

FINANCEMENT

SÉLECTION DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES : LE DILEMME DES CAPITAL-RISQUEURS



Natasha Boyd

Chargée d'affaires
junior fusion-
acquisition
**Ingénierie
financière**
**Banque
Populaire
du Nord**

Le profil particulier des jeunes entreprises innovantes oblige les capitaux-risqueurs à écarter un maximum de risques lors de la phase de sélection. Celle-ci repose sur des critères humains, commerciaux et financiers dont l'ordre d'importance fait consensus au sein de la communauté d'investisseurs.

En France, les PME occupent une place essentielle. Pour s'en convaincre, il suffit de rappeler que les entreprises de 10 salariés ou moins représentent 92% du total des entreprises en France. Au-delà des critères quantitatifs, la réalité des PME est très diverse. On peut ainsi distinguer les entreprises récemment créées et les entreprises déjà anciennes. Deux caractéristiques peuvent qualifier les jeunes entreprises innovantes (JEI) : le risque, car ces JEI sont très sensibles à un retournement de conjoncture ; l'asymétrie d'information, en raison du peu d'informations observables. Notre propos se focalisera en amont au plan financier. En

effet, même si la presse et plus largement l'actualité se font l'écho de la montée en puissance des marchés financiers et de la désintermédiation financière, force est de constater que le capital-risque joue une part prépondérante dans le financement de départ des JEI. La question est de mieux circonscrire les critères de sélection de JEI par les capitaux-risqueurs.

LE PROFIL DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

En 2004, la loi de finances a créé le statut de jeune entreprise innovante, attestant ainsi du profil particulier de ces entreprises. En effet, celles-ci sont souvent très dépendantes de leurs créateurs et manquent de personnel et de ressources financières. D'autre part, l'absence de recul et de données historiques rendent difficile et incertain l'exercice de prévisions financières, nécessaires à la constitution d'un business plan. En outre, d'autres incertitudes prévalent comme le bon déroulement du processus de recherche, des développements techniques, l'acceptation du produit par le marché et subséquemment les performances futures de l'entreprise. Tel est le portrait, certes un peu caricatural, des entreprises innovantes en création ou âgées de moins de trois ans.

LES CAPITAL-RISQUEURS FACE AUX INCERTITUDES

Les capitaux-risqueurs font face à ces incertitudes lorsqu'ils s'engagent dans le capital à leurs côtés. C'est pourquoi, dans la phase pré-contractuelle (précédant la décision d'investir), ces professionnels se livrent à un exercice de filtrage et de sélection censé écarter un maximum de risques. Une petite partie de la littérature académique et professionnelle qui s'est penchée sur les pratiques des capitaux-risqueurs s'est intéressée aux critères sur lesquels se base cette sélection. Les principaux résultats des quelques études réalisées sur ce sujet montrent que, même si le processus de sélection n'est pas le résultat de l'application d'une méthode standard (Dubocage, 2004), un certain consensus existe concernant les critères utilisés.

LES CRITÈRES DE SÉLECTION SONT RÉGIS PAR UN ORDRE D'IMPORTANCE

L'autre point dominant issu des recherches auprès des professionnels du capital-risque stipule que l'ensemble de ces critères est régi par un ordre d'importance (Desbrières et Broye, 2000). Ainsi, les critères liés au dirigeant et à son équipe tiennent la première place avec une attention particulière

donnée au cursus du dirigeant, sa personnalité, son expérience et ses capacités managériales, stratégiques, commerciales et techniques (Marion, 1999).

■ **Les critères liés au dirigeant** : ce dernier joue en effet un rôle central et son degré d'implication, sa motivation ainsi que ses idéologies sont examinés de près par ses partenaires financiers potentiels (Desbrières et Broye, 2000). L'expression "a venture-capitalist may back an 'A' team in a 'B' market rather than the reverse" illustre ce constat. Les investisseurs tentent également de juger la capacité future de l'équipe à retrouver des financements, pour ne pas empêcher ou retarder leur sortie le moment venu. Concernant ce critère primordial qu'incarne le profil du dirigeant, Lumpkin (1988) a dressé une liste de dix facteurs clés de succès : l'âge, le sexe, les compétences techniques, managériales, financières et commerciales, la persistance, la volonté, la créativité, l'implication personnelle ainsi que les références de tierces personnes.

■ **Le couple produit/marché** : la deuxième dimension essentielle analysée dans une jeune entreprise innovante concerne les caractéristiques de ses produits et du marché visé. Lumpkin (1988) a également retenu cinq facteurs clés de succès pour cet axe : la taille actuelle du marché, son taux de croissance, l'unicité du produit ou du service, les potentialités de sa commercialisation ainsi que les prévisions de ventes. Les capitaux-risqueurs retiennent également comme critères l'étendue de la gamme de produits qui peut être développée ainsi que la qualité du processus servant à atteindre les clients.

“En définitive, les capitaux-risqueurs sélectionnent les projets d'investissement principalement sur la base de critères non économiques.”

Un produit innovant peut soit répondre à un besoin identifié ou avoir comme vocation de créer le besoin pour constituer une demande sur le marché. Dans ce deuxième cas de figure, une étude qualitative menée auprès de capitaux-risqueurs (Boyd, 2006) révèle qu'il est souvent difficile de juger le potentiel d'un produit innovant pour lequel il n'y a pas de comparaison. Les investisseurs font alors appel à des experts techniques.

■ **Les données financières** : la partie financière est essentiellement exposée par le *business plan*. Dans ce domaine, il s'agit de déterminer la rentabilité du projet pour ensuite réaliser des arbitrages avec les risques encourus. Les risques inhérents à ce type d'entreprises peuvent avoir plusieurs origines. Montchaud (2004) en a défini trois : le risque technologique, commercial et organisationnel. De son côté, Rigaud (1987) a défini une "typologie des risques" qui se résume en quatre facteurs déterminants : la nature du couple "produit-marché" (sous-traitance ou réalisation de "produits propres", taille de la clientèle cible), le type de *process* de fabrication (intégré ou discontinu), le degré d'innovation du produit et enfin, le degré d'expérience de l'entrepreneur. Cette approche permet de déterminer l'écart entre les prévisions et les réalisations, la différence pouvant être considérée comme l'ensemble des aléas du projet.

D'autres éléments comme l'horizon d'investissement et la contribution financière du dirigeant peuvent informer les capitaux-risqueurs sur le niveau de risque d'un projet. L'horizon d'investissement correspond à la période au-delà de laquelle la probabilité de perdre une partie de son capital est

quasi nulle. Pour les investisseurs, plus cette période est longue, plus le risque est élevé. La contribution financière du dirigeant indique son degré d'implication dans le projet. Plus le taux de participation du dirigeant dans le capital de la société est élevé, plus grande est supposée la convergence d'intérêts entre ce dernier et les investisseurs. Pour estimer la rentabilité de l'investissement, le taux de rendement interne (TRI) est le critère majeur dans la prise de décision des capitaux-investisseurs. Il correspond au taux de rendement annuel qui annule la valeur actuelle nette d'une suite de *cash-flows*. Un projet d'investissement ne sera généralement retenu que si son TRI prévisible est suffisamment supérieur au taux bancaire, pour tenir compte notamment de la prime de risque propre au type de projet. Dans le domaine financier, Lumpkin (1988) a identifié quatre facteurs de succès qui sont le ratio de liquidité (actifs liquides/total actifs), le ratio de rendement des actifs (bénéfice net/actif total moyen), le *price earning ratio* (prix de l'action/bénéfice par action) et le ratio d'endettement (dettes/actif total). Pour résumer, Desbrières et Broye (2000) observent que la phase de sélection se base sur trois critères généraux : le cursus des dirigeants et leurs qualités en termes d'intégrité et de leadership ; la viabilité et l'innovation du projet ; la rentabilité espérée du projet et les possibilités de sortie.

LES AUTRES CRITÈRES

D'autres éléments servent de critères pour déterminer l'intérêt d'une jeune entreprise. Par exemple, la rapidité de développement des produits, un avantage compétitif déterminant sur certains

marchés (*first mover advantage*), peut faire pencher la balance. Les cycles de décisions et de paiements, une fois le produit introduit sur le marché, sont des facteurs essentiels pour la survie de l'entreprise.

Dans le cas d'entreprises innovantes, les primes et subventions reçues de la part d'organismes tels qu'Oseo-Anvar constituent en quelque sorte une validation du projet. C'est un élément rassurant pour les capitaux-risqueurs qui ont avant tout un profil de financier et non pas d'expert technique. D'autre part, pour valider le potentiel d'une jeune entreprise, les capitaux-risqueurs se font généralement confiance entre eux. De sorte que si une entreprise reçoit des marques d'intérêt d'un fonds, il lui sera plus facile de "vendre" son entreprise auprès d'autres capitaux-risqueurs. Le capital-risque utilise d'ailleurs souvent le mécanisme de co-investissement qui consiste, pour les capitaux-risqueurs, à investir à plusieurs dans une même entreprise pour réduire leur propre exposition au risque.

En définitive, Moreau (2005) remarque que les capitaux-risqueurs sélectionnent les projets d'investissement principalement sur la base de critères non économiques. En effet, le processus de sélection obéit aussi à des raisons de type sociales et affectives. Ménard (2005) confirme l'idée qu'il est nécessaire d'intégrer des critères informels liés à des perceptions personnelles des gestionnaires de fonds.

LA POSITION AMBIGUË DES CAPITAUX-RISQUEURS

La subjectivité réduit ainsi le degré de rationalité imbriqué dans le processus de sélection, ce qui fait apparaître un dilemme. Comme le stipule Dubocage (2004), le capital-ris-

« Le capital-risqueur est pris en tension entre deux pôles : sa volonté de calculer et de formaliser, et son souci de maintenir l'intuition et la spécificité de l'entreprise. »

queur est pris en tension entre deux pôles : d'une part, sa volonté de calculer et de formaliser et, d'autre part, son souci de maintenir l'intuition et la spécificité de l'entreprise, ce qui exclut l'application de méthodes standards. Or, même si l'expérience dote le capital-risqueur d'une rationalité interprétative qui lui permet de comprendre de façon pertinente les repères de qualité de la "jeune pousse", son interprétation peut être remise en cause. En effet, le parcours propre et l'expérience personnelle de chaque intervenant influent sur la lecture et l'analyse qu'il peut faire d'un projet. Ainsi, l'étape antérieure à l'évaluation financière des entreprises sert, d'une part, à réduire le nombre de candidats (généralement, sur 100 demandes, seules une vingtaine d'entreprises seront contactées) et, d'autre part, à évaluer le potentiel des projets tout en écartant un maximum de sources de risques.

L'IMPORTANCE DU BUSINESS PLAN

Les arguments développés précédemment montrent la complexité à laquelle les capitaux-risqueurs ont à faire face dans le choix des JEI. En définitive, le choix se fait selon plusieurs filtres qui ne se pondèrent pas toujours de la même façon. Enfin, contrairement à une idée reçue qui veut que le critère financier soit prédominant, on constate plutôt que la partie financière cherche à traduire de façon cohérente la stratégie de développement prévue pour l'entreprise. Le business plan, dans lequel sont réunies toutes ces informations, doit mettre en avant les opportunités nouvelles à exploiter et les perspectives de croissance envisagées. Il a pour vocation de convaincre les financiers potentiels de l'intérêt et de la rentabilité du projet et de susciter la confiance des investisseurs dans ce projet et dans ceux qui le portent. ■

BIBLIOGRAPHIE

- **Boyd N.** (2006), *Les méthodes d'évaluation sont-elles adaptées aux spécificités des projets de création d'entreprises innovantes*, Mémoire de fin d'études.
- **Chabbal R.** (1997), *Un plan d'action pour les PME innovantes*, rapport présenté au secrétariat d'État à la recherche.
- **Dubocage, E.** (2003), *L'évaluation de la "start-up" par le capital-risqueur entre objectivité, jugement et mimétisme*.
- **Desbrières, P., Broye, G.** (2000), "Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français", *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol 3, n°3, septembre.
- **Lumpkin, J.R., Ireland, J.D.** (1988), "Screening practices of new Business Incubators: the evaluation of Critical Success Factors", *American Journal of Small Business*.
- **Marion, S.** (1999), *L'évaluation de projets de création d'entreprises dans le contexte d'une intervention financière*, Thèse de doctorat, Université Jean Moulin Lyon III.
- **Menard, P.** (2005), *Les déterminants de l'investissement en capital-risque d'entreprise: le cas des grandes entreprises technologiques*.
- **Montchaud, S.** (2004), *Le Business Plan comme outil d'évaluation et de monitoring aux mains des capitaux-risqueurs*.
- **Montchaud, S.** (2004), *Innovation et Risques*.
- **Moreau, R.** (2005), *Les modalités sociales de sélection entre entrepreneurs et actionnaires. Le cas des entreprises de Nouvelles Technologies*.
- **Rigaud G.** (1987), "Le démarrage d'activités nouvelles. Typologie des risques et le financement des projets", *Banque*, n°470, mars 1987.