la situation du capital à risque en Wallonie pour pouvoir déterminer les initiatives à prendre dans ce domaine.

Le groupe de travail a dès lors commandité une étude exploratoire aux professeurs Van Wymeersch et Schwienbacher (de la Louvain School of management) avec le mandat suivant : dresser une carte de l'offre de capital à risque en Wallonie, tenter de cerner la demande de capital à risque dans les années futures, et, par la confrontation de l'offre et la demande, mettre en lumière les « défaillances de marché » du capital à risque en Wallonie.

Comme le lecteur pourra s'en rendre compte, l'étude a tenu ses promesses. Elle fournit une cartographie précise de l'offre de capital à risque selon plusieurs critères (taille, spécialisation, localisation) tandis que l'enquête menée auprès des entreprises wallonnes permet de dégager, à partir de leurs besoins, les faiblesses dans l'offre de capital à risque.

Il nous paraît important de rendre publique cette étude afin de lancer, sur des bases rigoureuses, le dialogue entre les différentes parties – entreprises, acteurs publics et privés du capital à risque, autorités publiques – qui devront coordonner les initiatives utiles à prendre en matière de capital à risque en Wallonie.

***Eric Domb,
Président de l'UWE***

TABLE DES MATIERES

Executive Summary	5
Motivations et objectifs de l'étude	9
PARTIE 1 : Le financement par capital-risque en Wallonie	10
1.1 Sélection des acteurs en capital-risque.....	10
1.2 Analyse de l'offre en Wallonie.....	11
1.3 Conclusions	13
PARTIE 2 : Analyse de la demande de financement des entreprises wallonnes	22
2.1 Critères de sélection des échantillons d'entreprises.....	23
2.1.1 Echantillon # 1 – PME wallonnes sous-capitalisées.....	23
2.1.2 Echantillon # 2 – Spin-offs universitaires	23
2.2 Analyse de la demande de financement en Wallonie	24
2.3 Impact économique	27
2.4 Conclusions	28
PARTIE 3 : Analyse d'initiatives publiques pour la promotion du capital-risque en Belgique et à l'étranger	30
3.1 Le concept de fonds-de-fonds.....	31
3.2 Le concept de fonds de co-investissement.....	32
3.2 ARKImedes (Flandre).....	32
3.3 Fonds Européen d'Investissement (Union Européenne).....	34
3.4 ERP-EIF Dachfonds (Allemagne).....	34
3.5 Enterprise Capital Fund (Royaume-Uni).....	35
3.6 Technopartner Seed Capital (Pays-Bas)	35
3.7 Vinnof (Flandre).....	36
3.8 Conclusions	36
PARTIE 4 : Propositions d'initiatives pour la Wallonie	38
4.1 Réglementation européenne	39
4.2 Des critères de "Bonnes Pratiques" (<i>Best Practices</i>) pour tout fonds de capital-risque.....	40
4.3 Eléments de réponse aux besoins de la Wallonie	41
4.3.1 Comment les acteurs publics existants peuvent-ils contribuer ?	42
4.3.2 Comment attirer de nouveaux acteurs privés ?	43
Conclusions générales	45
Références bibliographiques	47
Liste d'entrevues et remerciements (en ordre alphabétique)	48

EXECUTIVE SUMMARY

Cette étude a pour objectif de présenter l'offre et la demande potentielle de financement par capital-risque en Wallonie. Sur base de ces conclusions en matière d'offre et demande, l'étude vise à proposer des mesures concrètes pour promouvoir une expansion du capital-risque en Wallonie.

Globalement, il ne semble pas y avoir un manque généralisé de capital-risque en Wallonie. Nous observons néanmoins beaucoup d'offre de la part des acteurs publics (essentiellement via les Investis et la SRIW) mais peu par des acteurs privés situés en Wallonie. Les ressources des acteurs publics semblent très morcelées, rendant difficile la réallocation de ces ressources en cas de besoin.

En revanche, il est probable qu'il existe un manque de capital-risque pour les montants de plus de 1,5 million d'euros par des investisseurs spécialisés capables d'aider les entreprises actifs dans des secteurs d'activités très pointus et innovants.

Ce manque semble d'autant plus important à combler qu'une partie non négligeable des spin-offs universitaires et autres entreprises wallonnes ayant participé à cette étude indiquent nécessiter des besoins de financement externe supérieurs à €1,5 million dans les trois années à venir.

Au cas où la Wallonie souhaite dynamiser le marché du capital-risque, le lancement d'une nouvelle initiative (privée ou publique) sous forme d'un fonds-de-fonds semble la solution la plus efficace pour injecter de nouvelles ressources et stimuler les activités privées de financement en capital-risque en Wallonie. Ceci pourrait stimuler la création de nouvelles équipes pour gérer des fonds de capital-risque privés.

Motivations et objectifs de l'étude

Des études récentes ont mis en lumière le besoin de financement comme facteur-clé pour la croissance des entreprises innovantes en Belgique. Une première étude a conclu que les spin-offs universitaires wallonnes ne croissaient pas suffisamment, notamment en comparaison avec les spin-offs universitaires flamandes (Pirnay, Surlemont et Degroof, 2006). Des problèmes de financement par des fonds de capital-risque sont notamment évoqués, tant pour le "seed capital" (amorçage/démarrage) que le "early stage" (développement). Une seconde étude (BVA, 2007) a examiné des entreprises belges ayant reçu du capital-risque en les comparant (selon différents critères) à des entreprises similaires qui n'ont pas été financées par du capital-risque. Cette étude indique que le capital-risque a un effet positif sur la croissance des entreprises et sur l'emploi en Belgique, mais que cet effet ne se marque qu'après au moins quatre années de présence des fonds de capital-risque dans les entreprises. Ainsi, il est important d'assurer le financement du second, voir du troisième tour de table de ces entreprises.

Cette étude se veut complémentaire à ces deux études précédentes. Elle poursuit quatre objectifs distincts :

- ✓ cartographier l'offre de financement par capital-risque en Wallonie ;
- ✓ estimer la demande de financement des entreprises wallonnes, en particulier celles qui sont sous-capitalisées (selon des critères à définir) ;
- ✓ présenter quelques initiatives en Flandre et à l'étranger en matière de promotion du capital-risque ;
- ✓ proposer des mesures concrètes pour promouvoir une expansion du capital-risque en vue de répondre aux besoins de la Wallonie (selon des besoins identifiés au préalable).

Ce rapport est composé de quatre parties. Chacune d'elle reprend un des objectifs spécifiques mentionnés ci-dessus. La première présente une cartographie de l'offre en capital-risque en Wallonie. La deuxième partie analyse la demande de financement de la part des entreprises wallonnes. La comparaison entre l'offre et la demande nous permettra de déterminer s'il existe un ou des *equity gaps* en Wallonie. La troisième partie discute une série d'initiatives pour la promotion du capital-risque en Flandre et à l'étranger. Finalement, la quatrième partie élabore des propositions concrètes pour améliorer l'efficacité du marché du capital-risque en Wallonie sur base de nos résultats d'analyse.

PARTIE 1 : Le financement par capital-risque en Wallonie

Dans cette première partie, nous présentons une liste de sources de financement en capital-risque disponibles pour les entreprises wallonnes. Une analyse détaillée nous permettra de présenter une cartographie de l'offre en Wallonie sous différents angles.

L'importance d'acteurs "locaux" : La proximité géographique est un facteur essentiel pour la bonne réussite de tout investissement en capital-risque, d'où l'importance d'avoir des acteurs professionnels présents en Wallonie. Les fonds étrangers investiront rarement dans une entreprise wallonne s'il n'y a aucun fonds wallon qui participe à la levée de fonds. Il importe donc de développer une masse critique de professionnels et de fonds de capital-risque en Wallonie capables de s'engager activement dans les entreprises wallonnes et de convaincre d'autres investisseurs nationaux et étrangers de co-investir. Par ailleurs, l'accès aux capitaux étrangers peut s'avérer critique aux tours de table ultérieurs lorsque les montants nécessaires deviennent plus importants. Pour des études académiques sur le sujet, voir, par exemple, Makela et Maula (2004), Martin, Berndt, Klagge et Sunley (2005) et Hochberg, Ljungqvist et Lu (2007).

1.1 Sélection des acteurs en capital-risque

Nos sources d'information sont :

- *Union Wallonne des Entreprises* : base de données "capital à risque" (datant d'octobre 2006)

- *Belgian Venture Capital & Private Equity Association (BVA)* : liste de membres
- Sites Internet des divers acteurs repris dans cette étude.

En cas de divergence d'information entre différentes sources, nous rapportons les informations présentées sur le site Internet de l'acteur en question.

Comme l'objectif est de cartographier l'offre en capital-risque, nous nous sommes limités aux acteurs qui offrent du financement d'amorçage (*seed* et *startup*), de développement, d'expansion et de *later stage*. Par conséquent, nous avons exclu ceux qui n'offrent que du capital de remplacement (*buyout* et *private equity* plus généralement).

De plus, ont été sélectionnés les acteurs qui investissent en Wallonie ou sont localisés en Wallonie. Certains acteurs flamands n'ont donc pas été retenus dans cette liste si une composante wallonne significative n'était pas démontrée. Par exemple, ceci est le cas de la *GIMV* et de tous les fonds ARKIV du fonds-de-fonds flamand *ARKImedes*.

Les acteurs sont répartis en quatre groupes : (1) les réseaux de business angels, (2) les fonds privés, (3) les fonds publics et (4) les banques avec fonds de capital-risque.¹ La catégorisation se base sur les "sources principales" des fonds disponibles.

Programmes d'Aide en Wallonie : Il existe également une série de programmes d'aide de la Région Wallonne, tels que les *Avances Récupérables*, *First-Enterprise* et *First-Enterprise Spin-Out* (???). Ceux-ci ne sont pas repris dans l'analyse, mais soutiennent le démarrage d'entreprises nouvelles.

1.2 Analyse de l'offre en Wallonie

Le contexte institutionnel wallon est caractérisé par une forte présence d'acteurs publics, ceux-ci étant regroupés au sein de la *Société Wallonne de Financement et de Garantie des Petites et Moyennes Entreprises (SOWALFIN)* et la *Société Régionale d'Investissement de Wallonie (SRIW)*.

La SOWALFIN et les 9 Invests	
Hocinvest	Namur Invest
Invest Borinage Centre (Groupe IMBC)	Nivelinvest
Investsud	Ostbelgieninvest
Luxembourg Développement	Sambrinvest
Meusinvest	

La Sowalfin offre des garanties aux entreprises qui font appel au financement par prêt bancaire. Leur implication dans le financement par capital-risque se fait par le biais des 9 Invests, dont elle coordonne les activités. Ces Invests gèrent une série de fonds de capital-risque (chacun de ces fonds est repris séparément dans l'analyse). La Sowalfin offre également des garanties aux *business angels* dans le but de motiver ces personnes à accroître leurs investissements dans le capital-risque.

Alors que les Invests sont répartis sur base géographique, **la SRIW**, quant à elle, s'est développée autour d'un nombre de pôles spécialisés, tels que les technologies nouvelles (haute technologie), télécommunications et technologies de l'environnement. Ces pôles peuvent investir n'importe où en Wallonie.

¹ Notez que les banques ne seront pas reprises dans l'analyse complète de l'offre en capital-risque.

Pôles spécialisés de la SRIW

Pôles	Spécialisation des Pôles
Technowal	Technologies nouvelles
CD Technicom	Télécommunications
Ecotech Finance	Technologies de l'environnement
Wallonie Telecommunication	Télécommunications

NOTE: D'autres pôles spécialisés de la SRIW incluent Immocita (pour la création de logements), SOWECSOM (économie sociale marchande), SOWASPACE (espace et aéronautique) et SIAW (agro-alimentaire).

Le Plan Marshall Wallon : Dans le cadre du Plan Marshall lancé en 2005, le Gouvernement wallon a prévu d'allouer €1 milliard à 5 priorités, dont la création de pôles de compétitivité et la stimulation de l'innovation et des activités entrepreneuriales. Dans ce cadre, d'importants montants ont été alloués aux Investis et à la SRIW.

Le tableau 1 présente la **liste complète des acteurs en capital-risque présents en Wallonie** (selon les critères énoncés précédemment). Un tableau plus complet est présenté en annexe. Il est à noter que certains offrent également d'autres types de financement que via les fonds propres, notamment la SOWALFIN qui propose des garanties (voir les fiches complètes de chaque acteur présentés à l'annexe sous "type d'investissement").

Il existe un nombre assez important de fonds privés actifs en Wallonie, même si plusieurs ne sont pas localisés en Wallonie (par exemple, *Capricorn Venture Partners* et *Quest for Growth*). D'autres sont des groupes internationaux, comme c'est le cas de *ProSeed Capital* (de ProSeed Capital Holdings, ayant sa centrale à Bruxelles) et *Trust Capital* (de Koramic Investment Group).

Le tableau 2 présente ces mêmes acteurs **regroupés sur base de leur préférence géographique d'investissement**. Nous constatons une forte dichotomie entre les acteurs publics et privés. En effet, alors que les premiers se limitent presque toujours à une partie de la Wallonie ou à la Wallonie, les fonds privés adoptent un espace géographique plus large, généralement afin de leur permettre d'assurer un "deal flow" suffisant. Un espace géographique plus large est d'autant plus important si le fonds s'est spécialisé dans quelques secteurs d'activité seulement.

Il est intéressant de constater une dichotomie similaire en termes de **degré de spécialisation sectorielle**. A quelques exceptions près, le tableau 3 indique une plus grande spécialisation sectorielle des fonds privés, surtout (comme nous le verrons) des fonds d'amorçage et de démarrage. En revanche, beaucoup d'acteurs publics sont des généralistes sectoriels. Nous constatons aussi que différents acteurs publics, tels que les Investis et la SRIW, ont eux aussi mis en place quelques fonds spécialisés.

La cartographie sur base de la spécialisation sectorielle (tableau 3) présente d'autres aspects intéressants. En particulier, **même s'il existe un assez grand nombre de fonds privés en Wallonie, peu sont spécialisés dans des secteurs à fort potentiel de croissance** tels que la haute technologie, le *life science* et la biotechnologie. Ceux-ci sont essentiellement localisés en Flandre (où l'on en trouve d'autres non répertoriés dans cette étude). Les seuls présents en Wallonie sont *Vives Fund* (investissant essentiellement dans les spin-offs de l'UCL) et *Start-It* (haute technologie et spin-offs universitaires), alors qu'*E-Merge* et *Proseed Capital* sont localisés à Bruxelles. D'autres sont présents en Flandre.

Il est important de souligner que le tableau se base sur les **préférences déclarées des acteurs**.² Dans la pratique, les gestionnaires de fonds peuvent dévier de ces préférences et ainsi, par exemple, détenir un portefeuille spécialisé dans quelques secteurs précis. Ceci est le cas de certains fonds privés de notre liste que nous avons catégorisés comme généralistes (comme ils n'excluent pas d'emblée certains secteurs d'activité) mais qui dans la pratique concentrent prioritairement leurs investissements dans quelques secteurs, notamment le High Tech.

Le tableau 4 regroupe les différents **acteurs par stade d'intervention**. Nous observons une liste très complète pour les stades d'amorçage, de démarrage et *early-stage*, mais peu d'acteurs pour le *later-stage*. De plus, il est important de souligner qu'il existe d'autres investisseurs potentiels qui n'ont pas été repris dans notre liste, vu leur portefeuille d'investissement plus large que simplement dans le "private equity" (comme c'est le cas de *Brederode*, *CNP* et *Unibra* qui investissent principalement dans des entreprises cotées en bourse et seulement une petite fraction dans le "private equity").

Finalement, les tableaux 5 et 6 présentent les **planchers et plafonds d'intervention** des différents acteurs. Les observations générales de ces deux tableaux correspondent aux stades d'intervention présentés dans le tableau précédent, à savoir que bon nombre d'intervenants investissent des montants relativement faibles, vu leurs préférences en termes de stade d'intervention. De plus, il est intéressant de remarquer qu'un seul acteur public a un plafond d'intervention supérieur à €1,5 million, à savoir *Investsud*. Les autres acteurs prêts à investir de tels montants sont privés.

En revanche, il y a **peu d'acteurs financiers spécialisés présents en Wallonie qui proposent des montants supérieurs à 1,5 million d'euros**, voir d'avantage. Ceci est mis en évidence dans le tableau 7. Les autres acteurs ont des préférences d'investissement plus larges.

1.3 Conclusions

Cette cartographie de l'offre en capital-risque en Wallonie montre une **grande présence d'acteurs publics**. La majeure partie de ceux-ci est regroupée sous l'égide de la Sowalfin (les Invests) et la SRIW. Chaque acteur public a lui-même à sa disposition une large gamme de fonds destinés à des objectifs spécifiques dans sa région géographique. Ainsi, certains fonds sont spécialisés dans quelques secteurs très spécifiques et en même temps limités géographiquement à une partie de la Wallonie. Nous constatons que cette grande diversité crée une **dispersion de l'offre qui peut engendrer une mauvaise réallocation des ressources disponibles**, vu le manque de flexibilité que cela peut engendrer en cas de changements importants des conditions de marché ou de la demande en capital-risque par les entreprises wallonnes. Une plus grande coordination de ces ressources pourrait limiter ce risque.

En revanche, il faut noter qu'on retrouve parmi les acteurs dits "publics" des structures variées. En effet, certains gèrent des fonds qui proviennent en partie de sources privées. De plus, des investisseurs privés sont dès lors présents dans le conseil d'administration, leur donnant une structure de gouvernance plus proche du privé. Cette constatation n'est cependant pas généralisable à tous les acteurs publics.

² La raison pour cette approche est que pour beaucoup d'acteurs il ne nous est pas possible de connaître la composition exacte de leur portefeuille actuel et passé. Cette approche est aussi adoptée par l'UWE pour sa base de données sur le capital à risque et par l'EVCA pour catégoriser ses membres. Nous remarquons néanmoins que dans la vaste majorité des cas où nous disposons de cette information supplémentaire, il y a peu de différence majeure entre les préférences déclarées et la majorité des investissements réalisés.

En termes de préférences d'investissement, il semble y avoir une **offre significative pour des montants relativement faibles**, mais faible pour des montants supérieurs à €1,5 million. Or, pour bon nombre d'entreprises innovantes, de tels montants peuvent être nécessaires même au stade "early stage", alors que les acteurs présents en Wallonie prêts à investir de tels montants recherchent davantage des opportunités dans le "later stage". Il est à noter que dans la pratique les fonds de capital-risque peuvent co-investir dans une même entreprise de sorte que les dossiers peuvent être supérieurs aux interventions d'un seul fonds.

Nous notons également que certains acteurs avec un plafond d'intervention supérieur à €3 millions sont avant tout spécialisés dans l'apport de capitaux de remplacement ("buyout") et moins dans le capital-risque. Par conséquent, ceux-ci sont vraisemblablement peu aptes à apporter aux entreprises l'expertise nécessaire pour les aider en phase *early-stage* au-delà du capital fourni ("smart money"), mais plutôt dans les stades ultérieurs (par exemple le *later stage*).

Finalement, nous concluons qu'il existe **peu de fonds spécialisés localisés en Wallonie, tant privés que publics, pour des tranches d'investissement supérieurs à €1,5 million**. La spécialisation permet une meilleure compréhension du secteur visé afin de pouvoir accompagner les entreprises, ce qui se traduit également par une meilleure capacité d'analyse et de sélection des projets. Par ailleurs, différentes études académiques ont indiqué l'importance d'avoir des acteurs financiers locaux pour assister les entreprises en croissance (par exemple Makela et Maula, 2004, Martin, Berndt, Klagge et Sunley, 2005, et Hochberg, Ljungqvist et Lu, 2007), tant pour bien accompagner les entreprises que pour attirer des capitaux étrangers lorsque les montants d'investissement deviennent encore plus importants.

Tableau 1 : Cartographie de l'Offre en Capital-risque en Wallonie

Réseaux de Business Angels	
BAMS WABAN	Business Angels Connect
Fonds Privés	
BAMS Angels Fund Capricorn Venture Partners Compagnie du Bois-Sauvage E-Capital E-Merge Floridienne Indufin IT-Partners Namur Diversification et Reconversion (NADIR) Phenix Capital Profinpar	ProSeed Capital QIFund Quest for Growth Sherpa Invest Société d'Investissement du Bassin Liégeois (SIBL) Sodie Start-IT Sustainable Energy Ventures Comm.VA Synapsis Trust Capital Vives Fund
Fonds Publics	
HOCCINVEST - Socaris INVESTSUD - Agrobos Technology - Financière du Bois - Financière Spin-Off Luxembourgeoise INVEST BORINAGE-CENTRE - IMBC-Spinnova Fund - IMBC Objectif No. 1 NAMURINVEST - Namur Sud Développement MEUSINVEST - Start-Up Invest - Spinventure NIVELINVEST - Start Up	OST BELGIEN INVEST SAMBRINVEST - Fonds de Capital à risque "Objectif 1" - Fonds de Capitaux d'amorçage Fonds d'Aide à l'Investissement Transfrontalier (FAIT) Fonds transfrontalier de développement (EUREFI) Société hennuyère de Développement économique Transfrontalier (SDT) Sopartec SOWALFIN SRIW - CD Technicom - Ecotech Finance - Technowal Theodorus Fund
Banques (*)	
ING Private Equity Fortis Private Equity	Dexia Private Equity KBC Private Equity

(*) Les banques ne sont pas reprises comme acteur de capital-risque dans les tableaux suivants.

Tableau 2 : Cartographie de l'Offre sur Base de la Préférence Géographique

Partie de la Wallonie	Wallonie	Belgique et Pays Limitrophes	Aucune Préférence Géographique
Agrobos Technology	CD Technicom	BAMS	Capricorn Venture Partners
FAIT	Phenix Capital	BAMS Angels Fund	Compagnie du Bois-Sauvage
EUREFI	Sodie	Business Angels Connect	Indufin
Financière du Bois	SOWALFIN	E-Capital	IT-Partners
Financière Spin-Off Luxembourgeoise	SRIW	Ecotech Finance	Proseed Capital
Fonds de Capital à risque "Objectif 1" (Sambrinvest)	Start-IT	E-Merge	Quest for Growth
Fonds de Capitaux d'amorçage (Sambrinvest)	Technowal	Floridienne	Sustainable Energy Ventures Comm.VA
Hocinvest		Profinpar	Synapsis
IMBC Objectif No. 1		QIFund	Trust Capital
IMBC-Spinnova Fund		Sherpa Invest	Vives Fund
Investsud		WABAN	
Meusinvest			
NADIR			
Namur Invest			
Namur Sud Developpement			
Nivelinvest			
OstBelgienInvest (Fonds de Lancement)			
Sambrinvest			
SDT			
SIBL			
Socaris			
Sopartec			
Spinventure			
Start Up			
Start-Up Invest			
Theodorus Fund			

NOTE : La cartographie se base sur les préférences déclarées des acteurs. Celles-ci peuvent diverger des investissements effectivement réalisés. Les fonds privés sont colorés en bleu, les fonds publics en jaune et les réseaux de business angels en vert.

Tableau 3 : Cartographie de l'Offre sur Base du Degré de Spécialisation Sectorielle

Spécialisation dans 1-2 Secteurs	Spécialisation dans quelques Secteurs	Préférence Sectorielle plus large ou Généraliste Sectoriel	
Agrobos Technology	Capricorn Venture Partners (*) - P	BAMS	Nivelinvest
Ecotech Finance	CD Technicom	BAMS Angels Fund	OstBelgienInvest (Fonds de Lancement)
Financière du Bois	E-Merge (*) - P	Business Angels Connect	Phenix Capital
IT-Partners (*) - P	Financière Spin-Off Luxembourgeoise	Compagnie du Bois-Sauvage	Profinpar
ProSeed Capital (***) - P	IMBC-Spinnova Fund	E-Capital	Sambrinvest
QIFund (*) - P	Quest for Growth (*) - P	EUREFI	SDT
Sustainable Energy Ventures Comm.VA	Sopartec	FAIT	Sherpa Invest
	Spinventure	Floridienne	SIBL
	Start-IT - P	Fonds de Capital à risque "Objectif 1" (Sambrinvest)	Socaris
	Technowal	Fonds de Capitaux d'amorçage (Sambrinvest)	Sodie
	Theodorus Fund	Hoccinvest	SOWALFIN
	Vives Fund - P	IMBC Objectif No. 1	SRIW
		Indufin	Start Up
		Investsud	Start-Up Invest
		Meusinvest	Synapsis
		NADIR	Trust Capital
		Namur Invest	WABAN
		Namur Sud Developpement	

NOTE : La cartographie se base sur les préférences déclarées des acteurs. Celles-ci peuvent diverger des investissements effectivement réalisés. Les acteurs spécialisés en ICT, High Tech et/ou "life sciences" sont colorés en bleu. De plus, parmi ceux-ci, les acteurs localisés en Flandre et à Bruxelles sont indiqués par (*), les groupes internationaux par (**), et les fonds privés par la lettre "P". La catégorie "Spécialisation dans quelques Secteurs" reprend les fonds qui se sont spécialisés dans une catégorie de secteurs (par exemple la haute technologie) au lieu d'un ou deux secteurs d'activité bien précis.

Tableau 4 : Cartographie de l'Offre sur Base des Stades d'Intervention

Amorçage/Démarrage (Seed / Startup)	Développement/Expansion (Early-Stage)	Later-Stage
Agrobos Technology	Agrobos Technology	Nivelinvest
BAMS	BAMS Angels Fund	OstBelgienInvest (Fonds de Lancement)
BAMS Angels Fund	CD Technicom	Phenix Capital
Business Angels Connect	Ecotech Finance	Profinpar
Capricorn Venture Partners	E-Merge	ProSeed Capital
Financière Spin-Off Luxembourgeoise	EUREFI	Quest for Growth
Fonds de Capital à risque "Objectif 1" (Sambrinvest)	FAIT	Sambrinvest
Fonds de Capitaux d'amorçage de Sambrinvest	Financière du Bois	SDT
IMBC Objectif No. 1	Fonds de Capital à risque "Objectif 1" (Sambrinvest)	SIBL
IMBC-Spinnova Fund	Hoccinvest	Socaris
Namur Invest	IMBC Objectif No. 1	Sodie
Namur Sud Developpement	Investsud	SOWALFIN
Nivelinvest	IT-Partners	SRIW
QIFund	Meusinvest	Sustainable Energy Ventures Comm.VA
Sherpa Invest	NADIR	Synapsis
Sopartec	Namur Invest	Technowal
Spinventure	Namur Sud Developpement	Trust Capital
Start-IT		
Start Up		
Start-Up Invest		
Sustainable Energy Ventures Comm.VA		
Theodorus Fund		
Vives Fund		
WABAN		
		Compagnie du Bois-Sauvage
		E-Capital
		Financière du Bois
		Floridienne
		Indufin
		Investsud
		Synapsis

NOTE : La cartographie se base sur les préférences déclarées des acteurs. Celles-ci peuvent diverger des investissements effectivement réalisés. Certains acteurs sont repris plusieurs fois, car ils interviennent dans plus d'un stade.

Tableau 5 : Cartographie de l'Offre sur Base des Planchers d'Intervention

jusqu'à € 50.000	
BAMS Business Angels Connect E-Merge Meusinvest NADIR Namur Invest OstBelgienInvest (Fond de Lancement)	Sherpa Invest Sopartec SOWALFIN Spinventure Start-Up Invest Trust Capital WABAN
€ 50.001 - € 100.000	
Financière du Bois Investsud IT-Partners Namur Sud Developpement Phenix Capital	QIFund Start-IT Sustainable Energy Ventures Commm.VA Vives Fund
€ 100.001 - € 250.000	
Agrobos Technology Capricorn Venture Partners CD Technicom EUREFI	Profinpar SIBL Technowal
€ 250.001 - € 1.000.000	
BAMS Angels Fund	Quest for Growth
supérieur à € 1.000.000	
Indufin E-Capital	Synapsis

NOTE : La cartographie se base sur les préférences déclarées des acteurs. Celles-ci peuvent diverger des investissements effectivement réalisés. Plusieurs acteurs considérés dans cette analyse ne sont pas repris dans ce tableau, car leur plancher d'investissement n'est pas connu.

Tableau 6 : Cartographie de l'Offre sur Base des Plafonds d'Intervention

inférieur à € 250.000	
Fonds de Capitaux d'amorçage (Sambrinvest) Spinventure	Start-Up Invest
€ 250.001 - € 500.000	
BAMS Financière du Bois Financière Spin-Off Luxembourgeoise NADIR Phenix Capital	ProSeed Capital Sherpa Invest SOWALFIN Start Up
€ 500.001 - € 1.500.000	
Agrobos Technology BAMS Angels Fund Business Angels Connect CD Technicom E-Merge EUREFI FAIT Fonds de Capital à risque "Objectif 1" (Sambrinvest) Hocinvest IMBC Objectif No. 1 Namur Invest Namur Sud Development	Nivelinvest OstBelgienInvest (Fonds de Lancement) QIFund Sambrinvest SDT SIBL Socaris Sopartec Start-IT Technowal Vives Fund WABAN
€ 1.500.001 - € 3.000.000	
Capricorn Venture Partners Investsud	Quest for Growth Sustainable Energy Ventures Comm.VA
supérieur à € 3.000.000	
E-Capital Indufin IT-Partners	Profinpar Synapsis Trust Capital

NOTE : La cartographie se base sur les préférences déclarées des acteurs. Celles-ci peuvent diverger des investissements effectivement réalisés. Plusieurs acteurs considérés dans cette analyse ne sont pas repris dans ce tableau, car leur plafond d'investissement n'est pas connu.

Tableau 7 : Cartographie de l'Offre sur Base des Plafonds d'Intervention et Spécialisation Sectorielle

	Spécialisation dans 1-2 Secteurs	Spécialisation dans quelques Secteurs	Préférence Sectorielle plus large ou Généraliste Sectoriel	
inférieur à €250.000	---	Spinventure	Fonds de Capitaux d'amorçage (Sambrinvest)	Start-Up Invest
€250.001 - €500.000	Financière du Bois ProSeed Capital - P	Financière Spin-Off Luxembourgeoise	BAMS NADIR Phenix Capital - P	Sherpa Invest - P SOWALFIN Start Up
€500.001 - €1.500.000	Agrobos Technology QIFund – P	CD Technicom E-Merge - P Sopartec Start-IT Technowal Vives Fund - P	BAMS Angels Fund - P Business Angels Connect EUREFI FAIT Fonds de Capital à risque "Objectif 1" (Sambrinvest) Hocinvest IMBC Objectif No. 1 Namur Invest	Namur Sud Developpement Nivelinvest OstBelgienInvest (Fonds de Lancement) Sambrinvest SDT SIBL - P Socaris WABAN
€1.500.001 - €3.000.000	Sustainable Energy Ventures Comm.VA - P	Capricorn Venture Partners - P Quest for Growth - P	Investsud	
supérieur à €3.000.000	IT-Partners - P	Synapsis - P	Indufin - P E-Capital - P	Trust Capital - P Profinpar - P

NOTE : La cartographie se base sur les préférences déclarées des acteurs. Celles-ci peuvent diverger des investissements effectivement réalisés. Plusieurs acteurs considérés dans cette analyse ne sont pas repris dans ce tableau, car leur plafond d'investissement n'est pas connu. De ces acteurs manquants, seul Ecotech Finance est un acteur spécialisé (première colonne). La lettre "P" indique que l'acteur est privé.

PARTIE 2 : Analyse de la demande de financement des entreprises wallonnes

Dans cette deuxième partie, l'objectif est de déterminer les montants d'investissement que les entreprises innovantes wallonnes nécessitent dans un avenir proche. A cet effet, nous avons contacté un grand nombre d'entreprises pour obtenir de l'information sur leurs besoins de financement dans les 3 prochaines années. L'analyse a été faite sur deux échantillons : (1) les PME wallonnes sous-capitalisés et (2) les spin-offs universitaires wallonnes.

Limitation de l'étude : Cette étude empirique s'est limitée à évaluer la demande de financement des entreprises wallonnes. L'étude ne permet pas d'évaluer la qualité de ces opportunités d'investissement.

Dans la Section 2.1, nous abordons les critères de sélection des deux échantillons étudiés. L'analyse des résultats est présentée dans les Sections 2.2 et 2.3. Finalement, la dernière section compare la demande avec l'offre présentée dans la Partie 1 de cette étude. Cela nous permettra de voir s'il existe un ou des *equity gaps* en Wallonie.

2.1 Critères de sélection des échantillons d'entreprises

2.1.1 Echantillon # 1 – PME wallonnes sous-capitalisées

Pour ce premier échantillon, nous avons ciblé un sous-ensemble représentatif d'entreprises wallonnes relativement petites (PME) et ayant potentiellement un besoin de capitaux externes (car sous-capitalisées).³ Au sein de cet échantillon, nous réaliserons une analyse plus détaillée des entreprises cherchant du financement pour leurs activités de recherche et de développement ainsi que l'accès à de nouveaux marchés.

Nous avons employé les critères de sélection suivants :

1. Uniquement les formes juridiques SPRL / SPRLU et SA / SCA
2. Age de l'entreprise inférieur à 10 ans
3. Valeur ajoutée (marge brute d'exploitation) inférieure à €5 millions (ceci correspond à +/- 50 à 100 ETP occupés)
4. Elimination des entreprises aux codes NACE suivants :
 - Codes 1 -14 : secteur primaire (agriculture, chasse, sylviculture et industries extractives)
 - Codes 65-70 : activités financières et immobilières
5. Mesures de sous-capitalisation :
 - "Ratio de liquidité au sens large" < 1 (i.e. le ratio *Actifs circulants / Dettes à court terme* comme défini par les mesures de Ooghe-Van Wymeersch)
 - Ratio "*cash flow from operations*" sur *Dettes totales* $< 0,15$ (la médiane de l'échantillon)
 - Ratio "*cash flow from operations*" sur *Investissements de l'exercice* < 1

Les critères # 2 et 3 sont destinés à cibler les PME. Pour ce qui est des mesures de sous-capitalisation du critère # 5, toute entreprise qui répond à au moins deux de ces critères est gardée dans l'échantillon. Nous considérons que les entreprises sous-capitalisées sont plus enclines à avoir des besoins financiers externes. Une étude de ces ratios a été faite au préalable sur un échantillon plus large d'entreprises wallonnes pour déterminer des seuils réalistes à partir d'une analyse de quantiles. L'analyse est basée sur des données financières des deux dernières années disponibles (2004 et 2005). Pour le dernier ratio du critère # 5, nous avons utilisé la variation des actifs immobilisés, hors actifs financiers (donc seulement les actifs corporels et incorporels) et avant amortissements.

Sur base de ces critères, nous avons obtenu un échantillon de près de 7.000 entreprises. Nous avons sélectionné un échantillon aléatoire de 3.000 entreprises. Un questionnaire fut envoyé par courrier ordinaire, suivi d'un rappel.

2.1.2 Echantillon # 2 – Spin-offs universitaires

Le deuxième échantillon reprend les spin-offs universitaires francophones. Nous sommes reconnaissants au Dr. F. Pirnay (ULg) et au Prof. B. Surlemont (ULg) pour l'accès à leur base de données (créée pour l'étude sur "*Les déterminants de la croissance des spin-offs universitaires*." ; réf. Pirnay, Surlemont et Degroof, 2006). Toutes les spin-offs universitaires créées après 1994 ont été contactées par courrier. Le même questionnaire que pour l'échantillon # 1 fut employé. Un suivi téléphonique a été mis en place pour assurer un taux de réponse plus élevé.

³ Ces critères employés diffèrent de la définition de PME de l'UE, qui considère toute entreprise avec un effectif de moins de 250 employés, un chiffre d'affaires de moins de €50 millions et un total de bilan inférieur à €43 millions. Vu la taille de la plupart des entreprises wallonnes, nous avons modifié la définition de PME (réf. 2003/361/CE dans le Journal officiel de l'Union européenne, L 124/36-41).

2.2 Analyse de la demande de financement en Wallonie

Nous avons reçu 180 réponses pour l'échantillon # 1 et 37 pour l'échantillon # 2 (spin-offs), ce qui représente des taux de réponse de 6,0% et 46%. De cet échantillon # 1, nous distinguons deux sous-échantillons : (1) les "PME avec besoins financiers" où l'on exclut de l'échantillon # 1 les entreprises affirmant ne pas nécessiter de financement externe du tout dans les trois prochaines années ; et (2) les "PME innovantes" reprenant les entreprises ayant répondu qu'au moins 20% de leur financement nécessaire est pour la recherche et le développement et/ou pour financer l'accès à de nouveaux marchés (par définition un sous-échantillon des PME avec besoins financiers).

Nous remarquons un **biais de sélection dans notre échantillon # 1** (et potentiellement aussi dans l'échantillon # 2). En effet, nous avons observé une différence importante entre les entreprises ayant répondu lors du premier envoi du questionnaire et celles lors du rappel. Peu d'entreprises sans besoins de financement externe ont répondu au premier envoi, mais beaucoup au deuxième envoi. Ainsi, il ne nous est pas possible de tirer des conclusions sur l'importance relative du groupe d'entreprises sans besoins de financement dans la population totale. En revanche, cela n'affecte pas les résultats des sous-échantillons tels qu'analysés dans cette étude, comme nous nous limitons à les examiner individuellement sans recourir à leur importance relative dans la population totale des entreprises wallonnes.

Les besoins de financement des entreprises wallonnes sont repris dans le tableau 8 pour les différents échantillons considérés. La première partie indique les besoins pour les 12 prochains mois, alors que la deuxième partie du tableau précise les besoins pour les années 1-3. Suivent les besoins globaux, qui sont la somme des deux montants précédents.

Tableau 8 : Besoins de financement des entreprises wallonnes (en €, arrondi au millier)

		Echantillon # 1 : PME wallonnes sous-capitalisées			Echantillon # 2
		Echantillon # 1 complet	dont : PME avec besoins financiers	dont : PME innovantes	Spin-offs universitaires
Besoins de financement dans les 12 prochains mois	Moyenne	269.000	336.000	594.000	1,2 million
	Médiane	25.000	50.000	100.000	250.000
	Ecart-type	747.000	822.000	1,2 million	2,3 millions
Besoins de financement dans les 1-3 ans	Moyenne	468.000	584.000	1,1 million	3,8 millions
	Médiane	30.000	60.000	110.000	500.000
	Ecart-type	1,7 million	1,9 million	3,1 millions	7,2 millions
Besoins de financement globaux (de 0-3 ans)	Moyenne	737.000	921.000	1,7 million	4,9 millions
	Médiane	100.000	155.000	310.000	1,2 million
	Ecart-type	2,3 millions	2,6 millions	4,1 millions	8,6 millions
Proportion d'entreprises avec besoins globaux (0-3 ans) > € 1 million		12,2%	15,3%	18,8%	54,1%
Proportion d'entreprises avec besoins globaux (0-3 ans) > € 2 millions		8,9%	11,1%	12,5%	43,2%
Proportion d'entreprises avec besoins globaux (0-3 ans) > € 3 millions		5,0%	6,3%	10,4%	32,4%
Nombre d'observations		180	144	48	37

Note: Les "besoins de financement globaux" représentent la somme des deux montants précédents.

Le fait que la moyenne soit toujours largement supérieure à la médiane indique que la distribution des observations n'est pas symétrique. En effet, nous observons un nombre important d'entreprises nécessitant des montants relativement petits et quelques entreprises ayant des besoins financiers de plusieurs millions d'euros. Les écarts-types sont également très élevés. Cette constatation est valable pour tous les échantillons, même les spin-offs universitaires.

Une autre observation importante est que l'échantillon # 1 complet et l'échantillon "PME avec besoins financiers" comportent un nombre important de très petites entreprises avec des besoins de financement externe souvent inférieurs à €50.000 (cela comprend évidemment aussi celles qui n'ont aucun besoin, d'où cette valeur particulièrement faible de la médiane pour l'échantillon # 1 complet). Par rapport à la médiane (moyenne), les PME avec besoins financiers nécessitent €155.000 (€921.000) sur les trois prochaines années, alors que les PME innovantes en requièrent €310.000 (€1,7 million) et les spin-offs universitaires wallonnes €1,2 million (€4,9 millions).

La deuxième moitié du tableau 8 présente pour chaque échantillon le pourcentage d'entreprises avec des besoins de financement globaux supérieurs à un, deux et trois millions d'euros. A nouveau, les pourcentages les plus élevés sont pour les spin-offs universitaires, où près d'un tiers déclarent nécessiter plus de €3 millions dans les trois prochaines années. 10,4% des PME innovantes déclarent avoir besoin de plus de €3 millions de capitaux externes. Ceci est moins que les spin-offs universitaires, mais certainement davantage au total pour la Wallonie (comme cette catégorie d'entreprises est bien plus importante dans la population totale des entreprises wallonnes). Ces chiffres montrent bien les besoins importants par des entreprises qui investissent dans des marchés récents ou même nouveaux.

En somme, beaucoup d'entreprises nécessitent de faibles montants pour lesquels il existe un large éventail d'acteurs financiers en Wallonie. Ces montants peuvent très bien être financés par crédit bancaire. Le recours au capital-risque n'est pas toujours nécessaire. En revanche, **d'autres entreprises, surtout celles spécialisées en haute technologie et en situation de *cash drain*, peuvent rechercher des montants plus importants** pour lesquels nettement moins de fonds de capital-risque sont présents en Wallonie et que les banques sont généralement moins enclines à financer. Vu les capitaux nécessaires, les entreprises innovantes avec un besoin de financement important et les spin-offs universitaires pourront difficilement être financées par la plupart des acteurs présentés dans la première partie de cette étude. Ceci concerne particulièrement les entreprises à caractère innovant et qui sont souvent créatrices de valeur ajoutée substantielle. Etant donné le besoin d'expertise des fonds de capital-risque pour pouvoir identifier les opportunités les plus viables et "coacher" activement ces investissements tout au long de leur croissance, les fonds de capital-risque dits "généralistes" ont vraisemblablement un handicap pour remplir ce rôle adéquatement. Par conséquent, un problème de financement risque de se poser. En revanche, ces fonds généralistes (ainsi que les banques) sont très bien susceptibles de pouvoir apporter le capital nécessaire aux entreprises plus traditionnelles, même pour des montants plus importants.

Ainsi, quant à la nature de l'intervention souhaitée et au besoin à couvrir, nous avons posé les questions suivantes:

QUESTION : Quel type de participation souhaiteriez-vous du partenaire financier dans la gestion de votre entreprise (plus d'une réponse possible) ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 136] [(2) PME innovantes : N = 46] [(3) Spin-offs universitaires : N = 34]

(1)	(2)	(3)	
10%	11%	24%	<i>Participation active</i> (par exemple en tant que membre du conseil d'administration et occupant une fonction "executive" au moins à temps partiel)
21%	33%	59%	<i>Participation semi-active</i> (par exemple en tant que membre du conseil d'administration et participant d'une façon générale à la définition des objectifs stratégiques)
74%	67%	41%	<i>Participation passive</i> (qui apporte uniquement du financement)

NOTE: Les valeurs indiquées sont des valeurs non pondérées. Par conséquent, la somme pour un échantillon donné peut être supérieure à 100%.

QUESTION : Pour quel type d'investissement nécessitez-vous ce montant ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 144] [(2) PME innovantes : N = 48] [(3) Spin-offs universitaires : N = 34]

(1)	(2)	(3)	
5%	16%	35%	Pour financer la recherche et le développement de nouveaux produits
10%	29%	22%	Pour financer l'accès à de nouveaux marchés
28%	23%	11%	Pour financer l'expansion de l'entreprise dans des marchés où l'entreprise est déjà présente
21%	20%	14%	Pour financer le fonds de roulement (assurer la liquidité opérationnelle)
4%	2%	0%	Pour refinancer un prêt existant
10%	6%	6%	En vue de financer l'acquisition d'une autre entreprise
21%	4%	9%	Autre

QUESTION : Quel type de source de financement privilégieriez-vous, si vous aviez le choix (plus d'une réponse possible) ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 144] [(2) PME innovantes : N = 48] [(3) Spin-offs universitaires : N = 35]

(1)	(2)	(3)	
92%	81%	51%	Prêt bancaire
19%	33%	74%	Participation en capital (par ex.: société d'investissement privée ou publique type "Invest", ou investisseur individuel type "business angel")
1%	2%	14%	Emission de nouvelles actions en bourse
10%	17%	37%	Alliance stratégique (investissement direct d'une autre entreprise)
39%	54%	51%	Subsides régional/fédéral/européen
6%	8%	3%	Vente d'une partie des activités existantes de l'entreprise
8%	8%	20%	Autre

NOTE: Les valeurs indiquées sont des valeurs non pondérées. Par conséquent, la somme pour un échantillon donné peut être supérieure à 100%.

QUESTION : Disposez-vous d'un administrateur externe ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 143] [(2) PME innovantes : N = 48] [(3) Spin-offs universitaires : N = 37]

(1) (2) (3)

13% 44% 73% Oui

QUESTION : Connaissez-vous le financement par "fonds de capital-investissement" (venture capital) ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 143] [(2) PME innovantes : N = 48] [(3) Spin-offs universitaires : N = 37]

(1) (2) (3)

25% 31% 76% Oui

Nous avons ainsi pu identifier une série de différences entre les trois échantillons (PME avec besoins de financement, PME innovantes et spin-offs universitaires). Premièrement, l'analyse montre un désir de la majeure partie des entreprises de l'échantillon # 1 de favoriser l'emprunt bancaire avec un partenaire financier passif. Ces deux aspects vont généralement de pair. En revanche, les spin-offs universitaires se démarquent de cette observation par leur plus grande volonté de chercher un partenaire financier qui participera (activement ou semi-activement) à la gestion de l'entreprise. De plus, les spin-offs universitaires privilégient davantage la participation en capital (dans 74% des cas) par rapport aux autres groupes d'entreprises considérées (19% pour les PME avec besoins financiers externes et 33% pour les PME innovantes). Les spin-offs se distinguent également quant à la présence d'un administrateur externe : 73% d'entre elles disposent d'un tel administrateur contrairement à 13% et 44% pour les deux autres échantillons. Cette observation peut s'expliquer notamment par le fait que les spin-offs universitaires ont souvent une participation en capital de leur organisme de transfert de technologie universitaire, ce qui peut engendrer la nomination d'un administrateur externe.

En somme, même si l'on observe des différences importantes entre les PME avec besoins de financement et les PME innovantes, **les différences majeures sont par rapport aux spin-offs universitaires** et ce, à pratiquement tous les niveaux. Pour tous les facteurs considérés, nous constatons une hiérarchie où l'on retrouve d'abord les spin-offs universitaires, suivie des PME innovantes et finalement les PME avec besoins de financement. Ainsi, les spin-offs universitaires ont des besoins de financement externe plus importants, sont plus enclines à privilégier un partenaire financier actif (ou semi-actif) avec une participation en capital et disposent plus souvent d'un administrateur externe que les PME innovantes, et surtout que les PME avec besoins de financement.

2.3 Impact économique

Il est intéressant de constater que les entreprises innovantes sont créatrices de plus d'emplois (par entreprise) que les autres entreprises wallonnes. L'impact est encore plus prononcé pour les spin-offs universitaires. Ces résultats, en revanche, sont largement dus à quelques entreprises à impact substantiel. C'est pourquoi la médiane est toujours inférieure à la moyenne. Par rapport aux PME avec besoins financiers, nous notons néanmoins une médiane plus élevée pour les PME innovantes, et encore plus élevée pour les spin-offs universitaires.

Les réponses aux questions se présentent comme suit:

QUESTION : Si vous obtenez ce financement, combien de nouveaux emplois croyez-vous créer (*full-time equivalent* FTE) ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 143] [(2) PME innovantes : N = 48] [(3) Spin-offs universitaires : N = 32]

(1)	(2)	(3)	
4,5 (2)	8,5 (4)	9,3 (6)	Nouveaux emplois, dont
3,6 (2)	6,1 (3)	7,3 (5)	En Wallonie

NOTE: Les valeurs indiquées sont des moyennes, et des médianes entre parenthèses.

QUESTION : Si vous n'obtenez pas ce financement, quel est le scénario le plus probable pour l'avenir de votre entreprise (plus d'une réponse possible) ? [(1) PME avec besoins financiers : N = 143] [(2) PME innovantes : N = 48] [(3) Spin-offs universitaires : N = 35]

(1)	(2)	(3)	
19%	17%	9%	Pas d'impact significatif
62%	69%	66%	Réduction de la croissance espérée
13%	17%	26%	Restructuration importante de l'entreprise
6%	8%	6%	Relocalisation partielle ou complète hors Wallonie ou Belgique
4%	6%	9%	Faillite
16%	19%	14%	Vente partielle ou complète de l'entreprise
6%	6%	11%	Autre

NOTE: Les valeurs indiquées sont des valeurs non pondérées. Par conséquent, la somme pour un échantillon donné peut être supérieure à 100%.

Dans tous les cas, la faillite et la relocalisation de l'entreprise restent des scénarios peu probables dans le cas où ces entreprises ne trouvent pas le financement souhaité. L'impact principal est la réduction de la croissance espérée, qui se traduit également par des emplois qui ne seront pas créés.

2.4 Conclusions

Sur base de nos résultats et des interviews réalisées, nous concluons qu'**une pénurie généralisée de capital-risque est peu probable** en Wallonie. Les montants de moins d'un million et demi d'euros peuvent provenir de banques ou des acteurs publics et privés existants. Nous ne pouvons pas, en revanche, exclure une pénurie dans certains secteurs d'activité.

Notez que **la plupart des entreprises nécessitent des montants relativement faibles**, souvent inférieurs à €250.000. Celles-ci sont en général peu intéressantes pour les acteurs en capital-risque, sauf peut-être pour certains business angels (à condition que ces entreprises soient dans des secteurs porteurs de valeur ajoutée). Les entreprises avec des opportunités de croissance limitées et dans des secteurs plus traditionnels, quant à elles, peuvent recourir aux emprunts bancaires si elles disposent de cash flows et/ou de garanties suffisants.

En revanche, **le financement des tours de table de plus de 1,5 millions d'euros peut s'avérer plus problématique pour les entreprises qui nécessitent des investisseurs spécialisés.** En effet, une proportion importante des PME innovantes et des spin-offs universitaires déclarent avoir un besoin important dans les trois années à venir. Or, l'offre recensée dans la première partie de cette étude montre une **faible présence d'acteurs en capital-risque spécialisés prêts à investir de tels montants.** Si c'est le cas, cela peut engendrer des problèmes financiers notamment pour les entreprises innovantes qui se trouvent dans leur 2^e ou 3^e tour de table.

Parmi les différents échantillons considérés dans cette étude, la **catégorie d'entreprise la plus à risque** (pour une qualité de projet identique en termes de rentabilité financière) **est celle des spin-offs universitaires**, vu leur besoin de financement particulièrement important et leur caractère technologique. En effet, celles-ci se trouvent généralement pendant plusieurs années dans une situation de *cash drain* (suite aux besoins importants d'investir dans la recherche et le développement avant de pouvoir commercialiser un produit).

PARTIE 3 : Analyse d'initiatives publiques pour la promotion du capital-risque en Belgique et à l'étranger

Dans cette troisième partie, nous présentons une série d'initiatives publiques en Flandre et à l'étranger en matière de fonds-de-fonds et fonds de co-investissement. Chacune est destinée à répondre à un *equity gap* particulier. Nous abordons les avantages et inconvénients de chaque structure présentée. Dans les Sections 3.1 et 3.2, nous commençons par décrire les concepts de fonds-de-fonds et fonds de co-investissement. Suit une présentation des initiatives suivantes :

- ARKimedes (Flandre)
- Fonds Européen d'Investissement (Union européenne)
- Dachfonds (Allemagne)
- Enterprise Capital Fund (Royaume-Uni)
- Technopartner Seed Capital (Pays-Bas)
- Vinnof (Flandre)

Le "Equity Gap" : De façon générale, une initiative publique qui vise à promouvoir le développement d'un marché de capital-risque se base sur le principe d'une inefficacité du marché financier à canaliser du capital privé vers certains types d'entreprises (par exemple suite à de l'asymétrie d'information), notamment pour certains montants d'intervention et/ou secteurs d'activité. L'argument de la présence d'un "equity gap" est souvent évoqué pour justifier des initiatives publiques en matière de financement "early-stage". La taille toujours croissante de certains fonds privés internationaux a vraisemblablement contribué à élargir cet écart, rendant des investissements de "taille moyenne" (de quelques millions d'euros) peu attrayants pour les tout grands fonds de capital-risque. Une autre source d'*equity gap* est le manque d'équipes spécialisées pouvant créer la valeur ajoutée nécessaire pour justifier un investissement privé. Dans ce cas, l'*equity gap* ne touche pas nécessairement des montants d'intervention spécifiques mais plutôt des secteurs d'activité.

3.1 Le concept de fonds-de-fonds

Le principe d'un fonds-de-fonds est simple. Il s'agit de créer un fonds intermédiaire entre les investisseurs en capitaux tels que banques, compagnies d'assurances et fonds de pension, et les fonds de capital-risque (voir Figure 1) qui eux investissent ces capitaux dans des entreprises en forte croissance.

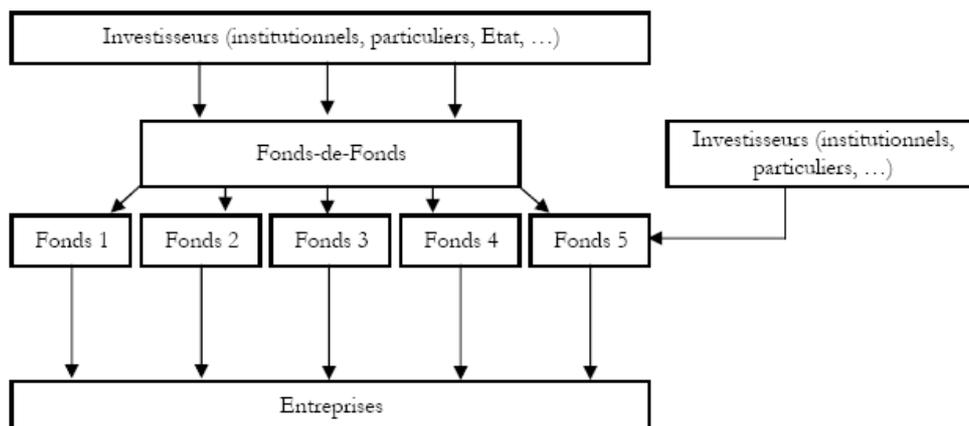


Figure 1 : Le Concept de Fonds-de-Fonds

L'avantage des fonds-de-fonds (privés ou publics) est de permettre aux investisseurs (banques, fonds de pensions, compagnies d'assurances, ...) de déléguer la sélection des fonds de capital-risque à des acteurs potentiellement plus informés et plus compétents et de bénéficier d'économies d'échelle. Dans un certain nombre de pays, des initiatives publiques mises en place utilisent la structure d'un fonds-de-fonds. Dans ce cas, les fonds de capital-risque privés peuvent faire appel à du capital du fonds-de-fonds public à des termes généralement spécifiés au préalable (mise en application de la réglementation émise qui stipule les critères de sélection des fonds par le fonds-de-fonds). Par exemple, un fonds-de-fonds public peut s'engager à fournir du capital à un fonds de capital-risque à parité prédéfinie avec d'autres investisseurs privés.

3.2 Le concept de fonds de co-investissement

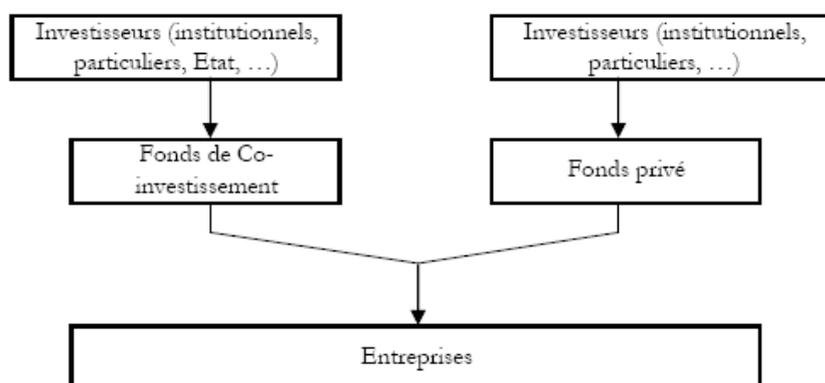


Figure 2 : Le Concept de Fonds de Co-investissement

Un fonds de co-investissement est un fonds qui participe au financement d'un tour de table de l'entreprise conjointement avec un autre fonds de capital-risque (souvent) privé, le dernier prenant généralement le rôle actif dans la sélection et la gestion des investissements (*lead investor*). Ainsi, le fonds privé peut faire appel à du capital du fonds de co-investissement afin d'augmenter la levée de capital de l'entreprise-cible. Afin d'accélérer le processus d'appel de fonds, le fonds de co-investissement et le fonds privé peuvent signer un partenariat au préalable. Ainsi, le fonds de co-investissement pourra identifier la compatibilité des objectifs du fonds privé avec les siens.

3.2 ARKImedes (Flandre)

L'initiative flamande *ARKImedes* est un fonds-de-fonds avec parité de 1 : 1. Ainsi, un fonds de capital-risque flamand est en mesure de doubler son montant disponible, car le fonds-de-fonds *ARKImedes* apporte (au maximum) €1 supplémentaire pour chaque euro d'un investisseur privé (banque, compagnie d'assurances, fonds de pension,...). Ce fonds-de-fonds a une durée de 13 ans et est géré par la *Participatie Maatschappij Vlaanderen*.

La particularité de l'initiative *ARKImedes* est la source du capital pour le fonds-de-fonds. Celui-ci provient entièrement de l'épargne des particuliers flamands et très peu des investisseurs institutionnels. Tout résident flamand peut investir dans *ARKImedes*. Le gouvernement flamand offre une garantie de 90% sur le montant investi si le fonds-de-fonds encourt des pertes à l'échéance. Cette garantie s'applique sur la performance du fonds-de-fonds et non pas sur chaque fonds privé, comme les titres émis se réfèrent au fonds-de-fonds *ARKImedes*. Des réductions fiscales de l'ordre de 35% (de maximum €2500) répartis sur 4 ans (donc 8,75% chaque année) sont également octroyés à toute personne investissant dans le fonds-de-fonds. Ainsi, jusqu'à €218,75 peuvent être épargnés chaque année pendant les quatre premières années.

Vu cette structure, toute personne investissant dans le fonds-de-fonds *ARKImedes* peut bénéficier des gains potentiels sans supporter l'entièreté du risque de perte, étant donné la garantie du gouvernement flamand. Comme cette garantie est un coût potentiel quand les fonds ARKIV seront dissous⁴, il importe de bien estimer quel est le montant de cette garantie qui conduit les

⁴ Ce coût est supporté par la collectivité flamande, alors que les bénéfices vont aux individus qui ont investi dans *ARKImedes*.

résidents à investir dans *ARKimedes*. Il en va de même pour le montant des économies d'impôts octroyées.

L'objectif de cette initiative était d'apporter des ressources supplémentaires au marché de capital-risque en Flandre tout en faisant appel tant au secteur financier privé qu'aux particuliers flamands. La formule de financement du fonds-de-fonds à partir d'un appel aux particuliers flamands a permis de réaliser un climat (un "*momentum*") qui a su attirer l'attention du capital-risque comme financement d'entreprises innovantes au sein de la communauté flamande, même si le risque de perte est couvert par une garantie de 90% du gouvernement flamand. Vu les garanties et crédits fiscaux offerts, l'appel fut largement sursouscrit.

L'initiative a permis de récolter rapidement €110 millions auprès des particuliers en Flandre (€75 millions en actions et €35 millions en obligations avec un taux fixe de 3,46%). *ARKimedes* a déjà investi €99 millions dans 11 fonds qui ont réalisé jusqu'à présent 39 investissements en Flandre (pour un montant total d'investissement de €25 millions). Ces 11 fonds ont levé via le secteur privé €104 millions, réalisant ainsi une levée de fonds globale (c.-à-d. secteur privé + *ARKimedes*) de €214 millions.

Valorisation du placement pour toute personne physique: La valeur actualisée nette (VAN) d'un investissement de €2500 en actions *ARKimedes* est égale à :

$$VAN = -2500 + \frac{218,75}{1+r_f} + \frac{218,75}{(1+r_f)^2} + \frac{218,75}{(1+r_f)^3} + \frac{218,75}{(1+r_f)^4} + \frac{0,90 \cdot 2500}{(1+r_f)^{10}} + \text{"Option Call"}$$

où r_f est le taux d'intérêt pour un investissement sans risque (qui est le bon taux d'actualisation, comme ces flux sont certains). Le prix d'exercice de l'option call est de $90\% \times 2500$.

Ainsi, le taux interne de rentabilité sans l'option call équivaut déjà à près de 2%, indiquant que les termes offerts par le gouvernement flamand (garantie de 90% à terme et réductions fiscales) étaient très généreux. En revanche, l'acheteur de titres *ARKimedes* bénéficie entièrement des gains potentiels du fonds-de-fonds, ce qui donne à l'option call une valeur substantielle.

Un avantage de cette initiative pour le secteur public est qu'elle ne nécessite pas d'apport d'argent public, car le fonds-de-fonds fait appel à l'épargne des particuliers. De plus, elle permet le financement de nouveaux fonds, contrairement à un fonds de co-investissement qui sert essentiellement à augmenter les montants levés par les entreprises aux tours de table. Et vu les avantages fiscaux et garanties octroyés par le gouvernement flamand, il est possible d'imposer au fond-de-fonds des contraintes géographiques et de sélection des fonds, même si cela peut impliquer des rendements plus faibles que le marché en général, comme les garanties et avantages fiscaux compensent les investisseurs.⁵

Du point de vue des résidents flamands, investir dans le fonds-de-fonds *ARKimedes* offre une certaine diversification de leur portefeuille. Il est tout de même bon de noter son effet limité vu la lenteur des investissements qui n'ont lieu que sur une période de +/- 5 ans (comme les montants ont déjà été transférés, ceux-ci sont "stockés" sur un compte bancaire d'*ARKimedes*).

Un inconvénient important est la limite d'investissement de €1 million imposée par la réglementation européenne. Celle-ci peut restreindre la participation aux tours de table ultérieurs, rendant les investissements nécessitant des montants plus importants difficiles et moins rentables.

⁵ Une enquête de Private Equity Intelligence (2006) indique qu'en Europe, seulement 35% des investisseurs institutionnels investissent directement dans des premiers fonds.

De plus, la contrainte géographique d'investir uniquement en Flandre (contrainte qui fut imposée non pas par le Règlementation européenne mais pas le Gouvernement flamand lui-même) limite les opportunités de former des fonds spécialisés dans des secteurs technologiques. Ainsi, nous devrions nous attendre à avoir de petits fonds, ce qui est effectivement le cas de beaucoup de fonds ARKIV (c.-à-d. les fonds créés avec *ARKImedes*).

3.3 Fonds Européen d'Investissement (Union Européenne)

Le *Fonds Européen d'Investissement* (FEI) est un fonds-de-fonds européen créé en 1994 et destiné à des investissements directs dans des fonds de capital-risque européens.

Son but est d'apporter du financement aux fonds de capital-investissement privés européens et de promouvoir leur professionnalisation. Ainsi, contrairement aux fonds-de-fonds privés, le FEI n'exclut pas les firmes de capital-investissement levant leur tout premier fonds à condition que le management démontre la compétence requise.

Le FEI n'investit que dans des fonds où tous les investisseurs reçoivent les mêmes droits (*pari-passu*) et où le montant total levé via le secteur public national (incluant l'apport du FEI) ne dépasse pas 50% du montant total à lever. Ainsi, les droits ("claims") du FEI ne seront pas subordonnés à ceux des autres investisseurs. Les fonds doivent également opérer conformément aux pratiques du secteur privé (notamment en termes d'autonomie de gestion, d'objectifs de performance et d'incitants financiers donnés aux gestionnaires du fonds). Par exemple, le FEI n'investit pas dans des fonds où certains investisseurs privés ou publics exigent un droit de veto sur les décisions d'investissement du fonds (comme c'est parfois le cas dans des fonds captifs ou les fonds levant du financement de certaines sources publiques plus contraignantes).

Ce programme européen a permis d'aider au développement d'un marché de capital-risque en Europe, d'une part par l'apport de capitaux tant aux firmes de capital-risque existantes que nouvelles, et d'autre part en fixant des critères de performance et de sélection des investissements similaires à ceux du secteur privé. En revanche, le fait que la rentabilité du fonds est un critère important pour la sélection des fonds a rendu le FEI moins apte à jouer le rôle de promouvoir les régions encore peu développées en matière de capital-risque.

A titre d'exemple, le *Fonds Européen d'Investissement* a investi en Belgique dans *Vives*, *Privast Capital Partners*, *Capricorn Venture Fund*, *E-Capital*, *Fagus* (Fortis Banque) et *IT-Partners*. Au total, le FEI a investi dans 245 fonds à ce jour en Europe dans ses 11 années d'existence. La Belgique ne bénéficie donc que très peu des investissements du FEI, qui n'investit que dans des fonds de capital-risque privés. Nous remarquons qu'une partie vient du contexte belge qui ne répond pas aux exigences du FEI (telles que citées ci-contre) en matière de participation aux fonds désireux de faire appel aux capitaux du FEI.

3.4 ERP-EIF Dachfonds (Allemagne)

Créé en 2004, le ERP-EIF Dachfonds (*Dachfonds*) est une initiative allemande de fond-de-fonds qui a la particularité d'être géré par le FEI pour le compte du Ministère fédéral allemand de l'Economie et de la Technologie (BMWi) et du European Recovery Programme (ERP). Il gère un

montant de €500 millions⁶ qui est destiné à des investissements dans des fonds de capital-risque basés en Allemagne et investissant principalement (mais pas uniquement) dans des entreprises localisées en Allemagne. Le *Dachfonds* est un fonds-de-fonds avec une durée limitée à 10 ans (extension possible) et une période d'investissement de 5 ans (donc la sélection des entreprises se fait dans les 5 premières années). L'objectif souhaité est une participation d'environ 30% dans les fonds de capital-risque (ce qui équivaut à une parité de 1 : 3,33). Hors cette limitation géographique, les critères appliqués pour la sélection des fonds sont similaires au FEI. Ainsi, le *Dachfonds* n'exclut pas les équipes de capital-risque qui lèvent leur tout premier fonds. Celui-ci applique également les critères de performance et compétence des teams sélectionnés que le FEI applique aux siens.

En déléguant la gestion au FEI, le *Dachfonds* est en mesure de bénéficier de l'expérience et des contacts que le FEI a acquis depuis sa création.

3.5 Enterprise Capital Fund (Royaume-Uni)

L'objectif de cette initiative est d'accroître l'offre en capital-risque sans l'implication directe du secteur public dans la gestion de ces fonds, ce qui est laissé aux gestionnaires de fonds eux-mêmes. Le Royaume-Uni a connu plusieurs initiatives publiques en matière de fonds de capital-risque dans le passé, tels que le *UK High Technology Fund*, les *Regional Venture Capital Funds* et le *Bridges Community Development Venture Fund*.

Ce nouveau programme est inspiré par le programme SBIC américain dans lequel l'apport de financement aux fonds privés se fait sous forme de prêts permettant aux fonds d'atteindre un ratio d'endettement de 67%, donc une parité 2 : 1. Ainsi, contrairement aux initiatives précédentes où les fonds publics recevaient des "claims" subordonnés, l'*Enterprise Capital Fund* offre des returns préférentiels au programme gouvernemental (vu que l'apport se fait sous forme de prêt et non pas d'actions). En revanche, les autorités publiques ne sont pas actionnaires dans les fonds investis, mais des créanciers. Le taux d'intérêt appliqué est celui d'une obligation d'Etat à 10 ans.⁷

Un avantage de ce programme pour les fonds privés qui font appel au *Enterprise Capital Fund* pour accroître leur propre capital disponible est que ce type d'intervention (crédit au lieu de fonds propres) apporte du financement sans diluer les intérêts de l'équipe dirigeante du fonds. De plus, cela offre une grande autonomie à l'équipe dirigeante du fonds, comme l'*Enterprise Capital Fund* n'est que créancier. En revanche, un risque potentiel est le ratio d'endettement qui peut s'avérer un problème si le fonds connaît des difficultés durant les premières années.

3.6 Technopartner Seed Capital (Pays-Bas)

Cette initiative néerlandaise fait partie d'un programme plus global, appelé *Technopartner*. Dans une optique similaire au programme *Enterprise Capital Fund*, le *Technopartner Seed Capital* octroie des crédits aux fonds de capital-amorçage néerlandais jusqu'à concurrence du montant investi par le secteur privé, donc à parité 1 : 1 (mais avec un maximum de €4 millions). Les capitaux du *Technopartner Seed Capital* proviennent entièrement de l'Etat.

⁶ Ce montant est financé à parts égales par le BMWi et le FEI.

⁷ Un nouvel appel fut lancé récemment pour créer de nouveaux fonds. Les modalités divergent quelque peu de celles énoncées ici, notamment en matière des "claims" du secteur public.

Le remboursement du prêt évolue dans le temps. A partir du moment où le fonds réalise des rentrées financières, celles-ci sont réparties à 80% pour les investisseurs privés et 20% pour *Technopartner Seed Capital* jusqu'au moment où les investisseurs privés ont récupéré leur mise. Suit une répartition 50-50 jusqu'au moment où *Technopartner Seed Capital* a récupéré sa propre mise. Une fois les deux parties remboursées jusqu'à leur mise de départ, la répartition pour tout profit additionnel se fait avec une répartition de 80% pour les investisseurs privés et 20% pour *Technopartner Seed Capital*.

L'objectif de cette initiative était de créer quelques fonds nouveaux spécialisés dans des secteurs d'activité à forte valeur ajoutée. A ce jour, *Technopartner Seed Capital* a investi au total € 16 millions dans cinq fonds, dont deux en "life sciences".

3.7 Vinnof (Flandre)

Ce fonds de co-investissement flamand est dédié au financement par capital-risque d'entreprises innovantes localisées en Flandre. Les ressources financières (actuellement €75 millions) de *Vinnof* proviennent du Gouvernement flamand.

Tout fonds privé désireux de faire appel à *Vinnof* pour un co-investissement doit préalablement signer un accord de partenariat avec celui-ci. Ainsi, il existe actuellement 11 fonds reconnus par *Vinnof* en tant que partenaire ("Partnerfonds"). *Vinnof* peut co-investir jusqu'à €500.000 par entreprise. La décision d'investissement de *Vinnof* est basée sur des critères de rentabilité de l'investissement.

3.8 Conclusions

Dans cette partie, nous avons présenté différentes initiatives publiques de fonds-de-fonds et fonds de co-investissement. Chacune a ses propres avantages et inconvénients et est destinée à résoudre un problème de défaillance de marché bien spécifique.

Dans le cas d'un fonds-de-fonds, l'implication du secteur public se fait au niveau des fonds de capital-risque, où le fonds-de-fonds est dès lors un actionnaire important. Dans le cas d'un fonds de co-investissement, l'implication se fait au niveau des entreprises, tout en laissant les fonds de capital-risque jouer le rôle de *lead investor*. Le fonds de co-investissement sert uniquement à syndiquer avec ce dernier afin de permettre l'apport en capital plus important aux entreprises sélectionnées par le fonds de capital-risque. Par conséquent, le fonds de co-investissement n'est pas un outil pour directement créer de nouveaux fonds.

Un fonds-de-fonds permet le lancement de nouveaux fonds et donc de promouvoir davantage le développement de nouvelles équipes au sein d'une économie. Outre les conditions de marché, son succès est du même coup largement déterminé par sa capacité à stimuler la création de nouvelles équipes et à sélectionner les meilleures d'entre elles. Dans la plupart des initiatives présentées dans cette partie, nous observons plutôt le lancement de ces nouveaux fonds par des équipes existantes, souvent sous forme de "side-car funds". C'est notamment le cas d'un bon nombre de fonds ARKIV d'*ARKimedes*.

Plus généralement, il importera de bien cibler l'apport de capital nouveau là où il est vraiment nécessaire. Le capital-risque n'est pas la solution la plus adaptée à toutes les entreprises, mais bien

à un type très précis d'entreprises. Ainsi, la sélection des fonds par l'initiative publique (fonds-de-fonds ou fond de co-investissement) devra être basée sur des critères bien établis au préalable.

PARTIE 4 : Propositions d'initiatives pour la Wallonie

Nous développons dans cette quatrième partie des propositions concrètes d'initiatives pour la Wallonie afin de remédier à l'*equity gap* identifié au préalable pour les montants supérieurs à €1,5 million. Toute proposition concrète dépend des objectifs visés. Nous nous sommes fondés sur l'objectif de **promouvoir un marché de capital-risque en Wallonie qui puisse répondre au besoin de financement des 2^e et 3^e tours de table** tel qu'identifié dans les parties précédentes. Il est important de souligner encore une fois **l'importance de fonds spécialisés** qui sont en mesure d'apporter non seulement du capital aux entreprises mais aussi les compétences nécessaires pour accompagner ces entreprises. Cela ne peut être apporté que par des équipes qui ont le capital humain adéquat et les incitants appropriés pour investir ce capital humain dans des entreprises soigneusement sélectionnées. Ceci requiert une rémunération suffisamment liée à la performance des investissements.

Une étude récente de la BVA (*Belgian Venture Capital & Private Equity Association*) indique la nécessité pour les investisseurs de capital-risque de rester actifs dans les sociétés où ils investissent durant au moins 4-5 ans. Pendant cette période, ces sociétés continuent en moyenne à nécessiter l'apport de financement externe (BVA, 2007).

Comme toute nouvelle initiative publique doit répondre à la réglementation européenne en matière d'aide d'Etat, nous présentons d'abord dans la Section 4.1 les directives applicables de la Commission européenne. Suit dans la Section 4.2 l'élaboration de critères de *Best Practices* pour tout fonds de capital-risque, fonds-de-fonds et fonds de co-investissement. Enfin, dans la Section 4.3, nous poserons la question de savoir si et comment les acteurs existants (publics et privés) pourraient répondre aux besoins identifiés dans cette étude, et comment attirer au besoin de nouveaux acteurs privés.

4.1 Réglementation européenne

Dans le cadre du *Plan d'Action dans le Domaine des Aides d'Etat* (COM, 2005), la Commission Européenne a émis une nouvelle communication intitulée *Lignes Directrices concernant les Aides d'Etat à Promouvoir les Investissements en Capital-investissement dans les Petites et Moyennes Entreprises* (publié dans le Journal officiel de l'Union européenne, réf. 2006/C 194/02). Estimant qu'il n'y a pas de manque généralisé en capital-investissement dans les Etats membres, la Commission reconnaît malgré tout une défaillance du marché dans certains domaines, notamment pour les PME en phase "early-stage". La Commission s'efforce de s'assurer que toute mesure concrète soit bien ciblée et réponde de façon adéquate à cette défaillance du marché.

Ainsi, toute initiative gouvernementale nouvelle d'un Etat membre doit répondre à une série de critères, sans quoi elle sera considérée comme "aide d'Etat". Si c'est le cas, l'initiative est sujette à ces *Lignes Directrices* qui lui imposeront des contraintes très précises. Ainsi, *ARKimedes* s'est vu imposer des contraintes notamment en matière de limite d'investissement à €1 million par an et par entreprise. L'examen de la présence d'une aide d'Etat se fait à trois niveaux : les investisseurs, les fonds d'investissement (et le véhicule d'investissement comme un fonds-de-fonds) et les entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé. Les aides qui sont à considérer comme aide d'Etat sont décrites dans la communication intitulée *Lignes Directrices concernant les Aides d'Etat à Promouvoir les Investissements en Capital-investissement dans les Petites et Moyennes Entreprises* (publié dans le Journal officiel de l'Union européenne, réf. 2006/C 194/02).

Toute initiative gouvernementale nouvelle qui est considérée comme aide d'Etat se verra soumise aux lignes directrices suivantes (voir le document original pour de plus amples précisions) :

- Limite d'investissement de €1,5 million par entreprise et par période de 12 mois
- Restriction au financement des stades d'amorçage et de démarrage (sauf pour les régions assistées où le financement du stade d'expansion est également permis)
- Financement par fonds propres pour au moins 70% des montants octroyés par la nouvelle initiative (par exemple un fonds-de-fonds)
- Participation d'investisseurs privés d'au moins 50% (ou 30% pour les régions assistées). Ceci limite la parité d'investissement afin d'assurer une participation suffisante du secteur privé.
- Les décisions d'investissement doivent être motivées par la recherche d'un profit et donc doivent être faites sur base commerciale. La Communication donne des précisions sur les conditions requises pour satisfaire ce critère. Ceci requiert notamment la rémunération des gestionnaires sur base des résultats financiers, tant au niveau du fonds-de-fonds (si l'initiative est de mettre en place un fonds-de-fonds) qu'au niveau des fonds d'investissement eux-mêmes.
- Limite éventuelle du degré de spécialisation sectorielle.

La "**procédure d'appréciation détaillée**" prévoit des exceptions à ces critères (voir Section 5 de la Communication). En revanche, il reviendra à l'Etat membre d'apporter les preuves et

éléments justifiant un assouplissement d'un ou de plusieurs critères. Par exemple, il est prévu que la limite d'investissement puisse être supérieure à €1,5 million si l'Etat membre peut apporter les preuves qu'il existe une défaillance du marché pour des tranches d'investissement plus élevées.

4.2 Des critères de "Bonnes Pratiques" (*Best Practices*) pour tout fonds de capital-risque

Nous proposons dans cette section une série de critères de *Best Practices* pour les fonds de capital-risque afin de garantir au mieux des décisions d'investissement sur base purement commerciale et afin d'offrir les incitants adéquats aux gestionnaires de fonds pour maximiser la rentabilité de leur fonds. Notez que ces critères s'appliquent aussi aux gestionnaires d'un fonds-de-fonds.

Atteindre une taille optimale des fonds de capital-risque

Tout fonds doit assurer un apport de capitaux suffisants, vu les objectifs et stratégies visés. L'estimation de la taille optimale pour un fonds s'avère difficile, car cela dépend de la stratégie du fonds lui-même (stade de développement, industrie, stratégie de syndication, conditions de marché, rémunération des gestionnaires, ...). Alors que certains de ces paramètres peuvent être estimés avant la levée de capitaux, d'autres s'avèrent plus difficiles. Dans tous les cas, la taille du fonds doit correspondre à la stratégie que le fonds souhaite adopter.

La taille dépend aussi du type de fonds désiré : un "side-car fund" peut être plus petit. Ainsi, un bon nombre d'ARKIVs sont des fonds annexes, notamment ceux créés par les banques.

Rémunération des gestionnaires de fonds liée à la performance de leur fonds

Les fonds privés adoptent généralement une structure de rémunération à deux composantes (Gompers et Lerner, 1996; Litvak, 2004 ; Private Equity Intelligence) : le *management fee* (autour de 2% du capital géré) et le *carried interest* (participation au profit typiquement d'environ 20%). Ce critère est vu comme facteur-clé par la réglementation européenne afin d'assurer des décisions d'investissement sur base de critères purement commerciaux de la part des gestionnaires de fonds de capital-risque et de fonds-de-fonds.

Autonomie dans le choix des investissements et gestion en relation avec les bonnes pratiques de l'industrie

Ce critère est un autre critère-clé pour la Commission européenne et est appliqué par un bon nombre d'autres initiatives lancées ces dernières années en Europe. C'est également un critère *sine qua non* pour l'obtention d'un investissement par le FEI pour tout fonds privé. Le fonds-de-fonds ne doit pas influencer le choix des entreprises dans lesquels les fonds investissent, mais seulement veiller à la bonne gestion des investissements faits.

Mise en place d'un programme d'évaluation de la performance sur base des objectifs fixés

Dans tout lancement d'un nouveau programme d'aide ou fonds de capital-risque (public ou privé), il est important d'évaluer la performance *ex post*. Celle-ci devra forcément être comparée aux objectifs fixés au préalable.

Un élément-clé est de bien définir les bons benchmarks. Pour la performance financière, celui-ci devrait être le taux interne de rentabilité du secteur, sujet aux contraintes additionnelles imposées au fonds.

La création de nouveaux emplois ne devrait pas être un objectif premier d'un fonds de capital-risque. Cet objectif peut être mieux réalisé à l'aide d'autres mécanismes tels que l'initiative *First-Enterprise Spin-out* de la Région Wallonne.

Assurer un "deal flow" aux fonds

Restreindre les investissements à la Wallonie peut s'avérer trop contraignant pour des fonds spécialisés dans des secteurs technologiques pointus. Par ailleurs, un fonds ne devrait pas pouvoir investir plus d'un certain pourcentage de son capital total dans une seule entreprise afin d'assurer une diversification au niveau du fonds de capital-risque lui-même. Le chiffre de 10% du capital est souvent évoqué dans la pratique.

Accroître la capacité d'évaluation des projets

Afin d'augmenter la qualité des projets financés, il est important de mettre en place des mesures permettant de bien évaluer les opportunités d'investissement selon des standards pratiqués par les fonds établis. En particulier, cela requiert la capacité de faire appel à des personnes compétentes dans les secteurs de pointe dans lesquels un fonds désire investir. Vu les coûts associés à ces compétences d'évaluation, cela sera difficilement envisageable pour les petits investissements. En revanche, cela peut s'avérer rentable pour la sélection d'investissements plus importants.

4.3 Eléments de réponse aux besoins de la Wallonie

Avant de proposer des mesures pour répondre aux besoins identifiés auparavant, nous notons l'écart entre l'*equity gap* mis en évidence dans cette étude (i.e. au-delà de €1,5 million) et la perspective de la Commission européenne qui considère généralement un *equity gap* pour des montants inférieurs à un million et demi d'euros. C'est pour cette raison qu'elle limite les investissements issus d'initiatives publiques (voir Section 4.1) à €1,5 million par entreprise et par période de 12 mois, ainsi qu'au financement des stades d'amorçage et de démarrage seulement. Nos résultats ne permettent pas d'affirmer qu'il manque des capitaux pour les tours de table de plus de €1,5 million en Wallonie, mais plutôt qu'il y a un manque de "smart money" dans ces tranches d'investissement, c'est-à-dire du financement par des acteurs spécialisés qui peuvent apporter plus que du capital seulement. Pour les tranches inférieures à €1,5 million, cela semble être moins le cas, d'autant plus que les acteurs publics sont fortement présents (certains étant spécialisés, d'autres pas) pour apporter le capital nécessaire aux entreprises wallonnes. C'est cet *equity gap* que nous abordons dans ce qui suit.

Formes d'aide publique à la promotion du capital-risque privé : Les deux formes directes sont la création par le secteur public d'un fonds-de-fonds ou fonds de co-investissement pour apporter des fonds propres aux fonds de capital-risque locaux. Une autre forme d'aide (qui n'a pas été analysée ici) sont les incitants fiscaux. Ceux-ci peuvent être octroyés aux fonds de capital-risque ou aux *business angels*, mais aussi aux particuliers (comme c'est le cas, par exemple, pour les programmes *Winwinlening* (Flandre) et *Tante Agaath* (Pays-Bas)).

Dans le reste de cette section, nous proposons donc une série de mesures destinées à répondre aux besoins d'acteurs spécialisés prêts à investir des montants supérieurs à €1,5 millions et ayant les incitants adéquats pour bien sélectionner les entreprises et contribuer à la valeur ajoutée de ces celles-ci. Pour ce faire, nous posons deux questions précises : premièrement, que peuvent contribuer les acteurs publics actuels, et deuxièmement, comment attirer de nouveaux acteurs privés ?⁸

⁸ A ce sujet, il existe d'autres questions pertinentes qui méritent d'être posées. Notre étude s'est limitée à ces deux questions-ci.

4.3.1 Comment les acteurs publics existants peuvent-ils contribuer ?

Malgré le fait que les acteurs publics jouent un rôle important en Wallonie, il est peu probable que le secteur public soit en mesure de répondre à lui seul à l'*equity gap* en question. Il est néanmoins nécessaire de s'assurer que les différents acteurs présents prennent des décisions d'investissement judicieuses. De cette étude, nous ne pouvons pas conclure que les acteurs publics n'investissent pas sur base commerciale ni qu'il existe un effet d'éviction du secteur privé en Wallonie. En revanche, nous proposons des modifications destinées à offrir un cadre qui minimise ce risque.

Donner des incitants appropriés aux gestionnaires de fonds : offrir un cadre plus proche de celui offert dans le privé, notamment en termes de rémunération qui devrait être davantage liée à la performance du fonds. En particulier, cette composante devrait prendre la forme de *carried interest*, et pas simplement de bonus annuels. Ceci donnera aussi des incitants à créer des fonds spécialisés et à renforcer l'approche "hands-on" afin d'apporter aux entreprises également des compétences au-delà du capital fourni.

Inciter les acteurs privés à lever davantage de fonds de sources privées : comme mentionné auparavant, certains Investis lèvent déjà des fonds privés pour compléter les ressources propres provenant du secteur public. Ainsi, le gestionnaire lève des fonds sur base d'un coût du capital lié aux conditions de marché. Ceci se répercute dès lors sur les choix d'investissement du gestionnaire. De plus, en tant qu'actionnaires, les investisseurs privés seront présents dans le conseil d'administration, leur donnant une structure de gouvernance plus proche du privé.

Promouvoir la syndication entre les différents acteurs publics, par exemple les Investis. Ainsi, ceux-ci pourraient investir prioritairement dans leur région mais également avoir la possibilité de syndiquer dans des dossiers présentés par d'autres Investis ou d'encourager plus de syndications avec des acteurs privés. Ainsi, les montants que les entreprises pourraient lever seraient plus importants. En revanche, la syndication entre les Pôles de la SRIW est moins réaliste, vu leur spécialisation au niveau des secteurs (et non pas géographique). Mais la syndication entre les Investis et les Pôles de la SRIW pourrait être encouragée.

Coordination entre les différents programmes existants : il importe également de noter l'importance de la coordination des différents programmes existants afin de minimiser le risque de mauvaise allocation des capitaux disponibles suite à un possible changement des conditions de marché ou de la demande des entreprises elles-mêmes. Cela présuppose une coordination des activités et objectifs des Investis et des Pôles de la SRIW.

Evaluation de la performance : il serait en outre opportun de renforcer l'évaluation de la performance (financière et sociale) des acteurs publics existants. Cela exige tant une bonne formulation des objectifs que la mise en place de benchmarks liés aux objectifs établis.

Dans la Conclusion Générale, nous insisterons sur le fait qu'il nous semble indispensable de réfléchir sur les structures actuelles des acteurs publics, même si de tels ajustements n'apportent pas une solution complète au problème d'*equity gap* identifié. Simplement modifier les structures des acteurs publics existants ne pourra vraisemblablement pas suffire. Par conséquent, une initiative qui encourage davantage des activités privées nous semble nécessaire. Un élément-clé pour attirer des équipes spécialisées et prêtes à s'investir adéquatement est une rémunération des gestionnaires de fonds liée à la performance, ce qui est plus facilement mis en place dans des fonds privés.

4.3.2 Comment attirer de nouveaux acteurs privés ?

Nous abordons la question en examinant l'attrait d'une initiative publique de type "fonds-de-fonds" ou "fonds de co-investissement" en Wallonie. Un bénéfice non négligeable d'une initiative, peu importe le type, est l'apport de capitaux frais aux acteurs privés.⁹ Même si nous ne pouvons le qualifier "d'argent facile" (car le taux de rendement exigé par les actionnaires doit avoisiner celui du marché, comme le secteur privé contribue sa part), il n'en reste pas moins qu'un fonds de capital-risque aura plus facilement accès à du capital qu'en absence d'une initiative publique. Pour une parité de participation de 1 : 1 du fonds-de-fonds ou fonds de co-investissement, le fonds privé pourra ainsi investir le double. Ceci lui permettra de plus facilement atteindre une taille plus importante.

Choix du type d'initiative : Fonds-de-Fonds ou Fonds de Co-Investissement ?

L'analyse de la nouvelle réglementation européenne en la matière montre la **nécessité d'acteurs privés pour le lancement d'une nouvelle initiative**. Dans le cas d'un fonds de co-investissement, cela exige la présence de fonds de capital-risque privés afin assurer la possibilité d'entreprendre des investissements qui puissent faire appel à ce fonds de co-investissement. Et dans le cas d'un fonds-de-fonds, le secteur privé (investisseurs privés, pas fonds de capital-risque) est primordial afin que les nouveaux fonds puissent lever les montants nécessaires pour atteindre la parité d'investissement fixée par le fonds-de-fonds (où la réglementation européenne exige qu'au moins 50% du capital global provienne du secteur privé).

La Wallonie est **limitée par le manque d'acteurs privés**, en particulier pour les fonds de capital-risque privés. Cela **réduit considérablement l'attrait d'un fonds de co-investissement**. Celui-ci requiert également la participation substantielle du secteur financier privé pour apporter les fonds complémentaires aux fonds nouvellement créés. **Une initiative de fonds-de-fonds semble davantage appropriée pour répondre au mieux aux besoins de la Wallonie** et ainsi stimuler la création de nouveaux fonds de capital-risque privés (par des équipes nouvelles ou existantes).

En revanche, l'expérience flamande indique l'importance malgré tout de la présence de fonds privés au départ déjà, vu le manque de possibilités de la part de nouvelles équipes de capital-risque de lancer de nouveaux fonds. En effet, tous les fonds ARKIV d'*ARKimedes* furent lancés par une banque ou par une équipe de gestionnaires déjà existante. Le manque d'acteurs privés en Wallonie apporte donc un risque non négligeable au succès de toute initiative en Wallonie (tant fonds de co-investissement que fonds-de-fonds). Un scénario probable est que les mêmes banques et fonds de capital-risque privés qui ont créé des fonds ARKIV en Flandre créent également **des "side-car funds" en Wallonie si une initiative de fonds-de-fonds était lancée**.

Vu le besoin en Wallonie, **toute initiative de type fonds-de-fonds en Wallonie devra vraisemblablement être plus modeste** en termes de capital levé qu'en Flandre, où *ARKimedes* a atteint un montant de €110 millions. D'ailleurs, la Flandre elle-même (apparemment) a connu des difficultés à former suffisamment de fonds ARKIV pour placer les montants récoltés, malgré la présence plus importante d'acteurs en capital-risque privé dans la région flamande.

⁹ La réglementation européenne n'autorise pas que des acteurs publics créent leurs propres fonds à partir d'une initiative de type fonds-de-fonds ou fonds de co-investissement, car un critère essentiel est qu'au moins 50% du capital investi provienne du secteur privé, d'où l'accent mis dans cette section sur les fonds de capital-risque privé.

De plus, **limiter les possibilités d'investissement à la Wallonie sera certainement trop contraignant, vu sa taille.** Laisser les nouveaux fonds investir sans limite géographique réduit également le risque de tomber sous la Réglementation européenne "d'aide d'Etat", comme ce fut le cas pour *ARKimedes* en Flandre. La difficulté pour la Wallonie sera d'assurer qu'une partie importante sera investie malgré tout en Wallonie, ce qui ne sera pas nécessairement évident étant donné le manque d'équipes privées en capital-risque actuellement présent en Wallonie. Il s'agira aussi d'éviter de créer des fonds généralistes, étant donné le besoin identifié dans cette étude. En effet, il n'est pas certain qu'il y a un manque global de capital-risque, mais plutôt un manque de "smart money". Finalement, un système d'évaluation de la performance et des objectifs plus généraux devra être mis en place, tant pour les fonds de capital-risque que pour le fonds-de-fonds.

Trois sources importantes peuvent être envisagées : le secteur public, les particuliers wallons, et le secteur privé.

- **Le secteur public:** C'est par cette voie que bon nombre d'initiatives mentionnées dans la Partie 3 sont financées. Pour un fonds-de-fonds, il importera en revanche que le secteur public n'apporte pas plus de 50% des fonds totaux. L'implication du secteur privé restera primordiale.
- **Les particuliers wallons :** La Flandre a proposé une source de fonds propres différente, à savoir les particuliers pouvant investir directement dans le véhicule *ARKimedes*. Ainsi, le secteur public n'a pas dû injecter de fonds. Outre l'apport significatif de fonds nouveaux en Flandre, cela a notamment permis d'attirer l'attention de la population flamande sur le rôle du capital-risque dans le financement d'entreprises innovantes. Afin de lever les capitaux souhaités, il est possible d'émettre soit des actions, soit des obligations.
- **Le secteur privé :** Un fonds-de-fonds peut très bien être financé entièrement par le secteur privé. Ainsi, seul un placement privé sera nécessaire.

Dans tous les cas, une étude de l'intérêt de chaque source potentielle devrait être réalisée afin de s'assurer tant de la capacité à lever les fonds souhaités que de conditions à offrir (par exemple les montants optimaux des garanties et crédits fiscaux dans le cas où la solution souhaitée serait de mobiliser les particuliers wallons).

Enfin, nous notons que pour pouvoir réaliser des investissements de plus de €1,5 million, il importera de bien structurer l'initiative en tenant compte de la réglementation européenne en matière d'aides d'Etat. Ainsi, vu la limite de €1,5 million imposée par les *Lignes Directrices* présentées dans la Section 4.1, il importera de **soit éviter que l'initiative soit définie comme aide d'Etat, soit convaincre la Commission du besoin de relever cette limite d'investissement** en engageant une "procédure d'appréciation détaillée", comme cela a été le cas pour *ARKimedes*.

Conclusions générales

Il n'apparaît pas de notre étude qu'il existe un manque généralisé de capital-risque en Wallonie. Cette observation se base sur le fait qu'il existe en Wallonie **un très grand nombre d'acteurs privés et publics qui gèrent un grand nombre de fonds généralistes et spécialisés**. Les ressources des acteurs publics semblent très morcelées, rendant difficile la réallocation de ces ressources en cas de besoin, par exemple suite à des changements importants des conditions de marché (qui peuvent rendre certains stades d'intervention moins rentables) ou de la demande en capital-risque (si certains secteurs d'activité deviennent plus prometteurs et d'autres moins).

En revanche, il est fort probable qu'il existe un **manque de capital aux investissements de plus de 1,5 million d'euros par des investisseurs spécialisés capables d'assister les entreprises actives dans des secteurs d'activités très pointus et innovants**. Ceci correspond souvent aux 2^e et 3^e tours de table des entreprises innovantes (sauf pour certains secteurs tels que la biotechnologie où les montants peuvent parfois atteindre plusieurs millions d'euros au premier tour déjà).

Afin de répondre au mieux à cet *equity gap*, la meilleure solution est de créer des fonds spécialisés qui soient en mesure d'apporter non seulement le capital aux entreprises mais aussi les compétences nécessaires pour assister ces entreprises. Cela ne peut être apporté que par des équipes qui ont le capital humain adéquat et les incitants appropriés pour investir ce capital

humain dans les entreprises soigneusement sélectionnées. Ceci requiert une rémunération suffisamment liée à la performance des investissements. Ceci peut être réalisé au mieux par des acteurs privés.

Pour le cas de la Wallonie, **le lancement d'une nouvelle initiative sous forme d'un fonds-de-fonds afin d'injecter de nouvelles ressources semble la solution la plus efficace pour stimuler les activités privées de financement en capital-risque en Wallonie.** Une telle initiative, si mise en place en Wallonie, devrait être plus modeste qu'en Flandre (où les particuliers ont souscrit €110 millions dans ARKImedes pour finalement mettre en place 11 ARKIVs), du moins initialement, pour ne lancer qu'un nombre limité de fonds nouveaux destinés à des besoins très spécifiques. Ceci dit, il se peut qu'un besoin plus conséquent puisse se faire sentir dans l'avenir, par exemple afin de **soutenir des initiatives privées qui pourraient se créer à terme.** Dans ces circonstances, la demande de la création d'un fonds-de-fonds proviendrait du secteur privé lui-même, et non pas du secteur public. Le même fonds-de-fonds pourrait alors lever des capitaux une nouvelle fois afin de soutenir ces nouvelles initiatives issues du secteur privé. La durée de vie d'un fonds-de-fonds n'est par conséquent pas nécessairement limitée à 10-13 ans. Dans tous les cas, il importera de bien intégrer la Réglementation européenne en la matière.

Parallèlement, il nous semble **important de réfléchir aux structures actuelles des acteurs publics et à leur rôle dans l'avenir. Il est évident qu'ils continueront de jouer un rôle essentiel.** Notre étude n'a pas eu comme objet une analyse de la performance des acteurs publics. Nous constatons néanmoins un écart entre les pratiques de ceux-ci et celles des acteurs privés. Nous avons donc proposé dans la dernière partie de cette étude une série de mesures à mettre en place afin d'assurer une gestion efficace des fonds disponibles et des décisions d'investissement basées sur des critères commerciaux. Même si ces mesures ne pourront constituer une réponse satisfaisante à l'*equity gap* discuté dans cette étude, elles permettraient de renforcer l'efficacité du marché dans son ensemble.

Références bibliographiques

- BVA (2007), *Impact study on venture capital in Belgium*, Belgian Venture Capital & Private Equity Association Newsletter 11, page 4.
- Gompers, P. et J. Lerner (1996), *The use of covenants: an empirical analysis of venture capital partnership agreements*, Journal of Law & Economics 39, pages 463-498.
- Hochberg, Y., A. Ljungqvist et Y. Lu (2007), *Venture capital networks and investment performance*, Journal of Finance 62 (1).
- Litvak, K. (2004), *Venture capital limited partnerships agreements: understanding compensation arrangements*, working paper, University of Texas Law School.
- Makela, M. et M. Maula (2004), *Attracting cross border venture capital: The role of a local investor*, Working Paper, Helsinki University of Technology.
- Martin, R., Berndt, C., Klage B. et P. Sunley (2005), *Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: Evidence from Germany and the United Kingdom*, Environment and Planning 37, pages 1207-1231.
- Commission européenne (2005), *Plan d'Action dans le Domaine des Aides d'Etat – Des aides d'Etat moins nombreux et mieux ciblées : une feuille de route pour la réforme des aides d'Etat 2005-2009*, réf. 2005/107 final.
- Commission européenne (2006), *Lignes Directrices concernant les Aides d'Etat à Promouvoir les Investissements en Capital-investissement dans les Petites et Moyennes Entreprises*, Journal officiel de l'Union européenne, réf. 2006/C 194/02.
- Maula, M., G. Murray et M. Jäskeläinen (2007), *Public financing of young innovative companies in Finland*, Finish Ministry of Trade and Industry.
- Pirnay, F., B. Surlemont et J.-J. Degroof (2006), *Les déterminants de la croissance des spin-offs universitaires*, Rapport de synthèse, HEC ULg.
- Private Equity Intelligence (2006), *Private Equity Spotlight*, Vol. 2 (11), pages 9-10.
- Sowalfin, *L'outil d'accompagnement financier des TPE et PME wallonnes*, Document de la Sowalfin.

Liste d'entrevues et remerciements (en ordre alphabétique)

Pierre Bernes, Senior Partner, Investsud
André-Xavier Cooreman, Chairman, Belgian Venturing Association; COO, Sofinim
Benoit Coppée, Administrateur Directeur Général, Investsud
Philippe Deville, CEO, CD Technicom
Jan Dexel, Analyste, Ministère des Affaires Economiques (Pays-Bas)
Denis Dubru, Directeur Financier, GlaxoSmithKline
Philippe Durieux, CEO, Sopartec et Vives Fund
Grant Fleming, Managing Director, Wilshire Private Markets (Japon)
David Franeau, Partenaire, Synapsis
Francois Gillet, Directeur, Sofina
Christophe Guisset, General Manager, BAMS
Gael Imad'Eddine, doctorant, Université catholique de Louvain
Philippe Janssens de Varebeke, Expert sciences du vivant, AWEX
Marc Lambrechts, Senior Investment Manager, Capricorn Venture Partners
Jérôme Lamfalussy, Associé, E-Capital
Sophie Manigart, Professeur, Vlerick School of Management et Université de Gent
Gordon Murray, Professeur, Université d'Exeter (Grande-Bretagne)
Bruno Nortier, Analyste Financier, Nivelinvest
Didier Paquot, Directeur du Département Economique, Union Wallonne des Entreprises
Astrid Pieron, Partner Mayer Brown International et Administratrice UWE
Fabrice Pirnay, Chercheur, Université de Liège
Jo Santino, Managing Director, Indufin
Piet Serrure, Administrateur, Becap PE Asset Managers & Advisors
Bernard Surlemont, Professeur, Université de Liège
Jean-François Thissen, Partner, Investsud
Markku Maula, Professeur, Helsinki University of Technology (Finlande)

Ainsi que différents participants du 3^e Séminaire NORFACE sur "Entrepreneurial Finance",
Berlin, 21-22 mai 2007.

ANNEXE : Informations complètes des acteurs investissant en Wallonie

Agrobos Technology

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Investsud et autres (filiale d'Investsud)	Plafond d'intervention :	EUR 1,5 million
Site web :	www.agrobos.be	Spécialisation sectorielle :	Agroalimentaire et bois
Capital disponible :	EUR 7 millions	Spécialisation géographique :	Provinces de Namur, Liège et Luxembourg
Année de création :	1999	Stade de développement :	Startup, early-stage
Type d'investissement :	Participation au capital, crédit	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

BAMS (Business Angels Matching Services)

Type :	Réseau de business angels	Plancher d'intervention :	EUR 25.000; Business Angel + (prêt subordonné de max. EUR 125.000)
Principaux actionnaires :	business angels	Plafond d'intervention :	EUR 500.000
Site web :	www.bamss.com	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	1999	Stade de développement :	Startup
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

BAMS Angels Fund

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 200.000
Principaux actionnaires :	25 business angels	Plafond d'intervention :	EUR 500.000
Site web :	www.angelsfund.be	Spécialisation sectorielle :	Entreprises industrielles, technologiques et/ou de services à caractère innovateur
Capital disponible :	EUR 8 millions	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage, développement
Type d'investissement :	Capital ou quasi-capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Business Angels Connect

Type :	Réseau de business angels	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Business angels	Plafond d'intervention :	EUR 1 million
Site web :	www.business-angels-connect.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	1999	Stade de développement :	Startup
Type d'investissement :	Participation variable	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Capricorn Venture Partners

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 250.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 3 millions
Site web :	www.capricorn.be/	Spécialisation sectorielle :	Technologie de l'information, biotech, santé et "advanced materials"
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	1993	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

CD Technicom

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 250.000
Principaux actionnaires :	Filiale de SRIW	Plafond d'intervention :	EUR 1,5 million
Site web :	www.sriv.be/en/Technicom-74.html	Spécialisation sectorielle :	Télécommunications et informatique
Capital disponible :	EUR 25 millions	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Augmentation de capital; partenaire minoritaire temporaire	Autres critères d'éligibilité :	Entreprise belge ou étrangère, désireuse de développer des activités en Wallonie

Compagnie du Bois-Sauvage

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	www.bois-sauvage.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Later-stage, private equity
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

E-Capital

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	> EUR 1 million
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	> EUR 3 millions
Site web :	www.e-capital.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 35 millions	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	1999	Stade de développement :	Later-stage
Type d'investissement :	Augmentation de capital, MBO/MBI	Autres critères d'éligibilité :	Entreprise ayant un chiffre d'affaires compris entre EUR 5 et 50 millions

Ecotech Finance

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale de SRIW	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	http://www.sriw.be/fr/EcotechFinance-76.html	Spécialisation sectorielle :	Secteurs de l'environnement
Capital disponible :	EUR 78 millions	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Apport en capital et augmentation de capital, éventuellement liée à l'octroi de prêts subordonnés convertibles ou non	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

E-Merge

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 1,5 million
Site web :	www.emerge.be	Spécialisation sectorielle :	Technologie, commerce et services à forte composante technologique
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	1998	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Financière du Bois

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Filiale d'Investsud	Plafond d'intervention :	EUR 500.000
Site web :	www.capitalecroissance.be	Spécialisation sectorielle :	Filière bois
Capital disponible :	EUR 3 millions	Spécialisation géographique :	Province de Liège, Namur et Luxembourg
Année de création :	2006	Stade de développement :	Développement, buyout/buyin
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Financière Spin-Off Luxembourgeoise

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Investsud et Région wallonne (filiale d'Investsud)	Plafond d'intervention :	EUR 500.000
Site web :	www.spinoffluxembourg.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 5,5 millions	Spécialisation géographique :	Province de Liège, Namur et Luxembourg
Année de création :	2006	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	Spin-off universitaire ou d'entreprise

Floridienne (Florinvest)

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	www.floridienne.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Later-stage, private equity
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Fonds d'Aide à l'Investissement Transfrontalier (FAIT)

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Hocinvest, Sambrinvest et Invest Mons Borinage	Plafond d'intervention :	EUR 620.000
Site web :	n.d.	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 3,5 millions	Spécialisation géographique :	Province du Hainaut
Année de création :	1998	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	Développement de projets à caractère transfrontalier favorisant la création d'emplois stables et de valeur ajoutée

Fonds de Capital à risque "Objectif 1" de Sambrinvest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale de Sambrinvest	Plafond d'intervention :	EUR 620.000
Site web :	www.sambrinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Arrondissements de Charleroi et de Thuin
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage, développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Fonds de Capitaux d'amorçage de Sambrinvest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale de Sambrinvest	Plafond d'intervention :	EUR 125.000
Site web :	www.sambrinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Arrondissements de Charleroi et de Thuin
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Fonds transfrontalier de développement (EUREFI)

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 150.000
Principaux actionnaires :	Union européenne et des partenaires privés belges, français et luxembourgeois	Plafond d'intervention :	EUR 1,5 million
Site web :	www.eurefi.org	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Zones limitrophes de la Belgique, France et du Luxembourg
Année de création :	1995	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Apport en capital ou quasi fonds propres	Autres critères d'éligibilité :	PME lié au développement d'activités transfrontalières

Hocinvest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Région wallonne (via Sowalfin)	Plafond d'intervention :	EUR 1,25 million
Site web :	www.hocinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Hainaut Occidental
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Variable	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

IMBC Objectif No. 1

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale d'Invest Borinage-Centre	Plafond d'intervention :	EUR 620.000
Site web :	www.imbc.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Région de Mons/La Louvière
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage, développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

IMBC-Spinnova Fund

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Invest Borinage-Centre, UMH et Faculté Polytechnique de Mons (filiale d'Invest Borinage-Centre)	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	www.imbc.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 1,6 million	Spécialisation géographique :	Région de Mons/La Louvière
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	(Pré-) Amorçage
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	Spin-offs universitaires

Indufin

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 2 millions
Principaux actionnaires :	Luxempart et De Eik	Plafond d'intervention :	EUR 10 millions
Site web :	www.indufin.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Later-stage, buyout (MBO/MBI)
Type d'investissement :	Prise de participation (minoritaire et temporaire)	Autres critères d'éligibilité :	Aucune

Investsud

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Région wallonne et des sociétés privées wallonnes	Plafond d'intervention :	EUR 2,5 millions
Site web :	www.investsud.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 49,5 millions	Spécialisation géographique :	Provinces de Namur, Liège (hors ville) et Luxembourg
Année de création :	1983	Stade de développement :	Développement, buyout/buyin
Type d'investissement :	Variable (capital neuf, capital Win, prêt obligataire, prêt bonifié)	Autres critères d'éligibilité :	PME/TPE

IT-Partners

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 75.000
Principaux actionnaires :	Imec, GIMV et autres	Plafond d'intervention :	EUR 7,5 millions
Site web :	www.it-partners.be	Spécialisation sectorielle :	Technologie de l'information
Capital disponible :	EUR 66 millions	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	1997	Stade de développement :	Développement, early-stage
Type d'investissement :	Variable	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Meusinvest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 25.000
Principaux actionnaires :	Région wallonne	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	www.meusinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province de Liège
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Namur Diversification et Reconversion (NADIR)

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Fonds de Reconversion des Glaciers Saint-Roch	Plafond d'intervention :	EUR 1 million
Site web :	n.d.	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province de Namur
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Namur Invest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Région wallonne (via Sowalfin) et différentes entreprises et banques	Plafond d'intervention :	EUR 1,25 million
Site web :	www.namurinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province de Namur
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Spin-off, développement
Type d'investissement :	Produits financiers variables (participation au capital et prêts)	Autres critères d'éligibilité :	PME, PMI, TPE situées dans la Province de Namur, pouvant bénéficier de la prime à l'investissement dans le cadre des lois d'expansion économique

Namur Sud Développement

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Région wallonne (filiale de Namur Invest pour "Objectif II – rural")	Plafond d'intervention :	EUR 1,25 million
Site web :	www.namurinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 12 millions	Spécialisation géographique :	Province de Namur
Année de création :	2003	Stade de développement :	Amorçage, développement
Type d'investissement :	Produits financiers variables (participation au capital et prêts)	Autres critères d'éligibilité :	PME, TPE et spin-off

Nivelinvest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Région wallonne (50%; via Sowalfin) et autres	Plafond d'intervention :	EUR 1,25 million
Site web :	www.nivelinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province du Brabant wallon
Année de création :	1987	Stade de développement :	Amorçage, développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	PME

OstBelgienInvest (Fonds de Lancement)

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 12.400
Principaux actionnaires :	Région wallonne (via Sowalfin)	Plafond d'intervention :	EUR 625.000
Site web :	www.obl.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Communes germanophones et communes francophones voisines
Année de création :	1989	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Produits financiers variables (participation au capital et prêts)	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Phenix Capital

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 400.000
Site web :	www.phenixcapital.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune, mais préférence dans mécanique, biologie, informatique et énergie renouvelable
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	2005	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Profinpar

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 250.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 5 millions
Site web :	www.profinpar.com	Spécialisation sectorielle :	Pharmacie, santé, loisirs, 4e âge, énergie verte, environnement, sécurité, contrôle en ligne
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	1997	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Proseed Capital

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 500.000
Site web :	www.proseedcapital.com	Spécialisation sectorielle :	"Life Sciences"
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	1999	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Apport en capital et prêt convertible	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

QIFund

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 1 million
Site web :	www.qifund.com	Spécialisation sectorielle :	ICT
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Startup, spin-off
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Quest for Growth

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 500.000
Principaux actionnaires :	PRICAF (de Capricorn Venture Partners)	Plafond d'intervention :	EUR 3 millions
Site web :	www.questforgrowth.com	Spécialisation sectorielle :	Haute technologie
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Europe
Année de création :	1998	Stade de développement :	Développement, later-stage
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Sambrinvest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Région wallonne (via Sowalfin)	Plafond d'intervention :	EUR 1,25 million
Site web :	www.sambrinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Arrondissements de Charleroi et de Thuin
Année de création :	1985	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Variable	Autres critères d'éligibilité :	PME

Sherpa Invest

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 350.000
Site web :	www.sherpainvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	EUR 3,3 millions	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Socaris

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale de Hoccinvest (fonds de la Région Wallonne et FEDER)	Plafond d'intervention :	EUR 620.000
Site web :	www.hoccinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Hainaut Occidental
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	Investissements neufs seulement, création d'emplois obligatoire, financement du besoin en fonds de roulement exclu

Société d'Investissement du Bassin Liégeois (SIBL)

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 125.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 1 million
Site web :	n.d.	Spécialisation sectorielle :	Aucune (industriel)
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province de Liège
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Variable	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Société Hennuyère de Développement Economique Transfrontalier (SDT)

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale de Hoccinvest	Plafond d'intervention :	EUR 620.000
Site web :	www.hoccinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Région frontalière avec la France
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	Projets transfrontaliers

Société Régionale d'Investissement de Wallonie (SRIW)

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Région Wallonne	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	www.sriw.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	1979	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Produits financiers variables	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Société Wallonne de Financement et de Garantie des Petites et Moyennes Entreprises (SOWALFIN)

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 25.000 pour prêt subordonné
Principaux actionnaires :	Région wallonne et SRIW	Plafond d'intervention :	EUR 350.000; ne doit pas excéder le montant du crédit bancaire ni 40% du montage financier (max. EUR 500.000)
Site web :	www.sowalfin.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	2002	Stade de développement :	Développement et transmission
Type d'investissement :	Garanties (max. 75%) sur les crédits accordés par les banques ; co-financement avec une banque, avec prêts subordonnés	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Sodie

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Usinor et Arcelor	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	www.sodie.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Prêts sans garantie	Autres critères d'éligibilité :	Création d'emplois suite au rapprochement d'Usinor avec Cockerill et d'autres fermetures à Liège

Sopartec

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 25.000
Principaux actionnaires :	Université catholique de Louvain	Plafond d'intervention :	EUR 1 million
Site web :	www.sopartec.com	Spécialisation sectorielle :	Haute technologie
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Autour de l'UCL prioritairement
Année de création :	1992	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	Transfert de technologie de l'UCL

Spinventure

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 10.000
Principaux actionnaires :	Meusinvest et Gesval (filiale de Meusinvest)	Plafond d'intervention :	EUR 150.000
Site web :	www.meusinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Haute technologie (prioritairement)
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province de Liège
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	Variable (participation en capital, prêt)	Autres critères d'éligibilité :	Industrialisation et commercialisation de résultats de recherches scientifiques menées au sein de l'Université de Liège

Start Up

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Filiale de Nivelinvest	Plafond d'intervention :	EUR 500.000
Site web :	www.nivelinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province du Brabant wallon
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Spin-off, spin-out
Type d'investissement :	Variable	Autres critères d'éligibilité :	Spin-off, spin-out

Start-IT

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 250.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés (banques et industriels) et Technowal	Plafond d'intervention :	EUR 620.000
Site web :	www.start-it.be	Spécialisation sectorielle :	Haute technologie
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage, démarrage
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Start-Up Invest

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 50.000
Principaux actionnaires :	Meusinvest et privés (filiale de Meusinvest)	Plafond d'intervention :	EUR 200.000
Site web :	www.meusinvest.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Province de Liège
Année de création :	2005	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	Spin-outs

Sustainable Energy Ventures Comm.VA

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 2 millions
Site web :	n.d.	Spécialisation sectorielle :	Energie durable et "sustainable technologies" en général
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Early-stage, développement
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Synapsis

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 1 million
Principaux actionnaires :	Investisseurs privés	Plafond d'intervention :	EUR 10 millions
Site web :	www.synapsis.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	EUR 50 millions	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement, private equity
Type d'investissement :	Généraliste	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Technowal

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	EUR 250.000
Principaux actionnaires :	Filiale de SRIW	Plafond d'intervention :	EUR 1,5 million
Site web :	www.sriw.be	Spécialisation sectorielle :	Technologies nouvelles
Capital disponible :	EUR 24 millions	Spécialisation géographique :	Wallonie
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Variable (prise de participation, prêt subordonné)	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Theodorus Fund

Type :	Fonds public	Plancher d'intervention :	n.d.
Principaux actionnaires :	Université Libre de Bruxelles	Plafond d'intervention :	n.d.
Site web :	n.d.	Spécialisation sectorielle :	Haute technologie
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Spin-offs de l'ULB
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	n.d.	Autres critères d'éligibilité :	Spin-offs de l'ULB à partir de recherche universitaire

Trust Capital

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 25.000
Principaux actionnaires :	Investisseur privé (Koramic Investment Group)	Plafond d'intervention :	EUR 5 millions
Site web :	www.trustcapital.be	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Aucune
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Développement
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.

Vives Fund

Type :	Fonds privé	Plancher d'intervention :	EUR 100.000
Principaux actionnaires :	Sopartec, Fonds Européen d'Investissement et autres	Plafond d'intervention :	EUR 750.000, sauf situation particulière; max. EUR 1,5 million de manière cumulative
Site web :	www.vivesfund.com	Spécialisation sectorielle :	Haute technologie
Capital disponible :	EUR 15 millions	Spécialisation géographique :	Proximité de Louvain-la-Neuve
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Amorçage
Type d'investissement :	Variable	Autres critères d'éligibilité :	Spinoffs universitaires

Wallonia Business Angels Network (WABAN)

Type :	Réseau de business angels	Plancher d'intervention :	EUR 25.000
Principaux actionnaires :	business angels	Plafond d'intervention :	EUR 625.000
Site web :	www.waban-b2a.org	Spécialisation sectorielle :	Aucune
Capital disponible :	n.d.	Spécialisation géographique :	Belgique et pays limitrophes
Année de création :	n.d.	Stade de développement :	Startup
Type d'investissement :	Participation au capital	Autres critères d'éligibilité :	n.d.



**Union Wallonne
des Entreprises,**
asbl

Chemin du Stockoy 3 - 1300 Wavre
010/47.19.40 - info@uwe.be

www.uwe.be