



N° 114 • 7 juin 2002

## FINANCES

### Dernière heure

## BIO 2002 à Toronto : l'opération « séduction » de l'Ontario

En avant-première du rendez-vous mondial BIO 2002, qui ouvre ses portes à Toronto du 9 au 12 juin 2002, l'Ontario fait valoir les atouts de sa fiscalité et de sa capacité à attirer, entre ses frontières, les meilleures biotechs européennes et américaines. Objectif ambitieux : la province canadienne veut entrer, d'ici à 2005, dans le trio des biopôles du continent nord-américain, aux côtés de la Californie et du Massachusetts. Classée au premier rang canadien avec 112 entreprises sur les 361 recensées pour tout le Canada, l'Ontario, qui concentre 42 % des dépenses globales en R&D, déploie donc ses atouts tous azimuts. Attention, cette campagne de séduction qui vise en priorité la France, la Grande-Bretagne et l'Allemagne, ainsi que les Etats-Unis et le Japon, pourrait s'avérer redoutable, à court terme, si des contre-feux ne sont pas allumés dans les pays les moins préparés à ce type d'assaut. Chiffres incitatifs à l'appui : « Grâce à un accord passé avec le gouvernement fédéral du Canada, les coûts de R&D sont désormais, en Ontario, de 50 à 55 % moins élevés que dans le reste du monde », témoigne Matt Buist, vice-président du Centre d'initiative pour la biotechnologie au développement économique de la ville de Toronto. Et de préciser : « Ce qui a été mis en place permet de faire tomber les coûts de 100 à 34 dollars canadiens (143 à 49 euros). Les sociétés étrangères peuvent bénéficier de ces mesures et ce, même si elles ne sont pas implantées localement. Il suffit qu'elles effectuent leurs recherches en Ontario. » L'offre devrait d'ailleurs s'accompagner d'une vaste campagne d'information et de marketing dans les pays sélectionnés.

### Le gigantesque biocomplexe MARS débarque à Toronto

Ce dispositif – unique au monde selon ses promoteurs – n'est cependant pas, loin s'en faut, la seule arme entre les mains de la province ontarienne, dont le taux de progression annuel de créations d'entreprises de biotechs oscille entre 27 et 30 %. D'ici peu, il faudra également compter avec le projet MARS (Medical and Related Sciences Discovery District), un complexe scientifique combiné à un centre d'affaires – lui aussi original – qui mobilisera un investissement de quelque 300 millions de dollars canadiens (428,6 M€) sur les trois ans à venir. « Nous installons en fait la plus forte concentration de compétences du secteur des sciences de la vie jamais vue au sein d'une métropole », nous a expliqué John Cook, l'un des coordinateurs du projet. « A terme, vers 2004/2005, nous aurons en plein cœur de Toronto – entourée des infrastructures universitaires, hospitalières et autres instituts de recherches – plus de 365.000 m<sup>2</sup> de bâtiments dans lesquels se retrouveront des start-up, des laboratoires, mais aussi des fonds de venture capital, des services, etc. » La province de Toronto devrait d'ailleurs annoncer, avant la fin de ce mois de juin, un apport significatif pour le complexe MARS. En coulisses, et sans qu'il soit possible d'obtenir une confirmation officielle, le chiffre de 20 millions de dollars canadiens (28,6 M€) revient régulièrement.

Jacques-Bernard Taste à Toronto

### Dernière heure

- BIO 2002 à Toronto : l'opération « séduction » de l'Ontario .....p. 1

### Entreprises

- CMC Biotech : la jeune start-up danoise décroche 40,4 millions d'euros .....p. 2

### Acteurs

- Gilles Gagnon, président d'Aeterna : « Nous débutons nos activités de recherche en France, mais nous avons déjà découvert quelques bijoux » ..p. 3

### Initiatives

- Israël : deux premiers incubateurs privés trouvent leurs preneurs ..p. 3-4
- « L'arrivée de Merck et Genzyme est fondamentale » .....p. 4

### Expertise

- Comment aborder la valorisation complexe d'une start-up de biotechs ? .....p. 5-6-7

### Marchés

- Afrique du Sud : la SAAVI injecte 6 M\$ pour le vaccin antisida.....p. 7

- Bourse .....p. 8

# Comment aborder la valorisation complexe d'une *start-up* de biotechs ?

Dans une industrie aussi complexe que la biotechnologie mondiale, face à des marchés financiers très volatils, quelle est la réelle place d'une *start-up* ? Quels sont les facteurs qui rendent sa valorisation délicate et quels critères essentiels intègre une approche professionnelle ? Premières réponses dans cet avis d'expert, dont la seconde partie, qui sera publiée dans notre prochaine édition, abordera en particulier les difficultés liées à des éléments non quantifiables.

Marché très prisé aujourd'hui, le secteur des biotechnologies présente de nombreuses spécificités : multiplicité des modèles économiques, unique chaîne de valeur (1) – celle du médicament –, importance primordiale de la technologie et de l'approche thérapeutique, lutte à armes inégales de l'Europe face aux Etats-Unis, pression sur les prix des médicaments, augmentation des coûts de développement estimés à 800 M\$ par nouvelle molécule... Très contrôlé en raison d'une influence très forte de certaines institutions, comme la Food & Drug Administration (FDA), ce secteur est aussi caractérisé par une interdépendance dynamique entre les groupes pharmaceutiques et les sociétés de biotechnologies. A ces multiples spécificités s'ajoutent des éléments qui rendent difficile la valorisation des biotechs. Cette difficulté se reflète notamment dans la forte volatilité des sociétés cotées en Bourse. En effet, il n'est pas rare de voir des titres perdre entre 50 et 70 % de leur valeur en une seule journée, comme ce fut par exemple le cas pour Actelion (ATLN, SWX) en avril 2001 (- 62 %), Elan Corporation (ELN, NYSE) en février 2002 (-50 %) ou Sepracor (SEPR, Nasdaq) en mars 2002 (-58 %). Les causes de ces trois chutes impressionnantes peuvent être synthétisées, respectivement, par un dossier d'enregistrement refusé pour un produit contre l'insuffisance cardiaque aiguë, un *profit warning* pour l'année 2002 lié à une remise en cause des normes comptables utilisées par la société, et le refus de la FDA pour un produit traitant l'allergie. Dans cette industrie complexe, face à ces marchés volatils, quelle est la place d'une *start-up* ? Quels sont les facteurs qui rendent sa valorisation difficile et quels sont les principaux aspects d'une approche professionnelle ? Avant d'y apporter des réponses, il faut noter deux facteurs déterminants. D'une part, il s'agit d'un cycle long, mais exposé à des changements rapides en termes de technologies et d'environnement nécessitant des valorisations régulières. D'autre part, c'est un secteur où les sociétés peuvent traverser jusqu'à cinq tours de financement avant d'être introduites en Bourse, demandant une estimation de leur valeur à chaque fois. Afin de valoriser une

biotech, il faut définir son modèle économique et le positionner dans la chaîne de valeur du médicament. Ensuite, il faut évaluer les éléments financiers tels que son marché et ses concurrents, prendre en compte le fonctionnement des marchés publics et privés de capitaux et connaître les méthodes de valorisation des investisseurs financiers. Enfin, une analyse systématique des éléments non directement quantifiables s'impose pour estimer l'innovation de l'approche technologique adoptée par la société, analyser les compétences acquises du management et la situation au regard des droits de propriété intellectuelle.

## Situer la *start-up* de biotech dans la chaîne de valeur du médicament

Toute valorisation de société commence par l'évaluation de son potentiel, car la valeur actuelle d'une *start-up* est basée sur ses réalisations futures. Pour ce faire, il faut pouvoir comprendre et évaluer sa stratégie opérationnelle, autrement dit son modèle économique, qui se définit par sa capacité à générer un chiffre d'affaires et sa consommation de *cash*. Pour les *start-up* de biotechnologies, on peut distinguer quatre grandes classes – une classification parmi d'autres – de modèles économiques dans la chaîne de valeur du médicament (2). En définissant ainsi le modèle économique d'une biotech, il faut la situer dans la chaîne de valeur du médicament. Les sociétés de services interviennent, par exemple, plutôt lors des phases de développement du médicament et dans le processus d'autorisation auprès de la FDA (en aval), alors que les sociétés d'instrumentation combinent, généralement, des besoins au niveau de la recherche (en amont). Il faut également observer comment le marché valorise ce genre de modèle. C'est l'une des raisons pour lesquelles de nombreuses sociétés ont réorienté leurs modèles économiques vers les produits. En effet, les capital-risqueurs ont estimé que les plates-formes technologiques n'étaient pas assez rentables. Une autre cause de ce revirement est due à la difficulté de maintenir la position concurrentielle de technologies, qui deviennent aujourd'hui plus rapidement banalisées. Il faut aussi

### Notes

1 - Chaîne de valeur : processus d'élaboration du produit depuis le début de la recherche (amont) jusqu'à la mise sur le marché (aval).

2 - Quatre grandes classes de modèles de biotechs :

- **produits thérapeutiques** : avec diverses approches et cibles thérapeutiques ;
- **services** : par exemple prestataires d'études cliniques (CRO), production de principes actifs ou d'oligonucléotides standardisés ;
- **instrumentation** : par exemple puces ADN et protéomiques, logiciels bio-informatiques ;
- **plates-formes technologiques** : par exemple accès à des bibliothèques de substances actives, installation et licence de plates-formes.

- noter que cette vision simplifiée des modèles économiques exclut des variantes intéressantes, comme dans les cas d'Actelion (ATLN, SWX) ou d'Axovan (3) en Suisse, qui consistent à faire du *licensing in* de produits déjà en développement clinique avancé pour les amener sur le marché, en parallèle avec une plate-forme de recherche puissante.

## Difficultés de valorisation dues à certains éléments financiers

Réaliser une valorisation dans le secteur des biotechnologies présente également de nombreuses difficultés spécifiques, tenant notamment à certains éléments économiques et financiers : méthodes de valorisation inadaptées, manque de transparence de cette industrie rendant le recensement de la concurrence particulièrement laborieux, durée de vie de la *start-up* et cycle d'investissement de l'investisseur, spécificités des marchés publics et privés de capitaux. La première difficulté tient au caractère inadapté de certaines méthodes traditionnelles de valorisation comme, par exemple, celle couramment utilisée des *cash flows* actualisés (DCF). Il est désormais reconnu que l'on ne peut pas appliquer cette méthode pour des *start-up* n'ayant pas au moins un produit en phase II, car elle génère un résultat négatif pour la valeur de la société. Cela s'explique par le cycle de développement particulièrement long des produits pharmaceutiques, pour lesquels dix ans de recherche & développement sont au moins nécessaires avant d'aboutir à un médicament prêt à être lancé sur le marché. Il faut par conséquent recourir à d'autres méthodes de valorisation, comme les comparables boursiers ou les transactions comparables, qui ne sont pas pour autant exemptes de vices, puisqu'elles peuvent comporter des composantes subjectives tenant au marché lui-même,

d'utiliser des transactions récentes pour valoriser les participations détenues par les fonds de capital-risque. Cependant, face aux multiples incertitudes qui demeurent, nombreux sont ceux qui ont élaboré leurs propres règles et référentiels pour valoriser leurs *start-up*. Certains capital-risqueurs définissent, par exemple, la valeur d'une société en multipliant par trois le montant total du financement passé pour obtenir une valeur approximative. D'autres fondent leur estimation en multipliant le nombre d'employés dans l'entreprise par 1 M€. A l'opposé, certains spécialistes en matière de valorisation utilisent des méthodes plus complexes, comme celle des options réelles, qui prend en compte la flexibilité du management à réagir à des événements imprévus. Toutefois, cette méthode moins intuitive, qui nécessite des connaissances financières très poussées, reste laborieuse à mettre en œuvre. Cela réduit d'autant son utilisation pratique, dans la mesure où beaucoup d'acteurs du secteur, qu'il s'agisse des entrepreneurs ou des investisseurs, ne savent pas l'utiliser ou l'interpréter. Le deuxième élément qui renforce la difficulté à valoriser une société de biotech est le caractère opaque de cette industrie : le marché est global, avec plus de 5.000 sociétés souvent regroupées dans des parcs scientifiques ou auprès des grandes firmes pharmaceutiques, et réparties sur la plupart des continents. Seules quelque 500 sociétés sont cotées en Bourse et tenues à des obligations de transparence et de publication. Cette multiplicité d'entreprises trouve avant tout son origine dans le manque de productivité des pipelines (4) des grands groupes pharmaceutiques. A cela s'ajoute la multiplicité des approches thérapeutiques (apoptose, angiogenèse, vaccins, oligonucléotides antisens, antigènes ou utilisation de vecteurs pour la thérapie génique...) et des différentes cibles des médicaments (enzymes, récepteurs membranaires ou nucléaires...), ainsi que les spécificités des différents types de médicaments (protéine recombinante, anticorps monoclonal, petite molécule). Il en résulte qu'il faut observer le marché dans sa globalité et suivre son évolution au plus près. Par exemple, les sociétés ESBATech en Suisse et Active Pass Pharmaceuticals au Canada mènent des recherches sur la maladie d'Alzheimer, mais l'une a orienté son approche vers les inhibiteurs de protéases, tandis que l'autre cible les transporteurs ABC. Compte tenu de cette complexité inhérente au secteur, il est très difficile de pouvoir affirmer avec certitude que l'on connaît la concurrence, qui peut apparaître sous quatre formes distinctes : dans la recherche de capitaux (seules les meilleures sociétés sont financées), la protection des droits en matière de propriété intellectuelle (permettant d'écartier la concurrence), la quête de partenariats avec les groupes pharmaceutiques établis – qui signent des clauses d'exclusivité avec des

### Notes

- 3 – Lire « 20,5 millions d'euros : la biotech suisse Axovan séduit les investisseurs », dans le n° 108 de *B&F* du 26/4/2002.
- 4 – Le pipeline est le portefeuille de produits en phase de développement préclinique et clinique.

### Profil

**Hampus Hillerström** est licencié en sciences économiques de l'université de Saint-Gall, en Suisse, avec un mastère en finance des marchés et a écrit son mémoire sur le thème de la « Valorisation des sociétés de biotech avec la méthode des options réelles ». Depuis janvier 2002, il est entré en tant qu'associé chez Venture Valuation à Zurich, une société spécialisée dans la valorisation de *start-up*. Il s'intéresse, depuis 1999, à l'industrie des biotechnologies, notamment par le biais de son activité au sein de la banque d'affaires Lazard Frères à Paris, où il était avant tout actif dans les fusions et acquisitions en pharmacie et chimie. Précédemment, il a accumulé une expérience pratique dans cinq pays, en conduisant des valorisations indépendantes de sociétés en biotech et NTIC, en tant que consultant en gestion de risques et à travers d'autres activités dans des entités internationales, comme Coopers & Lybrand, Credit Suisse, ou encore auprès de la Banque Kleinwort Benson.

plus communément connues sous le nom de bulles spéculatives. Courant 2000, la plupart des valeurs biotechnologiques, qui étaient alors largement surévaluées, ont vu, depuis, leur valeur chuter entre 50 % et 80 %. Malgré cela, l'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) recommande, dans ses directives sur l'évaluation des sociétés non cotées,

sociétés ayant des approches similaires et ne sont pas intéressés par deux partenariats biotech trop similaires – et, plus tard, la course à la part de marché, où la valeur ajoutée du produit et la force commerciale jouent un rôle primordial. En raison de toutes ces difficultés de valorisation, nombreux sont les investisseurs qui fondent leur choix d'investissement avant tout sur la qualité de l'équipe de management, qui aura la capacité nécessaire pour adapter sa stratégie à diverses situations concurrentielles.

**Le lien entre les marchés public et privé complique la valorisation d'une biotech**

Une autre difficulté tient à la connaissance et la bonne compréhension du cycle d'investissement du capital-risqueur et de son marché. Il est indispensable d'observer toute la durée de vie de la société non cotée jusqu'à la stratégie de sortie des investisseurs privés (cession ou introduction en Bourse) et de prendre en compte les besoins des investisseurs actuels et futurs, incluant les intermédiaires financiers lors de l'IPO. Autrement dit, il faut comprendre le cycle d'investissement des capital-risqueurs, qui prévoient un certain nombre de tours de financement avant la sortie, comptent avec un

retour sur investissement approprié et ont des valorisations qui dépendent fortement du stade d'avancement de la société, variant souvent dans une fourchette assez étroite. De plus, il est nécessaire de suivre l'évolution du marché du capital-risque, afin d'observer le plus tôt possible les tendances qui se cristallisent. Par exemple, aujourd'hui, on peut dire que trop d'argent est disponible, mais pas assez de bonnes équipes et de bons projets. Pour cette raison, certains capital-risqueurs vont, aux Etats-Unis, jusqu'à retourner l'argent aux investisseurs sans l'avoir investi. Une autre tendance mentionnée précédemment est le revirement des investisseurs vers les modèles économiques de produits. Un dernier élément financier important, qui accroît la complexité de valorisation de sociétés de biotechnologies, est dû au fait que les marchés public et privé du capital sont très liés. Lorsque les cours de Bourse chutent fortement et que la fenêtre des introductions se referme, les marchés publics de capitaux ont l'effet d'un monarque tout-puissant ayant le pouvoir de compresser les valorisations des sociétés privées. Double conséquence : le cours normal du cycle d'investissement des capital-risqueurs est troublé et les valorisations vont automatiquement diminuer. A suivre... ■

La deuxième partie de cet avis d'expert : « Comment aborder la valorisation complexe d'une start-up de biotech ? » sera publiée dans le n° 115 de *Biotechnologies & Finances* du 14/06/2002.

Hampus Hillerström Associé, Venture Valuation, Zurich

MARCHÉS

**Afrique du Sud : la SAAVI injecte 6 M\$ pour le vaccin antisida**

Alors que l'Afrique du Sud s'apprête à lancer les tests cliniques du vaccin de l'américain AlphaVax dédié à la lutte contre le sida (1), huit autres vaccins anti-VIH sont en cours d'élaboration dans les laboratoires du pays, l'un des plus touchés par l'épidémie (près de cinq millions de Sud-Africains seraient séropositifs). Une recherche largement accélérée par un partenariat entre les secteurs public et privé, coordonné par la SAAVI (Initiative pour un vaccin sud-africain contre le sida), qui, pour cette année 2002, est dotée d'un budget de 6 M\$ – dont plus de 2 millions en provenance du gouvernement –, le reste émanant de plusieurs acteurs de premier plan tels que Eskom, la compagnie sud-africaine d'électricité ou encore l'Union européenne. L'intérêt particulier du vaccin AlphaVax pour le pays ? « Il isole un gène infecté en Afrique du Sud par le sida de type C et utilise, comme vecteur viral, le virus vénézuélien de l'encéphalopathie équine », explique Tim Tucker, directeur de la SAAVI. « Quatre-vingt-seize volontaires vont être testés simultanément en Afrique du Sud et aux Etats-Unis. » Pour AlphaVax, l'enjeu de ces tests est

crucial, car le succès de la mise au point de ce vaccin lui ouvrirait un marché de 12 à 15 millions de personnes infectées par le sida pour la seule Afrique australe, région où prédomine le virus de type C, qui concentre un tiers des individus séropositifs du monde entier. Pour autant, Peter Young, directeur général d'AlphaVax, assure que son but premier est bien de « renverser l'ordre des priorités selon lesquelles la recherche médicale s'effectue d'abord au bénéfice des pays développés ». Dans ce contexte, l'entreprise conclut un partenariat avec l'Initiative internationale pour un vaccin contre le sida (IAVI), organisation globale dont l'objectif est de favoriser la mise au point de vaccins contre le sida pour l'Afrique et l'Asie. D'ailleurs l'IAVI a aidé la start-up, à hauteur de 4,6 M\$, pour financer ses coûts directs, notamment la fabrication du vaccin. En échange, AlphaVax s'engage, à terme, à distribuer un vaccin bon marché. Toutefois, Peter Young confirme que « si ce vaccin est en mesure d'entrer sur le marché [peut-être d'ici à dix ans], il pourrait susciter, par la suite, l'intérêt de l'Europe et de l'Amérique du Nord ». ■

Note

1 – Lire « Afrique du Sud : les biotechs médicales entrent en scène » dans le n° 98 de *B&F* du 15/2/2002.

## FINANCES

## Dernière heure

## Canada : l'Etat fédéral soutient à fond la biotech

Le Canada a tous les ingrédients en main pour devenir un *global player* dans le secteur des biotechnologies, mais la fragilité de sa jeune industrie reste préoccupante. En contrechamp de l'effervescence de BIO 2002, qui vient de se dérouler à Toronto du 9 au 12 juin (1), un rapport d'Ernst & Young fait resurgir sur le devant de la scène ces quelques vérités qui ne sont pas forcément toutes bonnes à entendre dans le microcosme de la biotech. Le Canada, qui s'autoplace au deuxième rang international derrière les Etats-Unis en nombre de compagnies de biotechnologies avec quelque 400 entreprises – dont 75 % ont moins de 50 salariés – affiche intrinsèquement nombre de faiblesses rédhibitoires aux yeux des investisseurs. Le rapport d'Ernst & Young présenté voilà quelques jours montre une réalité plutôt cruelle. Il fait état de pertes de plus en plus substantielles pour la plupart, sinon la majorité, des biotechnologies canadiennes. Il revient sur la situation alarmante des compagnies de biotechnologies canadiennes cotées en Bourse : ces dernières ont vu globalement leurs pertes nettes progresser de 17 % pour s'établir à 784 millions de dollars canadiens en 2001.

## Une nouvelle aide de 200 M\$ CAD du gouvernement canadien

Le moins qui puisse être mentionné, c'est qu'il s'agit là d'une photographie exacte de ce qui se passe sur le terrain. Des sociétés comme SynX à Toronto, dont la valorisation boursière s'élevait à 80 millions de dollars canadiens lors de son introduction en juillet 2001, « culmine » aujourd'hui à 20 millions de dollars canadiens. L'action de SynX s'est dépréciée de 7 à moins de 2 dollars canadiens, et son chiffre d'affaires 2001 de 100.000 dollars canadiens est bien loin de compenser les dépenses mensuelles de 750.000 dollars canadiens. Aujourd'hui, la visibilité sur la mise en marché des produits sur lesquels table SynX n'est pas acquise avec une grande certitude. Il en va de même pour Glycodesign, autre biotech du centre de Toronto, spécialisée, entre autre, en recherches oncologiques. Outre une valorisation boursière en baisse, cette entreprise vient d'annoncer qu'elle rétrogradait en phase I sur l'un de ses produits phares, qui avait déjà la phase III en ligne de mire. Et, compte tenu de ces va-et-vient coûteux, il ne lui reste guère plus de deux ans de ressources financières. Est-ce le fait du hasard ? Son directeur financier, Patrick Michaud, a annoncé son départ de la compagnie le 11 juin dernier et il a été remplacé dans la foulée par Brian S.G. Fielding, qui était auparavant en poste chez Aventis Pasteur Limited (Canada) « C'est l'un des grands problèmes de la biotechnologie canadienne, note l'un des rapporteurs d'Ernst & Young. Il y a eu ces deux dernières années des levées de fonds substantielles, mais beaucoup de sociétés n'ont pas tenu les promesses qu'elles avaient faites. » Certaines découvertes n'ont ainsi jamais atteint les étapes des tests cliniques, des études ont dû être intégralement reprises depuis l'origine et, dans d'autres cas, les chiffres d'affaires annoncés n'ont pas été concrétisés. Les investisseurs privés se mettent donc en retrait. ►

## Dernière heure

- Canada : l'Etat fédéral soutient à fond la biotech ....p. 1-2

## Acteurs

- Genset : le président Marc Vasseur privilégie le mérite de ses collaborateurs .....p. 2

## Entreprises

- Lille : Genfit s'apprête à faire un premier appel au capital-risque ..p. 3

## Financement

- La biotech danoise TopoTarget obtient 16 M€ pour racheter Prolifix Ltd .....p. 4
- L'américain Baxter reverse près de 11 M€ à son partenaire britannique Acambis .....p. 4-5
- Amandla Water : le fonds sud-africain Bioventures investit pour la seconde fois .....p. 5

## Expertise

- Comment aborder la valorisation complexe d'une *start-up* de biotechs ? .....p. 6-7

## Politique

- Médicaments innovants : l'Europe sur la voie du libéralisme .....p. 7

- Bourse .....p. 8

## Comment aborder la valorisation complexe d'une *start-up* de biotechs ?

Pour réaliser une valorisation avec la rigueur et la fiabilité qui caractérisent une approche professionnelle, il faut y intégrer certains facteurs financiers qui ont fait l'objet de la première partie de cet avis d'expert dans notre édition de la semaine dernière, mais aussi considérer des éléments non directement quantifiables, comme l'expertise scientifique et technologique, la qualité et la capacité de réaction du management ou encore la propriété intellectuelle...

La prise en compte de ces éléments non quantifiables présente également des difficultés, car cet exercice demande des qualifications importantes. Le premier obstacle tient à l'évaluation de la technologie sur laquelle s'appuie la *start-up*. Seuls des experts scientifiques sont en mesure de faire cette appréciation. Comparé à des valorisations dans d'autres secteurs d'activités, où le facteur le plus important consiste avant tout à évaluer la structure du marché et à définir le potentiel du produit, il faut aussi, dans le cas d'une société de biotechnologies, être en mesure de comprendre l'approche technologique (faisabilité, innovation) et les implications (par exemple gain de temps, économie de coûts, *hits* de meilleure qualité, production d'un plus grand nombre de *hits*) ou, en d'autres termes, son impact qualitatif ou temporel dans la chaîne de valeur du médicament. De plus, cette compréhension approfondie est nécessaire pour être capable de comparer les approches entre elles. L'appréciation de la qualité et du niveau d'expertise du management est un critère subjectif, difficile à évaluer, car seuls le recul et l'expérience acquise dans ce domaine permettent de comparer les pro-

fil des managers. Dans ce processus, il faut analyser la complémentarité des équipes et des compétences, ainsi que l'historique de performance de chaque collaborateur séparément et la façon dont leurs atouts peuvent les aider à atteindre les prévisions de leur *business plan*. Il est aussi important de prendre en compte l'implication des employés dans la société, autrement dit savoir s'ils agissent comme des actionnaires. Et, si une personnalité clef est recrutée, il faut lui proposer d'autres motivations financières que les actions aux mains des fondateurs. Par exemple, pour le recrutement d'un membre du management, il est habituel d'offrir une enveloppe salariale assortie d'un bonus pouvant aller jusqu'à 30 % de sa rémunération, ainsi qu'une participation de 0,5 % à 3 % dans l'entreprise. En ce qui concerne la propriété intellectuelle, l'exemple de la société Affymetrix (AFFX, NASDAQ), qui, au travers de quelques brevets bien ciblés, est devenu le leader mondial dans les puces ADN, démontre l'importance stratégique de breveter ses inventions.

### Il faut faire appel à des cabinets d'avocats spécialisés

Pour les sociétés de produits, les brevets de substances actives, du fonctionnement de certains gènes et des approches thérapeutiques, revêtent une importance primordiale et leur dépôt est indispensable pour une bonne protection des droits attachés à la propriété intellectuelle. Car seule la détention de ces droits permet à la société de justifier les investissements considérables associés au développement d'un médicament. Il ne s'agit pas tant d'un avantage que d'une nécessité pour une biotech d'assurer une bonne protection de la propriété intellectuelle. Dans certains cas, la propriété des droits permet de s'assurer une position de leader, dans d'autres, il s'agit d'une condition préalable et nécessaire au démarrage de la *start-up*. Afin d'évaluer correctement ces droits de propriété intellectuelle, il faut faire appel à des cabinets d'avocats spécialisés dont les équipes complémentaires intègrent aujourd'hui aussi des scientifiques, avec même certains experts pluridisciplinaires cumulant les deux formations. Une approche professionnelle de la valorisation nécessite de traduire ces éléments non directement quantifiables en langage financier chiffrable, car c'est cette langue que parlent les investisseurs. Cette approche consiste à analyser et

### Profil

**Hampus Hillerström** est licencié en sciences économiques de l'université de Saint-Gall, en Suisse, avec un mastère en finance des marchés et a écrit son mémoire sur le thème de la « Valorisation des sociétés de biotechs avec la méthode des options réelles ». Depuis janvier 2002, il est entré en tant qu'associé chez Venture Valuation à Zurich, une société spécialisée dans la valorisation de *start-up*. Il s'intéresse, depuis 1999, à l'industrie des biotechnologies, notamment par le biais de son activité au sein de la banque d'affaires Lazard Frères à Paris, où il était avant tout actif dans les fusions et acquisitions en pharmacie et chimie. Précédemment, il a accumulé une expérience pratique dans cinq pays, en conduisant des valorisations indépendantes de sociétés en biotechs et NTIC, en tant que consultant en gestion de risques et à travers d'autres activités dans des entités internationales, comme Coopers & Lybrand, Credit Suisse, ou encore auprès de la Banque Kleinwort Benson.

comprendre ces éléments et les utiliser ensuite pour définir les facteurs de risques qui sont liés à chaque société de biotechnologies pour réaliser les résultats pronostiqués dans le *business plan*. Les facteurs de risque ainsi déterminés influencent le taux d'actualisation utilisé dans les méthodes traditionnelles de valorisation. En outre, une approche systématique et professionnelle qui intègre ces éléments aux paramètres financiers est nécessaire. Il faut avoir une bonne connaissance des sociétés existantes, ainsi que des marchés de capitaux. Cela peut, par exemple, être acquis avec des bases de données et des contacts fréquents avec les capital-risqueurs. De plus, l'équipe de valorisation doit comporter des experts financiers et scientifiques, possédant de l'expérience dans cette industrie. Pour combler des domaines vastes ou très pointus, on peut même faire appel à des réseaux de spécialistes académiques. Enfin, puisque le management de la société ainsi que les nouveaux investisseurs sont souvent trop impliqués, il est fréquemment conseillé de faire appel à des entités indépendantes pour procéder à la valorisation. L'European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) recom-

mande d'ailleurs aux fonds de capital-risque qu'une partie externe, indépendante des gestionnaires du fonds, examine les valorisations. Il en résulte que les *start-up* de biotechs demeurent, à plusieurs égards, des sociétés plus difficiles à valoriser que les entreprises rencontrées dans d'autres industries. Dans le processus de valorisation, il faut surmonter les difficultés inhérentes au secteur, qui peuvent être d'ordre financier ou non directement quantifiables. Il faut préciser enfin que beaucoup de ces difficultés résultent du statut de « *start-up* » des sociétés de biotechnologies, qui nécessite des approches différentes. Au-delà des divers aspects évoqués, la capacité de négocier, l'expérience et la rigueur des parties impliquées, ainsi que la préparation des négociations jouent un rôle décisif dans l'issue d'un tour de financement où le prix de la société sera fixé. Cela peut avoir une répercussion importante sur la valeur de la société, mais n'ôte en rien le travail nécessaire de valorisation, tout aussi important pour une *start-up* que pour une société établie cotée en Bourse. ■

Hampus Hillerström –  
Associé, Venture Valuation, Zurich

La première partie de cet avis d'expert, « Comment aborder la valorisation complexe d'une *start-up* de biotechs », a été publiée dans le n° 114 de *Biotechnologies & Finances* du 7/6/2002.

POLITIQUE

## Médicaments innovants : l'Europe sur la voie du libéralisme

Alors que les résultats du premier tour des élections législatives laissent espérer à l'UMP une majorité absolue de sièges à l'Assemblée nationale, le nouveau ministre de la Santé, de la Famille et des Personnes handicapées, Jean-François Mattéi – l'une des personnalités du parti du président de la République, Jacques Chirac, élues d'emblée le 9 juin (avec 55 % dans la 2<sup>e</sup> circonscription des Bouches-du-Rhône), de même que François Loos, ministre délégué à la Recherche (avec 60,55 % dans la 8<sup>e</sup> circonscription du Bas-Rhin) (1) – sera appelé, après la confirmation du second tour, ce 16 juin, à se prononcer sur les orientations libérales préconisées par la Commission européenne dans le domaine de la politique du médicament. Des parlementaires comptent en effet interpellier le gouvernement sur un certain nombre de propositions contenues dans le rapport de la commission sur la recherche et le développement de médicaments innovants. Le sénateur RPR du Rhône, Emmanuel Hamel, veut, en particulier, connaître la position française sur les sugges-

tions suivantes : l'accélération des procédures d'homologation des médicaments innovants, la levée partielle de l'interdiction de la publicité des médicaments et la libéralisation des prix des médicaments délivrés sans ordonnance. Le gouvernement devra aussi préciser quelle suite sera donnée à cette autre recommandation : « Réduire le temps consacré à la négociation du prix de remboursement (des médicaments innovants) avec les gouvernements. »

### Innovation : en attendant le plan

Le gouvernement, chargé de décliner les propositions du président Jacques Chirac (2), devra élaborer un « plan de mobilisation nationale pour l'innovation », dont seules les grandes lignes ont été tracées pendant la campagne électorale : « Principe d'un objectif de 3 % du PIB dans dix ans pour la recherche & développement. Création d'un statut de la jeune entreprise innovante. Effort en faveur de la recherche publique, facilitation des relations entre entreprises et chercheurs publics. » A suivre... ■

Notes

1 – Lire « La carte maîtresse du tandem ministériel Mattéi-Loos : la complémentarité » dans le n° 111 de *B&F* 17/5/2002.

2 – Lire « Le président Jacques Chirac s'engage au bénéfice des biotechnologies en France » dans le n° 108 de *B&F* du 26/4/2002.