Jean-Sébastien Lantz

Valorisation stratégique et financière

Jean-Sébastien Lantz

Valorisation stratégique et financière

■ IPO ■ LBO ■ Spin-off ■ Contrôle ■
■ Stock-option ■ Brevet et marque ■
■ Intermédiation ■ Ingénierie financière ■
■ Relation investisseur ■

MAXIMA
LAURENT du MESNIL ● ÉDITEUR

Jean-Sébastien Lantz, MBA de l'Université de Bristol et Docteur ès Sciences de gestion s'est spécialisé en Finance. Après avoir exercé le métier de capital-investisseur, il dirige actuellement le Mastère « Management de projets technologiques » de Telecom-Paris/ESSEC.
Parallèlement à son expertise en finance, il s'est spécialisé dans les technologies de l'information au MIT et a animé un réseau d'experts européens sur les ruptures technologiques dans le programme « Information Society Technology » de la Commission européenne. Membre du laboratoire LTCI UMR 51 du CNRS, il fait le lien entre les développements fondamentaux et appliqués en matière de R&D et les modes de financement optimaux.
Par ailleurs, Jean-Sébastien Lantz est Professeur associé au sein du Mastère en management et technologie d'HEC, du Master en management des technologies de l'information de l'École Nationale Supérieure des Ponts et Chaussées, du Master en gestion des entreprises de croissance de l'Université Panthéon-ASSAS Paris II, du MBA « Change and Technology » de l'IAE d'Aix-Marseille III et à l'École Doctorale d'Informatique, des Télécommunications et d'Electronique de Paris (EDITE).
Au sein de ces institutions, Jean-Sébastien Lantz participe au coaching de projets dans les non bateurs de Telecom-Paris, de l'IAE et d'IMPULS. Il a également été membre des comités de sélection de Capital-IT.

infos/nouveautés/catalogue : **www.maxima.fr**

MAXIMA
LAURENT du MESNIL ● ÉDITEUR

192, boulevard Saint-Germain, 75007 Paris
Tél. : + 33 1 44 39 74 00 – Fax : + 33 1 45 48 46 88

© Maxima, Paris, 2004.
ISBN : 2 84 001 341 9

Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés pour tous pays.

TABLE DES MATIÈRES

Liste des principales abréviations 8

Introduction **9**

• La problématique de valorisation et de gouvernance financière 10
• La gestion stratégique de projets innovants 13

• Valorisation financière de projet **19**

• Valorisation pré-money et post-money 19
• Le coût des capitaux propres et le coût moyen pondéré du capital . . 22
• Les modèles d'actualisation de dividendes et de cash-flows . . . 33
• Valorisation de l'entreprise par les multiples 50
• Erreurs d'évaluation, effets de dilution et conflits 63

• Valorisation financière de la propriété intellectuelle **68**

• Évaluation financière des brevets 71
• Valorisation financière de la marque 82

• L'ingénierie financière de projet **94**

• Introduction aux mécanismes de « profit sharing » 94
• Les titres d'accès direct au capital : les statuts 95
• Les pactes d'actionnaires 100
• Les instruments financiers dérivés 103
• Pricing de bons de souscription d'action 116
• Motiver ou sanctionner avec les BSPCE et les stock-options . . . 120

• Corporate venture et spin-off **130**

• Autonomie et indépendance de l'entreprise projet 130
• Le concept et les sources de création de spin-off 133
• Spin-off et stratégie d'entreprise 139
• Spin-off et restructuration d'entreprise 150

• Le capital-investissement de l'innovation 159

• Les fonds propres piliers de la structure financière 159
• Le capital-investissement source de fonds propres 165
• Processus d'engagement et de désengagement des capital-investisseurs 182
• Les acteurs et la gestion des véhicules du financement de l'innovation 190

• Reprise d'entreprise : LBO et LMBO 198

• Principe général du « Leverage Buy Out » 198
• Rentabilité et effet de levier financier du LBO 201
• Les étapes d'un LBO et la structure de la dette 204
• Tension de montage d'une reprise par les dirigeants et sortie de bourse 210

• Introductions en Bourse : IPO 215

• Valorisation du capital financier et du capital-marque 215
• Les étapes de l'introduction en bourse et ses acteurs stratégiques . . 218
• Les procédures d'introduction en bourse 227
• Les facteurs de valorisation des entreprises introduites en bourse 231

• Dette et discipline managériale 237

• La dette : un levier de valorisation d'accès limité 237
• L'information légale et le poids des relations entre la banque et le dirigeant 241
• Évaluation et gestion du risque bancaire 246
• Les instruments et intervenants bancaires de la dette projet 259

• Gouvernance de projet et coûts de transaction 272

• Limiter les coûts de transaction par le contrôle des dirigeants . . 272
• Contrôle financier et partage du pouvoir 277
• Gouvernance et architecture financière des projets innovants . . 283

• Leviers stratégiques de valorisation 291

• L'innovation comme véhicule de croissance 291
• L'intrapreneur au cœur des hydres savantes 294
• Des barrières à l'entrée pour une concentration d'audience 303
• Immatérialité, redéploiement et pérennité des actifs 308
• Cibles marketing, time to market et time to break-even 312

• Communication financière et relation investisseurs 323

• Stratégie et communication financière 323
• La communication financière face à la gouvernance et à la régulation 327
• Transparence et relation avec les investisseurs 330
• Supports et transparence de la communication financière 334

Conclusion 347

Bibliographie 349

Lexique anglais-français 355

Table alphabétique 359

LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

ABSA : Action à bons de souscription d'actions
AMF : Autorité des marchés financiers (ex COB)
APCE : Agence pour la création d'entreprise
ARPU : Average revenue per user
BA : Business angels
BALO : Bulletin d'annonces légales obligatoires
BDPME : Banque des PME
BFR : Besoins en fonds de roulement
BIMBO : Buy-in management buy-out
BPA : Bénéfices par action
BSA : Bons de souscription d'action
BSCPE : Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise
CMPC : Coût moyen pondéré du capital
COB : Commission des opérations de bourse
CRM : Customer relationship management
EBE : Excédent brut d'exploitation
EBIT : Earnings before interests, taxes
EBITDA : Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization
ECO : Equity carve-out
EPS : Earnings per share
ESOP : Executive stock option plan
EV : Entreprise value
FCF : Free cashflow
FCFE : Free cashflow to equity
FCFF : Free cashflow to the firm
FCPI : Fonds communs de placement innovation
IPO : Initial public offering
IRR : Internal rate of return
ITM : Introducteur teneur de marché
JRC : Joint research centers
LBO : Leverage buy-out
LMBO : Leverage management buy-out
MEDAF : Modèle d'évaluation des actifs financiers
OC : Obligation convertible
OPF : Offre à prix ferme
OPM : Offre à prix minimal
OPO : Offre à prix ouvert
ORA : Obligation remboursables en actions
PER : Price earnings ratio
PSR : Price to sales ratio
SCI : Sociétés de capital-investissement
SEO : Seasonned equity offer
SIG : Soldes intermédiaires de gestion
SPC : Special purpose company
TEG : Taux d'endettement global
TRI : Taux de rentabilité interne
VAN : Valeur actuelle nette
VC : Venture capitalist
WACC : Weighted average cost of capital
WASO : Weighted average shares outstanding

INTRODUCTION

Dans un contexte de complexité technologique toujours accrue, l'innovation est le principal ressort de croissance de l'entreprise contemporaine. La capacité à inventer des technologies et des services nouveaux vient supplanter l'importance précédemment accordée à l'outil de production. Les ruptures technologiques engendrées par des activités désormais tournées vers l'exploitation intellectuelle ont donné naissance aux méta-technologies. Elles puisent leurs origines dans des secteurs aussi variés que l'information et la communication, la nanotechnologie, la biotechnologie, la génomique, les matériaux synthétiques ou encore l'énergie. Le développement de ces technologies est issu de la recherche fondamentale et pénètre notre quotidien à travers de nouveaux produits et services. Au même titre qu'il s'est opéré un transfert d'une économie de main-d'œuvre vers une économie de production, la bulle financière signe, avec son apogée en janvier 2000, l'entrée des pays industrialisés dans l'ère de l'innovation. Les activités capitalistiques sont ainsi léguées aux pays émergeants au profit d'une orientation des pays industrialisés vers une économie de l'immatériel. Celle-ci représente plus de 80 % des emplois aux États-Unis, 65 % en Grande-Bretagne, 56 % au Japon et 53 % en Allemagne.

Dès lors, nous pouvons nous interroger sur les nouveaux enjeux de la valorisation, du financement et de la gouvernance de l'entreprise contemporaine. Afin d'apporter les instruments méthodologiques et d'analyse nécessaires aux porteurs de projets, aux dirigeants d'entreprises, aux bailleurs de fonds et aux investisseurs en capitaux, cet ouvrage :

– présente dans une première partie les techniques de valorisation et d'ingénierie financière de l'entreprise-projet ;
– explique les sources de financement et le fonctionnement des marchés des capitaux face à l'innovation dans la deuxième partie ;
– s'attache à la gouvernance et à la gestion des leviers de création de valeur dans la troisième partie.

Auparavant, nous présentons en introduction les raisons pour lesquelles la valorisation et la gouvernance deviennent les fondamentaux de la mise en œuvre de projets désormais gérés de façon dynamique avec de nouvelles formes d'intermédiations financières.

■ La problématique de valorisation et de gouvernance financière

Valorisation des actifs et du capital immatériel

Dans ce nouvel espace économique dématérialisé, se sont le capital immatériel et les actifs immatériels qui sont les piliers de la valorisation de l'entreprise. Le capital immatériel telle qu'une licence est acté et amortissable au fur et à mesure de sa consommation mais, bien que disposant d'éléments comptables, la valorisation de l'entreprise reste difficile lorsqu'un brevet ou une licence constitue le cœur de l'activité stratégique. Les incertitudes et l'impatience pressante des actionnaires peuvent conduire à de fortes dévalorisations lorsque les bénéfices attendus sont reportés dans le temps. C'est le cas par exemple des opérateurs de téléphonie mobile de troisième génération qui, trois années après l'acquisition de licences d'exploitation, n'ont pas encore ouvert leur réseau.

Les actifs immatériels sont fondés sur le capital-humain et donc très partiellement protégés par des clauses de non concurrence souvent difficiles à faire jouer. Ils sont pourtant stratégiques car ils constituent l'intelligence commerciale et technique de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle ils forment en grande partie le capital veille de l'entreprise. La valorisation de ce capital est délicate car s'il est difficile d'évaluer ce que l'on gagne on sait en général ce que l'on perd lorsqu'il échappe à l'entreprise. En effet, le départ d'une personne clé induit souvent la perte de la connaissance d'un secteur, d'une clientèle ou d'une technologie.

Valoriser l'entreprise de haute technologie reste donc un exercice périlleux car les actifs immatériels sont de véritables leviers synergiques multiplicateurs de la performance de l'entreprise lorsqu'ils sont producteur de « rêves ». Ainsi, du 4 janvier 1999 au 3 janvier 2001, l'indice CAC à

augmenté de 37,3 % alors que l'indice des valeurs de croissance du Nouveau Marché à suivi une progression deux fois plus importante avec une croissance de 79,1 %. On remarque qu'en ces périodes de croissance, plus l'activité à un caractère innovant et tangible, plus l'effet de levier technologique augmente la valorisation. Alors que la valeur des entreprises spécialisées dans l'électrotechnique augmentait de 33,09 % pendant cette période, les équipementiers dans les télécoms ont affiché une croissance de 108 %. L'effet de levier est cependant modéré lorsque l'entreprise se positionne sur un secteur innovant et qu'elle produit des services. Ainsi, les entreprises de services dans les télécoms ont vu leur valeur n'augmenter « que » de 66,8 %.

Lorsque les bénéfices tardent, le doute s'installe sur la valeur des actifs immatériels porteurs de croissance : brevets, licences, marque, dirigeants. Ces éléments que l'on désigne sous le terme de « goodwill » sont alors considérés comme des « sur-valeurs » et le goodwill prend des allures de « badwill ». Ses effets de levier sont massivement destructeurs de valeur. Le rêve tourne au cauchemar en faisant dramatiquement plonger les cours boursiers. L'indice du Nouveau Marché a ainsi perdu 83 % de sa valeur de janvier 2000 à octobre 2002 alors que le CAC perdait 50 % de sa valeur. Les effets du « badwill » se sont particulièrement fait ressentir sur les activités de services. Celles du secteur des télécoms par exemple ont ainsi perdu 90 % de leur valeur alors que les équipementiers ont perdu 84 %.

L'investissement immatériel est par conséquent stratégique et sensible car il intervient en amont du cycle de production. Les choix décisionnels issus du processus d'acquisition de connaissances et de droits ont un caractère irréversible et structurant de l'entreprise, allant jusqu'à la mettre en péril. Les faillites spectaculaires de leaders mondiaux tels que Worldcom ou encore de Global Crossing sont le reflet de situations où une gestion administrée et incontrôlée de l'immatériel s'est montrée dévastatrice.

Valoriser le capital intellectuel et immatériel est donc le nouveau défi à relever pour maximiser la situation nette de l'entreprise dans une économie de la connaissance. L'expérience a démontré qu'il ne suffit pas d'afficher un goodwill dont la valeur se puise dans l'imaginaire car dans ce cas la dynamique de la spéculation financière vient amplifier les carence organisationnelle et humaine de l'entreprise.

Les investisseurs boursiers face à un manque d'information et de contrôle sur les projets innovants

Les points d'inflexion par lesquels passent les entreprises contemporaines réclament une grande flexibilité structurelle et organisationnelle pour leur pilotage. La gestion de telles entreprises implique l'alignement d'intérêts profondément divergents entre entrepreneurs, chercheurs et financiers. Dans cette véritable poudrière, ce sont pourtant les financiers qui occupent le rôle de gouvernance. Mais ils sont surtout des investisseurs boursiers qui ne disposent ni d'expertise ni de contrôle des orientations stratégiques des entreprises innovantes. S'ils sont un pool de ressources financières satisfaisant car peu coûteux et sans incidence sur la gestion de l'entreprise, ils ne reçoivent et ne produisent aucune information « digeste » sur les perspectives d'évolution des groupes. Remarquons que les valeurs télécoms au même titre que celles de l'ensemble des valeurs de haute technologie sur-réagissent aux fluctuations de marché. Elles surperforment le marché en période faste et le sous-performent en période de crise. De telles réactions témoignent d'une forme de myopie du marché sur les perspectives de bénéfices, laquelle se traduit par une marche à court terme et spéculative des investisseurs. Ainsi, en période de baisse, les porteurs d'actions préfèrent d'une part orienter leurs capitaux vers des secteurs bénéficiaires qui offrent une plus grande visibilité. D'autre part, ils maximisent leurs bénéfices en investissant à la baisse grâce aux mécanismes des options ou du marché à règlement différé pour les plus avertis. Dès lors, en période baissière, les groupes sont dévalorisés dans de telles proportions qu'ils font apparaître une dette colossale comparativement à leur situation nette.

La valorisation des holdings d'entreprises subissent une décote comparable à celle des fonds d'investissement en capital-risque qui auraient maladroitement composé leur portefeuille et leur actionnariat. Rappelons que les capital-risqueurs collectent des fonds auprès d'investisseurs pour prendre des participations actives dans un ensemble de projets innovants en début de cycle de vie. Dans cette perspective, la gestion des portefeuilles ne répond pas aux mêmes contraintes que celle d'investissements dans des « blue chip ». Ces valeurs phares des plus grandes places boursières mondiales sont liquides et relativement stables. *A contrario*, dans le

capital-risque, il faut attendre au moins cinq ans avant qu'un portefeuille d'entreprises de croissance génère des résultats positifs. Véritable incubateur de start-up géantes, des groupes de télécommunication se sont orientés vers une dématérialisation de leurs activités en faisant émerger des entreprises de services fondées sur des technologies nouvelles. À l'image d'Orange, ces filiales cotées en bourse s'inscrivent dans une stratégie de long terme et visent à occuper des positions de leader. Ces « étoiles » que les Américains qualifient d'activités « star » prennent la relève sur la téléphonie fixe qui devient progressivement une « commodité ». Dans ce cas, c'est sur les technologies de troisième génération et leurs usages que les leviers financiers de création de valeur sont fondés alors que la téléphonie fixe devient un poids mort.

■ La gestion stratégique de projets innovants

Le « corporate venture »

Si le panorama bilantiel des entreprises innovantes inquiète les petits porteurs et les bailleurs de fonds, il est le quotidien des capital-risqueurs. Ces derniers accompagnent les entreprises de leur naissance à leur maturité en passant par la phase de « roll out ». Ce moment que traverse aujourd'hui les entreprises de télécommunication est le plus critique car il précède la phase de croissance. Les coûts de développement commerciaux et techniques y sont les plus importants alors que le chiffre d'affaires issu des nouveaux services est encore embryonnaire. S'en suivra une période de début de croissance avec d'énormes besoins en fonds de roulement qui feront à nouveau tousser les marchés avant qu'ils puissent savourer le plaisir des plus-values. En effet, peu d'entreprises dépassent ce moment articulatoire. Pour garantir des perspectives de croissance, la phase de « roll-out » par laquelle passent les « filiales projet » doit s'accompagner d'une gestion active du décollage et de la croissance. Ce pilotage implique une succession de partenaires aux expertises différentes et complémentaires. Tout d'abord c'est le management du projet, ensuite les partenaires industriels et commerciaux, et enfin les partenaires financiers qui, tour à tour, occupent des rôles primordiaux dans la gestion de la

croissance. Pour qu'il soit un succès, ce relais doit intervenir dans un temps record de cinq années lorsqu'il s'agit d'activité tangible et de trois pour les activités intangibles. Cette course induit des changements constants d'objectifs et des modes de gestion qui diffèrent radicalement en fonction du profil des risques rencontrés au gré de l'évolution du projet. Dès lors, si la flexibilité est une véritable vertu, la difficulté repose avant tout sur l'alignement d'intérêts divergents entre les instigateurs d'un projet en mutation constante.

Autant d'éléments perturbant les perspectives d'évolution des groupes contemporains du secteur des télécoms et qui sont susceptibles de détruire de la valeur s'ils sont lents et organisés de façon statique. C'est en signant leur arrivée dans l'ère du « corporate venture » par une gestion entrepreneuriale dynamique que les grandes entreprises bénéficieront du changement. S'organiser en « entreprises projets », structurer leur actionnariat pour les accompagner fidèlement dans le développement, communiquer clairement sur la valeur immatérielle sont autant de nouvelles problématiques auxquelles les entreprises contemporaines sont donc confrontées.

Ainsi, l'accélération du rythme des innovations, la profondeur des technologies et la réactivité des marchés imposent de nouveaux modes de gestion qui permettent de convertir une idée en une activité réelle et rentable. Jusqu'alors il fallait en moyenne une vingtaine d'années pour que les technologies de l'information trouvent leurs premières applications et pour aller à la rencontre des opportunités de marché. Aujourd'hui, dans l'économie numérique, les temps de recherche et développement se sont considérablement comprimés pour des projets qui sont de dimension mondiale. Dans ce contexte, la valeur ajoutée des entreprises compétitives réside non seulement dans leur capacité à poursuivre une expansion interne ou externe des activités mais aussi à intégrer à leur stratégie la dimension de valorisation de la recherche et développement.

Pour survivre, l'entreprise contemporaine doit renouveler son offre à un taux supérieur à celui du secteur. Or, les contraintes imposées à l'origine des projets s'avèrent rapidement obsolètes et il est impossible de faire valider de constantes réorientations dans un système où le contrôle est centralisé. En effet, la gestion d'entreprise administrée – « business administration » – a pour caractéristiques d'élaborer un plan d'action selon des contraintes de rentabilité de temps et de budgets. Elle suit un plan de déve-

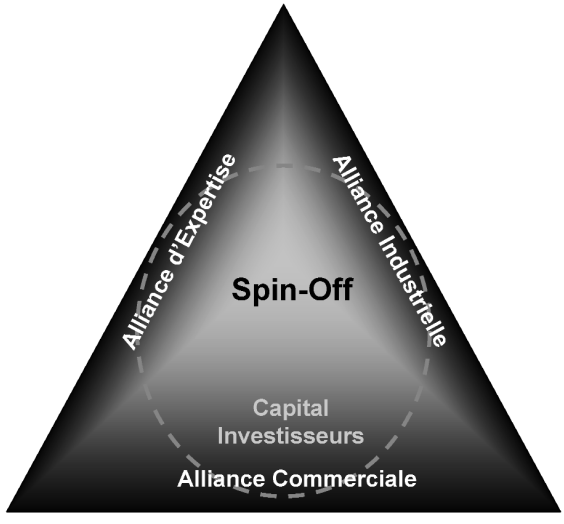
loppement dont les objectifs sont figés dans le temps. Tenter de gérer l'incertitude inhérente à l'innovation avec les instruments et la philosophie de l'entreprise statique conduit indubitablement à l'infirmation ou à l'invalidation des hypothèses de départ. L'innovation impose par conséquent un nouvel ordre organisationnel. Il s'agit en premier lieu de transformer l'entreprise en un espace où le salarié a la possibilité de rechercher des opportunités de création de nouveaux besoins pour ensuite les satisfaire. 3M est précurseur dans ce domaine en accordant depuis de très nombreuses années à ses équipes un temps de créativité « personnel » pris sur le temps de travail. Mais aujourd'hui, seule une minorité de grandes entreprises permet à tout salarié de soumettre un « ***business plan »*** et de créer sa propre entreprise au sein même de l'entreprise mère (« ***intrapreneurship*** »). Dans ce cas, le salarié bénéficie parfois d'un accompagnement par les services internes de coaching et au sein de l'université corporate. On observe cependant que cette ouverture à une nouvelle forme d'expression dans l'entreprise est révélatrice de talents et qu'elle devient un objectif pour les cadres à haut potentiel qui se distinguent beaucoup plus rapidement par leur capacité à gérer des projets.

Spin-off et rôle des capital-investisseurs dans le financement de projets innovants

Offrir la possibilité de montrer ses talents est une source de motivation nécessaire mais insuffisante. Le dispositif entrepreneurial doit s'accompagner d'une perte de contrôle de l'entreprise mère au bénéfice des participations prises par des acteurs extérieurs et l'octroi fort significatif de parts à « l'employé génial ». C'est en créant des entités indépendantes qui rassemblent des chercheurs, des industriels et des financiers que les véritables exploits se produisent. Microsoft a ainsi investi 500 millions de dollars pour créer avec une équipe la console de jeu « X-Box » et devenir en 18 mois l'un des leaders de ce marché. Rappelons qu'en 1994 seuls 2 % des projets industriels aux États-Unis étaient développés de façon indépendante sous la forme de « *corporate venture* », alors qu'en 2001 ils représentent 21 % des projets. Les investissements des fonds d'entreprise, les « *corporate funds* », sont ainsi passés de 100 millions à 17 milliards de dollars. De 1995 à 2000, le fonds corporate de General Electric, GE

Equity, a investi près de 4 milliards de dollars dans 300 projets d'entreprise indépendants, les « *spin-off* ». 120 d'entre eux étaient des « *push spin-off* », essaimés directement de l'entreprise mère. Les investissements de GE Equity restent croissants puisqu'ils ont été de 1,2 milliard de dollars pour 2001 et de 1,4 milliard de dollars pour 2002. Cette entreprise n'a par ailleurs pas cessé de surperfomer l'indice de marché SP 500 depuis 1998 jusqu'à nos jours et démontre sa performance à gérer l'innovation.
La France n'est pas en reste puisque les entreprises tendent progressivement à se transformer également en hydres savantes. D'une part, le gouvernement a développé un puissant dispositif d'aide et, d'autre part, les laboratoires tels que celui de Télécom Paris, l'INRIA, le CNRS, le Génopole et d'autres encore se sont structurés pour initier des projets à la pointe de la technologie en partenariat avec les entreprises. Ces organes de veille et de développement technologiques disposent d'incubateurs et de fonds d'investissement qui sont prêts au transfert technologique vers l'entreprise. L'architecture triangulaire composée de l'entreprise mère, d'un laboratoire de recherche et de partenaires industriels et financiers permet l'expression de synergies révélatrices de talents et de valorisation de l'entreprise innovante.

Le rôle modérateur des capital-investisseurs dans l'entreprise innovante



En effet, sur le marché des nouvelles technologies et des services émergeants, ces firmes à taille humaine ont la possibilité de mettre en œuvre des processus de créativité qui sont fondamentaux car ils forgent la vision des acteurs du projet en replaçant l'Homme au cœur de l'industrie. Ensuite, d'une vision avant-gardiste naissent des missions dans lesquelles les membres de l'équipe s'investissent en prenant des responsabilités par vocation. Dès lors, chacun est responsabilisé face au rôle qu'il occupe et définit des objectifs créateurs de valeur pour le projet. Enfin, en identifiant rapidement les technologies et les marchés innovants, l'entreprise indépendante va pouvoir capitaliser ses efforts en bénéficiant d'un fantastique effet de levier par le « partenariat » avec l'entreprise mère. En plus d'un portage qui offre directement un accès au marché, le spin-off bénéficie alors d'un soutien opérationnel (partage des coûts administratifs, de marketing et de branding par l'effet marque).

Les capital-investisseurs quant à eux, jouent un rôle essentiel d'accompagnement. Leader dans leurs participations au projet, ils supportent le risque financier des opérations de développement, mais surtout ils jouent un rôle modérateur entre les parties. Leur capacité à gérer les contrats leur permet d'aligner les intérêts de chacun. Ils sont les architectes d'une ingénierie financière dont ils détiennent le contrôle, ce qui leur confère la possibilité d'agir sur la géographie du capital et de valoriser ou de sanctionner les intérêts de chacun des acteurs.

Économie capitalistique versus économie de la connaissance

Le tableau ci-dessous récapitule les différences observées entre l'entreprise qui évolue dans une économie capitalistique et celle qui évolue dans une économie de la connaissance.

	Économie capitalistique	**Économie de la connaissance**
L'environnement		
Évolution du marché	Lente	Rapide
Cycle de vie des produits et des technologies	Long	Court
Les ressorts économiques	Les grands groupes	Entrepreneuriat de l'innovation
Géographie de la concurrence	Locale	Globale et hypercompétitive
La donne économique	Le grand absorbe le petit	Le rapide dévore le lent

	Économie capitalistique	Économie de la connaissance
L'entreprise		
Management	Administré pour une stabilité	Conduite du changement pour innover
Mesure de succès	Les bénéfices	La capitalisation boursière
Les ressorts de la croissance	Le capital L'outil de production	La connaissance, l'esprit innovation, l'intégration, une stratégie d'entrepreneuriat
Les ressorts technologiques	Mécanisation et Automation	Les systèmes d'information d'entreprise, e-business, conception et production assistées par ordinateur
Avantages concurrentiels	Accès à la matière première, à la main-d'œuvre, aux actifs productifs, à la réduction des coûts par économie d'échelle	L'excellence, les ressources humaines, le contrôle des coûts, le time to market, la qualité, la satisfaction client
Processus de décision	Autocratique, hiérarchique, bureaucratique	Structure en réseau, responsabilités distribuées
Processus d'innovation	Périodique et singulier	Continu et partagé
Production	Process interne	Selon une chaîne de valeur, Centrée sur le cœur de métier
Alliances stratégiques	Rares car solitaires	Forts partenariats industriels et commerciaux
Contrôle	Centré, souvent familial	Ouvert et externe
Actionnariat	Privé	Public, management et employés, partenaires commerciaux, industriels et financiers
Communication avec l'environnement	Opaque	Ouverte
La gestion des Hommes		
Leadership	Vertical	Les employés sont eux-mêmes entrepreneurs
Compétences	Compétence unique et standard	Expertise accompagnée de connaissances connexes
Domaine d'intervention	Déterminé	Évolutif
Formation	Diplômée	Continue
Management	Confrontation	Équipe
Emploi	Stable	Risqué selon les opportunités de marché

Chapitre 1

VALORISATION FINANCIÈRE DE PROJET

■ Valorisation pré-money et post-money

Introduction à la valorisation financière et aux effets de dilution

Investir dans une entreprise requiert de fortes convictions quant à l'appréciation de son activité et de la valeur financière de ses actifs. Forger son jugement est un véritable art, tant les projections financières sont délicates à définir et les instruments d'évaluation complexes. Si ces derniers permettent de parvenir à des résultats similaires ou d'expliquer des différences lorsqu'ils sont maîtrisés, ils sont aussi la source d'interprétations. En effet, l'étape de valorisation financière est articulatoire dans le processus d'investissement car elle intervient après la validation de l'intérêt du projet et en amont de l'engagement des investisseurs. La valorisation est alors une étape vitale pour définir la richesse potentielle future mais surtout la dilution immédiate des entrepreneurs et des investisseurs issus d'un financement précédent. D'un côté, nous avons une équipe dirigeante qui cherche à minimiser la dilution dans le but éventuellement de garder le contrôle ou la minorité de blocage de l'entreprise, tout en tentant d'optimiser la valeur des actions nouvellement émises. De l'autre côté, nous trouvons les investisseurs dont l'objectif est de minimiser la valorisation financière de l'entreprise dans l'espoir de détenir la plus grande part possible du capital au moindre coût sans pour autant démotiver l'équipe dirigeante. La problématique de l'investisseur consiste donc à aligner ses propres intérêts sur ceux de l'entrepreneur.

Quelle valorisation donner à l'entreprise ? Quels sont les critères et les contraintes qui entrent en jeu ? C'est à ces questions que nous apporterons des réponses. Tout d'abord, nous rappellerons la signification de ce qui est communément appelé dans la profession les valorisations « pré money »

et « post-money » en mettant en exergue les effets de dilution. Puis, nous présenterons les différentes méthodes de valorisation pour les entreprises cotées et non cotées. Enfin, nous examinerons les sources de conflit et les éléments clé de négociation.
Nous accorderons un intérêt particulier aux entreprises innovantes car elles présentent la caractéristique de recouvrir bon nombre des difficultés auxquelles l'analyste financier est confronté. Nous aborderons ainsi les techniques de valorisation par :
– l'actualisation des cash-flows,
– les multiples des entreprises cotées et les multiples de transactions réalisées.

Nous offrons pour ces méthodes le détail des calculs de valorisation financière en mettant en évidence la sensibilité aux paramètres clés issus du business-plan. L'entrepreneur pourra largement s'inspirer de ces enseignements pour valoriser son entreprise et l'investisseur pourra définir les plages de valorisation indispensables à la négociation. Ces plages sont par ailleurs le reflet de son exposition au risque et comme nous le verrons par la suite elles déterminent les composantes contractuelles de l'ingénierie financière.

Augmentation en capital et valorisation pré et post-money de l'entreprise

Le Business Plan est un instrument d'analyse nécessaire à l'investisseur pour la valorisation pré-money de l'entreprise : la valeur avant l'investissement de nouveaux capitaux.
Cette valorisation conditionne le pourcentage de participation pris par les investisseurs en capitaux en fonction du contrôle qu'ils recherchent. Il est à noter que dans certains fonds la participation au capital est fonction du ticket d'entrée et non d'une stratégie de contrôle qui permettrait d'optimiser la création de valeur dans l'entreprise. Les analystes assument que le montant des capitaux investis augmente la valeur de l'entreprise du montant de l'investissement. L'entreprise étant en mesure d'obtenir des moyens pour étendre son outil de production, augmenter son personnel et procéder à des acquisitions. La valeur post-money est par

conséquent la valeur de 100 % des actions d'une entreprise après l'investissement de nouveaux capitaux. La valeur post-money de l'entreprise est égale à la valeur pré-money augmentée du montant des nouveaux capitaux investis.

Valorisation financière post-money = Valorisation financière pré-money + capitaux investis

Même si en théorie il est aisé de différencier les deux valeurs, en pratique la confusion et les conflits se situent sur ces points de valorisation. C'est pour cette raison que les différents interlocuteurs doivent avant tout s'entendre sur la valeur de l'entreprise pré-money. La discussion est en général assez difficile, les deux parties ayant des visions diamétralement opposées de la valorisation. Pour simplifier cette étape, les capital-investisseurs et les entrepreneurs vont en général s'accorder dans un premier temps sur le montant requis par l'entreprise pour sa croissance.

Exemple de valorisation pré et post-money

Dans l'exemple ci-après, le montant fixé pour l'augmentation de capital est de 8 000 000 d'euros. Ainsi, une fois fixée la valeur de l'apport nécessaire, les parties négocient afin de déterminer quel sera le pourcentage du capital attribué aux investisseurs en contrepartie des fonds apportés. Ce pourcentage est défini dans un deuxième temps. Il fait l'objet de longues négociations, car la réalisation de la transaction détermine la valeur des actions et donc de l'entreprise. Une fois que le pourcentage de capital alloué en contrepartie de la somme apportée par les capital-investisseurs est déterminé, on obtient la valeur de l'entreprise. Dans l'exemple ci-dessous, on peut imaginer que le processus de négociation a conduit les investisseurs à obtenir 25 % du capital en contrepartie d'un apport de 8 000 000 d'euros. Par effet de dilution, les fondateurs ne détiennent plus que 75 % du capital qui équivaut par conséquent à 32 000 000 d'euros. Par déduction, l'entreprise est alors valorisée post-money à hauteur de 32 000 000 d'euros et pré-money à 24 000 000 d'euros.

Exemple de valorisation pré et post-money

	Pré-money		Post-money	
Milliers d'Euros	**Valeur Pré-money**	**Répartition de l'actionnariat**	**Valeur Post-money**	**Répartition de l'actionnariat**
Fondateurs	€ 24 000	100 %	€ 24 000	75 %
Investisseurs			€ 8 000	25 %
Total actionnaires	€ 24 000	100 %	€ 32 000	100 %

Il nous reste néanmoins à expliquer les raisons pour lesquelles les investisseurs ont valorisé l'entreprise à 24 000 000 d'euros pré-money et c'est à ce problème que nous nous attachons dans la section suivante.

■ Le coût des capitaux propres et le coût moyen pondéré du capital

Toute personne qui investit ses capitaux dans une entreprise recherche une rentabilité qui est croissante avec les risques non-diversifiés auxquels elle s'expose. Le niveau de rémunération des apports en capitaux peut être évalué essentiellement à partir de deux approches qui sont le coût des capitaux propres et le coût moyen pondéré du capital. Dans cette section, nous nous attacherons à définir :
– la relation entre le risque et la rentabilité attendue des capitaux propres,
– l'impact du taux d'actualisation sur la valorisation des capitaux propres,
– le coût moyen pondéré du capital.

La relation entre le risque et la rentabilité des capitaux propres

✔ *Le bêta*

Grâce au bêta, le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) établit une relation entre le risque et la rentabilité attendue d'un investis-

seur, donc le coût des capitaux propres. Le calcul de ce coût sera réalisé à partir d'un échantillon d'entreprises cotées qui se positionnent sur un même secteur. Pour chaque entreprise de l'échantillon, c'est la mesure de la covariance entre le taux de rentabilité des actions et le taux de rentabilité de l'indice de marché rapporté à la variance du taux de rentabilité de marché qui permet d'évaluer le coût des capitaux propres. Cette mesure est connue sous le nom de « bêta » :

$$\text{Bêta} = \frac{\text{Cov (ra, rm)}}{\text{Var (rm)}}$$

À titre d'exemple, les bêtas sectoriels présentés dans le tableau ci-dessous ont été calculés au 31 décembre 1999 et au 31 décembre 2001.

Les bêtas sectoriels

Indice sectoriel	Bêta au 31/12/99	Bêta au 31/12/01	Indice sectoriel	Bêta au 31/12/99	Bêta au 31/12/01
DJ Stoxx Technology	2,02	1,97	DJ Stoxx Telecommunication	2,13	1,26
DJ Euro Stoxx Technology	0,94	1,91	DJ Stoxx Technology	2,02	1,97
DJ Euro Stoxx Cyclical G &S	0,52	1,40	DJ Stoxx Health	1,76	0,54
DJ Stoxx Telecommunications	2,13	1,26	DJ Stoxx Automobile	1,47	0,99
DJ Euro Stoxx Media	0,65	1,16	DJ Stoxx Non-Cyclical G&S	1,39	0,44
DJ Stoxx Media	1,50	1,16	DJ Stoxx Industrial G&S	1,31	0,89
DJ Stoxx Cyclical G&S	0,90	1,13	DJ Stoxx Retail	1,29	0,60
DJ Stoxx Automobile	1,47	0,99	DJ Stoxx Energy	1,23	0,64
DJ Euro Stoxx Automobile	0,69	0,97	DJ Stoxx Food & Beverage	1,12	0,34
DJ Euro Stoxx Industrial G&S	0,80	0,97	DJ Euro Stoxx Telecommunications	0,96	1,29
DJ Stoxx Industrial G&S	1,31	0,89	DJ Euro Stoxx Technology	0,94	1,91
DJ Euro Stoxx Retail	0,56	0,72	DJ Stoxx Cyclical G&S	0,90	1,13

Indice sectoriel	Beta au 31/12/99	Beta au 31/12/01	Indice sectoriel	Beta au 31/12/99	Beta au 31/12/01
DJ Euro Stoxx Energy	0,48	0,69	DJ Stoxx Construction	0,81	0,56
DJ Euro Stoxx Non Cyclical G&S	0,62	0,66	DJ Euro Stoxx Industrial G&S	0,80	0,97
DJ Euro Stoxx Healthcare	0,62	0,66	DJ Euro Stoxx Automobile	0,69	0,97
DJ Stoxx Energy	1,23	0,64	DJ Euro Stoxx Media	0,65	1,16
DJ Stoxx Retail	1,29	0,60	DJ Euro Stoxx Healthcare	0,62	0,66
DJ Euro Stoxx Construction	0,45	0,58	DJ Euro Stoxx Non Cyclical G&S	0,62	0,66
DJ Stoxx Construction	0,81	0,56	DJ Euro Stoxx Retail	0,56	0,72
DJ Stoxx Healthcare	1,76	0,54	DJ Euro Stoxx Cyclical G&S	0,52	1,40
DJ Stoxx Non-Cyclical G&S	1,39	0,44	DJ Euro Stoxx Food & Beverage	0,49	0,39
DJ Euro Stoxx Food & Beverage	0,49	0,39	DJ Euro Stoxx Energy	0,48	0,69
DJ Stoxx Food & Beverage	1,12	0,34	DJ Euro Stoxx Construction	0,45	0,58

Sources des données permettant les calculs : Jacques Chahine Finance.

La partie gauche du tableau présente les bêtas classés en ordre décroissant au 31 décembre 2001 et la partie droite présente les bêtas en ordre décroissant au 31 décembre 1999. Les données indicielles du DJ Euro Stoxx, sont calculées sur les entreprises européennes, alors que celles du DJ Stoxx le sont sur les entreprises américaines.

Dans la partie droite du tableau on observe, par le tri sur les bêtas fin 1999, que les bêtas américains, à l'exception des biens et services cycliques et des BTP, sont supérieurs aux bêtas européens. Les secteurs des télécommunications et de la technologie avaient des bêtas respectivement de 2,13 et de 2,02 aux États-Unis alors qu'ils étaient de 0,96 et 0,94 en Europe.

✔ *L'effet de levier financier sur le coût des capitaux propres*

Ces statistiques montrent que les entreprises américaines ont un coût des capitaux propres qui varient avec l'indice de marché dans des proportions doubles par rapport aux entreprises européennes. En effet, le coût des capitaux propres est défini comme le taux sans risque (rf, taux à 8 ou 10 ans) auquel on ajoute le produit du bêta et de la prime de marché attendue, E (Rm-rf), avec E (Rm), la rentabilité attendue du marché (CAC40, DAX… par exemple) :

$$\text{Coût des capitaux propres} = rf + \text{Bêta} \times (E(Rm - Rf)$$

Si on suppose une rentabilité attendue de marché de 12 %, le coût des capitaux propres pour une entreprise des télécommunications en 1999 était de 11,52 % en Europe, la valeur du bêta de ce secteur étant de 0,96 à ce moment. En revanche le coût des capitaux propres était de 25,56 % aux États Unis, le bêta de ce secteur étant de 2,13 à ce moment.
Ces résultats, témoignent de différences majeures quant à la structure financière des entreprises Outre-Atlantique en comparaison avec les opérateurs historiques du vieux continent. Ces derniers sont endettés dans de larges proportions et leurs actions sont en partie détenues par l'État. Utiliser le coût des capitaux propres sans retraitement de l'effet de levier financier de la dette peut conduire à des décisions d'investissement inappropriées.

Ainsi, nous proposons dans la suite de notre exposé une méthodologie à suivre pour estimer le plus précisément le coût des capitaux propres tout en tenant compte de l'effet de levier financier de l'endettement. Cette méthodologie s'articule en quatre étapes :
– la construction d'un échantillon d'entreprises comparables,
– le choix du bêta,
– le calcul du bêta « unlevered »,
– le calcul du coût des capitaux propres.

• Étape 1 : la construction de l'échantillon d'entreprises

La première étape consiste à construire un échantillon d'entreprises cotées qui soient comparable à l'entreprise cible dans laquelle on projette d'investir. Ces entreprises devront se positionner sur un secteur qui subit les mêmes forces économiques.

Exemple d'un échantillon d'entreprises du secteur de la téléphonie mobile

ENTREPRISES	Dette/CP*	Bêta 00-02	N.E. Bêta**
AT & T Wireless Inc	24,88 %	0,630	0,540
China Mobile	24,91 %	0,889	0,762
China Unicom	71,95 %	0,775	0,523
Hutchison telecom	75,57 %	1,404	0,932
KDDI Corporation	199,59 %	0,478	0,204
Manitoba Telecom	42,97 %	0,261	0,203
MmO2	7,68 %	0,234	0,223
Mobilcom	164,41 %	1,635	0,778
Nextel Partners	378,81 %	1,383	0,391
NTT Do Co Mo Inc	43,02 %	0,512	0,398
Orange	38,18 %	0,580	0,462
Rogers Wireless Communications	492,52 %	1,011	0,235
Shin Corp	56,19 %	0,697	0,506
SK Telecom	84,02 %	0,451	0,289
Telecom Italia Mobile	17,54 %	1,171	1,048
Telefonica Moviles	36,96 %	0,593	0,476
Telephone and Data Systems	60,70 %	0,687	0,488
Telesystem Intl Wireless In	539,58 %	0,865	0,187
U.S. Cellular	28,56 %	0,429	0,360
Vodafone Group	10,65 %	0,996	0,929
Wireless Facilities	21,28 %	2,171	1,900

* CP : capitaux propres

** NE : Non endetté (unlevered)

• Étape 2 : Choix du bêta

La deuxième étape vise à déterminer le bêta à retenir pour calculer le coût des capitaux propres de l'entreprise dans laquelle on souhaite investir. Le bêta moyen de notre échantillon sur les années 2000 à 2002, (colonne bêta 00-02) est de 0,850 et le mode de 0,697, cette dernière statistique étant la plus représentative de la tendance.

Les secteurs des hautes technologies réclament des retraitements complémentaires des bêtas de chaque entreprise de l'échantillon pour calculer un bêta dont est extrait l'influence de la dette, un bêta « unlevered ».

• Étape 3 : Calcul du bêta « unlevered »

Pour déterminer le coût des capitaux propres avec précision il faut dans une troisième étape calculer pour chaque entreprise de l'échantillon un bêta indépendant de l'effet de levier d'endettement, « ***unlevered beta*** ». En effet, on peut observer de grandes différences entre les structures du capital des entreprises comparables de notre échantillon. Par exemple, Roger Wireless Communication a près de cinq fois plus de dette que de capitaux propres, le ratio d'endettement (dette/capitaux propres) étant de 492,52 %. A l'opposé, MmO2 à un ratio d'endettement très faible puisqu'il est de 7,68 %. Le calcul du bêta « unlevered » est le suivant :

Bêta « unlevered » = bêta « levered »/(1 + (1 – Impôts) × (dette/capitaux propres))

Le calcul du bêta « unlevered » permet d'éviter des biais significatifs dans l'estimation d'un bêta qui sera appliqué au calcul du coût des capitaux propres d'une entreprise cible. Si on prend le cas de Mobilcom en considérant un impôt sur les sociétés de 33 %, le bêta « levered » est de plus du double du bêta « unlevered ». Ainsi, pour chaque entreprise de l'échantillon, il faudra calculer un bêta « unlevered ». Remarquons que dans notre échantillon le mode des bêtas « unlevered » est de 0,476 contre 0,647 pour les bêtas « levered ».

Si l'entreprise dans laquelle on souhaite investir aura un taux d'endettement qui tend vers celui de l'échantillon, le bêta de la firme cible tendra à converger vers celui de l'échantillon, en l'occurrence 0,647 dans notre exemple.

Bêta de la firme = Bêta unlevered × (1 + (1-Impôts) × (Dette/capitaux propres))

Si l'entreprise a un taux d'endettement attendu spécifique, le bêta de la firme sera corrigé du taux d'endettement qui lui est propre. Par exemple

dans le cas du financement de start-up où le niveau d'endettement est généralement très faible, le bêta de la firme sera de 0,4823 si le ratio d'endettement attendu est de 2 %.

• Étape 4 : Calcul du coût des capitaux propres de l'entreprise cible
Le coût des capitaux propres pour le financement de l'entreprise ciblée est égal au taux sans risque ajouté du produit du bêta de la firme et de la prime de marché attendue.

$$\text{Coût des capitaux propres} = rf + \text{Bêta firme} \times (E(Rm - Rf)$$

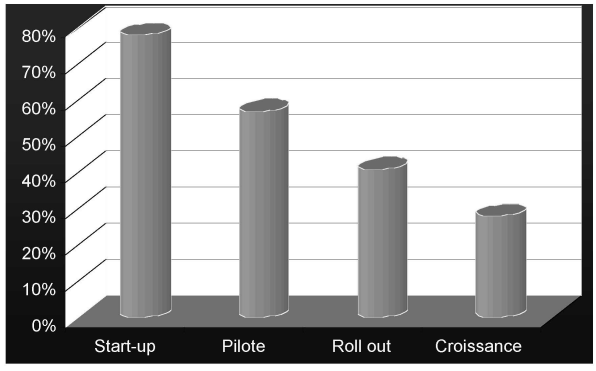
Par exemple, en considérant un taux sans risque, rf, de 4 %, et une rentabilité attendue du marché, E (Rm), de 14 %, le coût des capitaux propres d'une entreprise de notre échantillon ayant un ratio d'endettement de 2 % est de 8,28 % alors qu'il est de 10,47 % pour une entreprise endettée à 25 %.

Actualisation et impact sur la valorisation des capitaux propres

La valeur des capitaux propres est égale à la somme des cash-flows actualisés diminuée de la dette nette. Remarquons que pour les entreprises de haute technologie non cotées, le coût moyen pondéré du capital est plus élevé que celui évalué à partir du MEDAF. En effet, ces entreprises génèrent des coûts de transaction supplémentaires en raison des difficultés liées à leur évaluation, à leur contrôle et à leurs cessions de titres. Cette prime de non-liquidité est croissante avec le risque de l'entreprise et vient en moyenne tripler le coût des capitaux propres pour des entreprises en phase d'amorçage.
Les taux d'actualisation appliqués dans le capital-risque sont de l'ordre de 30 % à 40 % pour les projets d'entreprise structurés dans des secteurs tels que les télécommunications. Dans les biotechnologies, ces taux sont encore bien plus élevés. Ces projets sont particulièrement risqués en début de cycle de vie étant donné que les résultats ont un caractère binaire. L'échec au niveau de la recherche et du développement entraîne l'abandon du projet. Dans les autres secteurs, cette sensibilité aux R&D est plus nuancée.

Pour les start-up, les taux d'actualisation sont plus élevés comme l'indique le graphique ci-dessous.

Taux d'actualisation en fonction du stade de développement



En phase de démarrage, ces taux atteignent 75 % et sont décroissants avec l'avancée dans le cycle de vie du projet. En phase de pilote, ils sont de l'ordre de 65 %, de 45 % en phase de roll-out et de 35 % en phase de croissance. Lors de cette dernière phase, les capital-risqueurs sont nettement moins exposés à des risques technologiques et de marché. Leur intervention consiste essentiellement à financer la croissance du projet et les besoins en fonds de roulement qui l'accompagnent.

Exemple de l'incidence du taux d'actualisation sur la valeur des capitaux propres d'une entreprise

Dans l'exemple ci-dessous, l'actualisation des cash-flows montre l'extrême vitesse avec laquelle ils sont dépréciés. Pour réaliser un taux de rentabilité interne (TRI) de 45 % sur un investissement de 15 000 euros, les cash-flows devront être de 96 146 euros en année 5 ou de 45 729,4 euros en année 3, soit près de la moitié. Ainsi, plus les revenus attendus sont éloignés dans le temps plus les flux de trésorerie à destination des pourvoyeurs de fonds devront être importants.

Incidence du temps sur le Taux de Rentabilité Interne en fonction des cash-flows

TRI	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
45 %	– 15 000	21 750				
45 %	– 15 000		31 537			
45 %	– 15 000			45 729		
45 %	– 15 000				66 307	
45 %	– 15 000					96 146

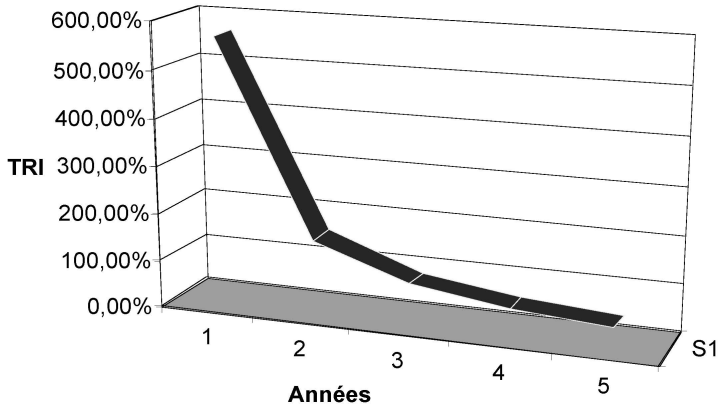
L'exemple ci-dessous montre dans quelle mesure le TRI attendu diminue avec la période accordée par les investisseurs pour réaliser les cash-flow attendus. Convaincre un investisseur que l'entreprise générera un cash-flows de 100 000 euros dans les deux prochaines années revient à ce qu'il accepte un TRI de 158 %. Si au contraire il souhaite que ces cash-flows apparaissent au terme de la première année d'exercice, le TRI recherché par l'investisseur sera de 567 %, ce qui rend le coût d'allocation des fonds plus de quatre fois supérieur.

Incidence des cash-flows sur le Taux de Rentabilité Interne

TRI	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
567 %	– 15 000	100 000				
158 %	– 15 000		100 000			
88 %	– 15 000			100 000		
60 %	– 15 000				100 000	
45 %	– 15 000					100 000

Le graphique ci-dessous montre que pour notre exemple le TRI (taux de rentabilité interne, également appelé « ***Internal rate of return*** » **(*IRR*)** passe en cinq ans de 567 % à 45 % pour des cash-flows attendus équivalents. On observe une pente particulièrement abrupte lors des premières années. Pour valoriser au mieux un projet il est alors fondamental de démontrer qu'il pèse peu d'incertitudes sur les bénéfices attendus dans des perspectives de temps supérieures à deux.

TRI attendu pour un niveau de cash-flows équivalent sur 5 ans



Méthode de calcul du coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital, le CMPC, ou « ***weighted average cost of capital*** », plus connu sous le nom de « WACC », peut être défini comme étant le coût des ressources financières pondérées selon le poids de la dette, D, et des capitaux propres, E.

$$WACC = ke\ (E/(D + E)) + kd\ (D/(D + E))$$

Avec :
WACC : coût moyen pondéré du capital.
Ke : coût des capitaux propres.
Kd : coût de la dette après impôts.
E : capitaux propres.
D : dette.

✔ *Le coût de la dette*

Le problème d'évaluation du coût de la dette pour un projet se pose d'une manière similaire à celui de l'évaluation du coût des capitaux propres, c'est-à-dire qu'on procédera par comparaison avec des entreprises du même secteur.

Une première solution consiste à procéder à une comparaison avec des entreprises cotées du même secteur qui ont une dette. Dans ce cadre on fera l'hypothèse selon laquelle les entreprises non cotées et de plus petite dimension sont en mesure d'emprunter au même taux que les entreprises cotées.
S'il s'agit d'un projet de haute technologie cette hypothèse est faible. Une deuxième solution consiste en l'étude du coût de la dette d'entreprises non cotées qui ont récemment levé une dette de long terme. On estime le coût de la dette en rapportant les taux d'intérêts à la dette à long terme, ***« outstanding debt »***.

✔ *Exemple de calcul du coût moyen pondéré du capital*

Dans cet exemple, nous souhaitons calculer le coût moyen pondéré du capital (CMPC) à appliquer pour valoriser une entreprise dans laquelle on veut investir.

Exemple de calcul du coût moyen pondéré du capital

Taux sans risque à long terme : rf	4,9 %
Prime de risque : Rm-Rf	5,5 %
Bêta	1,77
Coût des capitaux propres : ke	**14,635 %**
Coût de la dette avant impôt	7 %
Taux d'imposition	33 %
Coût de la dette : kd	**4,69 %**
Capitaux propres : E	240
Dette à long et moyen terme : D	60
Ratio d'endettement	25 %
CMPC	**12,65 %**

Si les taux à long terme (8 à 10 ans) sont de 4,9 %, la prime de risque du marché, (Rm-Rf), de 5,5 % et un bêta de l'entreprises est de 1,77, le coût des capitaux propres sera égal à 4,9 % +1,77*5,5 %, soit 14,635 %.

En considérant un coût de la dette avant impôts de 7 % et un taux d'imposition de 33 %, le coût de la dette après impôts sera égal à 7 %*(1-33 %), soit 4,69 %.
L'entreprise ayant des capitaux propres et une dette à long terme qui sont respectivement de 240 millions d'euros et de 60 millions d'euros a un ratio d'endettement de 25 % et un coût moyen pondéré du capital de (60/(60 + 240)*4,69 %)+(240/(60 + 240)*14,635 %), soit 12,65 %.

■ Les modèles d'actualisation de dividendes et de cash-flows

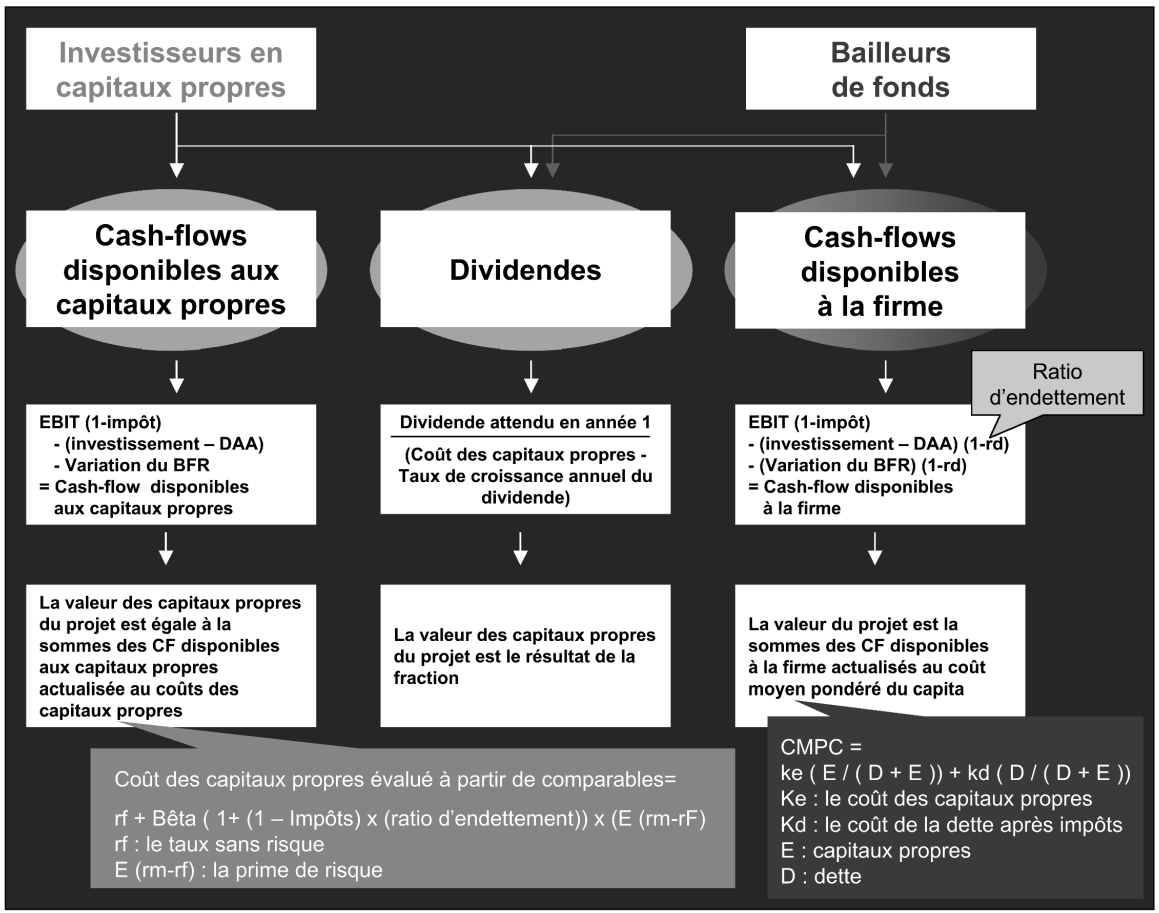
Les modèles d'actualisation : principes et usages

Il est délicat d'estimer la valeur d'un projet dans la mesure où l'estimation dépend du marché et où elle est propre à chaque personne. Néanmoins, dans un environnement qui place les investisseurs en concurrence, les modèles d'évaluation par actualisation des dividendes ou des cash-flows apportent une première méthodologie qu'il faudra ensuite croiser avec la méthode des multiples qui est expliquée dans la section suivante.

La méthode d'actualisation des dividendes est adaptée aux projets peu risqués et linéaires dans leur croissance. Les méthodes des cash-flows actualisés ou « ***discounted cash-flow*** », sont mieux adaptées aux projets technologiques car elles sont centrées sur les flux de trésorerie disponible : les « ***free cash-flows*** ». Plus précisément, on distingue les flux de trésorerie disponible à la firme de ceux qui sont disponibles aux capitaux propres. Dans le premier cas, il s'agit de flux libres de toute forme de rémunération ; le calcul de valorisation s'adresse aussi bien aux investisseurs en capitaux propres qu'aux bailleurs de fonds. Dans le deuxième cas, il s'agit de flux nets du service de la dette ; ce calcul de valorisation s'adresse donc aux investisseurs en capitaux propres.

Le graphique ci-après résume l'ensemble des méthodes d'évaluation par actualisation des dividendes et des cash-flows

Les méthodes d'évaluation par actualisation des dividendes et des cash-flows



La prévision des cash-flows à venir s'avère ardue pour des projets dans le domaine des nouvelles technologies ou sur de nouveaux marchés. Il en découle des possibilités d'importantes erreurs et d'écarts de prévision si :

– les investissements prévus sont inférieurs à ceux pratiqués dans le secteur. Cette technique survalorise évidemment le projet étant donné que les free cash-flows calculés s'en trouvent accrus. Un financier qui ne prend pas garde à la structure des investissements se voit réserver de mauvaises surprises à moyen terme dans les secteurs où les actifs se déprécient rapidement comme dans l'informatique ;
– la norme comptable impose d'entrer les dépenses de R&D dans le compte de résultat même si elles sont supposées générer la croissance future de l'entreprise. Dans le cas d'un projet informatique, il est fréquent que les dépenses de R&D atteignent 50 % des coûts. Ainsi, il est recommandé de retraiter les dépenses de R&D en faisant l'hypothèse qu'elles sont amortissables sur une période de 2 à 10 ans. De la même manière les crédits bail devront être retraités. Ces retraitements viendront accroître le résultat opérationnel du projet ainsi que le total de l'actif ;
– les prévisions des flux futurs ne sont pas réalistes. Les investisseurs en capitaux révisent les hypothèses clés du business plan. Cette révision est appelée : « dégradation du business plan » ;
– la volatilité des flux attendus n'est pas correctement appréhendée. Plus l'étendue de la distribution des revenus attendus est grande, plus la volatilité des cash-flows sera élevée ce qui vient accroître le risque du projet. Un projet sera d'autant mieux valorisé que les cash-flows attendus sont stables, récurrents et clairement identifiés. Il sera donc préférable de cibler un marché dont on a la maîtrise dans la première phase de la vie d'un projet plutôt que de se disperser et de créer des incertitudes sur les cash-flows à venir. Dans ce dernier cas, l'exposition au risque du projet impliquera des taux d'actualisation beaucoup plus élevés impliquant une dévalorisation. En règle générale, les investisseurs privilégient les projets aux contrats de longue durée et récurrents.

Si l'on écarte la méthode d'actualisation des cash-flows au taux standard, appelée également « ***hurdle rate*** », car elle est mal adaptée à des projets technologiques ou innovants, il est possible d'appliquer les méthodes décrites dans le tableau suivant :

Les différents modèles d'actualisation et leurs usages

Modèle d'actualisation	Taux d'actualisation et usage
Modèle d'actualisation des dividendes	Le taux d'actualisation est celui des capitaux propres. Ce modèle ne s'applique pas pour les projets dont le résultat net est négatif pendant une moyenne ou longue période. En revanche ce modèle est approprié pour les projets d'extension de gamme de produits, de services ou de marché.
Modèle d'actualisation des cash-flows disponibles à la firme	Le taux d'actualisation est le coût moyen pondéré du capital. Ce modèle appelé également « ***free cashflow to the firm*** » est adapté pour des projets qui ont : – une volatilité modérée des cash-flows attendus, – un accès à l'endettement représentatif du secteur, – un bêta stable.
Modèle d'actualisation des cash-flows disponibles aux capitaux propres	Ce modèle actualise les cash-flows disponibles aux coût capitaux propres, « ***free cashflow to equity*** ». Il est particulièrement adapté aux entreprises des hautes technologies qui ont : – un bêta élevé, – des investissements et des besoins en fonds de roulement élevés, – des bénéfices n'apparaissant qu'après une première période d'activité, – de faibles dividendes ou des dividendes non disponibles, – un accès à l'endettement qui n'est pas représentatif du secteur.

Dans cette section, nous décrivons tour à tour ces méthodes d'estimation de la valeur financière d'un projet et nous concluons par la limite de l'approche par l'actualisation des cash-flows disponibles

Le modèle de croissance des dividendes

Comme l'ont montré les travaux de Gordon etShapiro[1], on peut dire qu'une entreprise dont la croissance attendue des dividendes est stable a une valeur actualisée d'une proportion de ses capitaux propres, V, (une action par exemple) qui peut s'écrire comme étant la valeur attendue du

1. Gordon Shapiro (1956) ; « Capital equipment analysis : the required rate of profit » ; *Management Science* ; octobre ; p. 102-110.

dividende l'année suivante, D_1, rapporté au coût des capitaux propres *k,* diminué d'un taux de croissance constant des dividendes, *g* :

$$v = \frac{D_1}{k - g}$$

Avec :
V : valeur de l'action aujourd'hui.
D1 : le dividende attendu par action pour l'année suivante.
k : coût des capitaux propres.
g : taux de croissance constant du dividende.

Suivant le modèle de Gordon et Shapiro on peut déduire le coût des capitaux propres, k, d'une entreprise cotée en bourse ou sa valeur financière. Par exemple, en 2003, l'entreprise Arston à versé un dividende par action de 1,5 livre sterling et l'action était cotée à 39 livres. L'estimation de la croissance des dividendes est de 6 % et elle est supposée être stable. Dans ce cas, le modèle de croissance des dividendes nous indique un coût des capitaux propres de 10 %. En effet, le dividende attendu par action pour 2004 est égal à : 1,5 × 1,06 = 1,59 livre. Le coût des capitaux propres = (1,59/39) + 0,06 = 10 %.

À l'inverse, nous pouvons calculer la valeur, V, de l'action de l'entreprise Arston à partir du coût des capitaux propres (10 % dans notre exemple), du dividende attendu, 1,59 livre, et de son taux de croissance, 6 % :
V = 1,59/(0,10 – 0,06) = 39
En d'autres termes, si le taux de rentabilité attendu d'un investisseur est de 10 % et qu'il anticipe une croissance annuelle et stable de 6 % du dividende par action, ce dernier étant de 1,5 livre pour 2003, l'investisseur valorisera l'action à 39 livres.

Cette approche de la valorisation des capitaux propres suppose que l'entreprise verse un dividende dès le début et que celui-ci progresse de façon constante vers l'infini avec *g*. Si ce modèle s'adapte bien aux entreprises qui ont une activité et une distribution de dividendes stables dans le temps, il trouve ses limites dans le cadre de projets innovants. D'une part, ces projets ne sont que rarement appelés à verser des dividendes stables dans les premières années de leur vie et, d'autre part, le taux de rentabilité exigé

par les investisseurs et les taux de croissance ne sont pas linéaires. Néanmoins, ce modèle pourra s'appliquer à des projets importants filialisés par de grandes entreprises et associés à des contrats de très longue durée, comme dans le bâtiment, ou à des contrats récurrent avec l'État, l'armée ou des grandes entreprises. En règle générale, cette méthode sera à éviter pour les projets de petite et moyenne dimension et ceux qui se positionnent sur des industries au bêta élevé.

La formulation de Bates, dont se sont inspirés Gordon et Shapiro, s'avère déjà plus propice étant donné qu'elle ne suppose pas un dividende constant mais discret et qu'elle permet de varier les taux d'actualisation en fonction du risque du projet qui devrait être décroissant avec le temps. Aussi précise et utilisée soit-elle, cette méthode s'appuie sur la répartition d'un bénéfice et considère également le dividende comme source de revenu pour un investissement donné. À nouveau, ce modèle est adapté aux entreprises qui génèrent des bénéfices supposés être ensuite distribués aux actionnaires.

Modèle d'actualisation des cash-flows disponibles à la firme : « free cashflow to the firm »

La valeur du projet est calculée en tenant compte des différentes sources de financements, donc en actualisant les flux de trésorerie disponibles de la firme après impôt au coût moyen pondéré du capital, le CMPC. Cette approche implique l'estimation du CMPC, des cash-flows disponibles annuels après impôts et de la valeur terminale. Si le premier paramètre a précédemment fait l'objet d'explications les deux autres sont présentés ci-après.

✔ *Les cash-flows disponibles ou « free cash flow – FCF »*

Les cash-flows disponibles sont les flux générés par l'ensemble des actifs d'un projet et libres de toutes les formes de rémunérations financières. L'estimation des cash-flows disponibles nous conduit dans un premier temps à calculer l'***EBITDA* (*« earnings before interests, taxes, depreciation and amortization »***, résultat sensiblement similaire à l'excédent brut

d'exploitation) diminué des provisions et des amortissements pour obtenir l'***EBIT* (*« earnings before interests, taxes »,*** résultat sensiblement similaire au résultat d'exploitation). Un exemple de ce calcul est présenté dans la première partie du tableau ci-après.

Précisons que le calcul des free cash-flows prend son origine dans l'estimation des revenus diminués des coûts opérationnels pour obtenir l'EBITDA. C'est donc sur des hypothèses de marché, ***« market assumptions »***, que sont évalués les revenus attendus des ventes :
– le revenu moyen par abonné appelé ***« ARPU »*** (*Average Revenue Per User)* pour les services,
– le nombre d'unités vendues à un prix de marché pour un produit,
– le taux de pénétration,
– le taux de croissance attendu.

Pour valider ces hypothèses, il faut se livrer à une étude comparée d'entreprises, un ***« benchmark »***, en comparant les projections du modèle de revenus des ventes attendus avec celles réalisées par les concurrents. Si l'investisseur peut anticiper une croissance particulièrement élevée des revenus des ventes lors du lancement d'un projet, il estime en général la valeur terminale de l'entreprise à partir des taux de croissance observés chez les concurrents. L'estimation des revenus des ventes est ouverte à de larges interprétations si elles ne sont pas argumentées. Des indications faibles seront synonymes de risques pour l'investisseur. La rémunération de l'investisseur étant croissante avec les risques d'un projet, il s'ensuivra inexorablement une dévalorisation du projet.

En revanche, lorsque l'on aborde l'estimation des coûts d'exploitations appelés ***« operational expenditure »,*** l'analyse devrait s'avérer plus fine car mieux maîtrisée. On distingue deux types de coûts : les coûts directs liés à la vente ou ***« Cost of Sales »*** et les frais généraux ***« Overhead Costs »***. Une sous-estimation des coûts signifie également une source de risque et entraînera une dévalorisation du projet.

Pour obtenir les « free-cash-flows », il faut soustraire à l'EBITDA l'impôt sur l'EBIT, la variation du besoin en fonds de roulement et les investisse-

ments. La deuxième partie du tableau de notre exemple présente ces opérations.

Exemple de calcul de cash-flows disponibles à la firme

	2002E*	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
EBITDA	**500**	**600**	**700**	**800**	**900**	**1000**
Dotations aux amortissements	(200)	(250)	(300)	(320)	(340)	(360)
EBIT	300	350	400	480	560	640
Impôts	(108)	(126)	(144)	(173)	(202)	(230)
Impôt	*36,0 %*	*36,0 %*	*36,0 %*	*36,0 %*	*36,0 %*	*36,0 %*
EBITDA – impôts	**392**	**474**	**556**	**627**	**698**	**770**
Variation du BFR	(100)	(120)	(140)	(160)	(180)	(200)
Investissements	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Cash-Flows disponibles	**(8)**	**54**	**116**	**167**	**218**	**270**

***E = estimé**

On peut aussi obtenir les cash-flows disponibles générés par un projet en les calculant de la manière suivante :
EBIT × (1-impôt)
– (investissements – dotations aux amortissements)
– variation du besoin en fonds de roulement
= Free cash-flows

L'estimation des cash-flows disponibles à l'horizon prévisionnel explicite doit être complétée de l'estimation de la valeur terminale. C'est en actualisant ces deux grandeurs et en les additionnant que nous obtiendrons une valorisation financière totale du projet.

La valeur terminale

Dès lors, on comprend l'importance de la valeur terminale qui devra être estimée par la méthode de croissance infinie des cash-flows disponibles ou par la méthode des multiples de sortie.

✔ *Méthode d'estimation de la valeur terminale par la croissance infinie des cash flows disponibles*

Cette première approche est adaptée aux projets qui s'inscrivent dans le long terme et qui impliquent des investissements dans de lourds actifs amortis sur une longue période. De même, cette approche est adaptée aux projets qui ont d'importantes barrières à l'entrée.
Ce type de projets est fréquent dans l'énergie, la construction ou encore le transport mais aussi dans les services et les biotechnologies ou les autres méta-technologies. On considère alors un taux de croissance des cash-flows élevé car ces grands projets bénéficient du soutien de grandes organisations. De plus, une croissance stable de ces cash-flows est attendue très rapidement après l'issue de la période d'ingénierie ou de recherche ou après l'autorisation de mise sur le marché pour les biotechnologies. La valeur terminale en *t* est :

$$VTt = (FCFt \times (1 + g))/(wacc-g))$$

Avec :
VTt : Valeur terminale en t
FCFt : free cash-flow normatif en t
wacc : coût moyen pondéré du capital
g : taux de croissance constant des FCF

Exemple d'actualisation des cash-flows disponibles à la firme

Dans l'exemple ci-dessous, nous avons envisagé l'étude de la valorisation d'un projet par la méthode d'actualisation des cash-flows disponibles à la firme. Nous avons imaginé un projet qui a une forte croissance du chiffre d'affaires lors des trois premières années pour, ensuite, connaître une croissance allant de 25 % à 17 % les quatre années suivantes. Enfin, cette croissance tend à se normaliser vers un taux de croissance à l'infini de 4 %, représentatif du secteur choisi pour notre exemple.

L'estimation des cash-flows actualisés disponibles à l'horizon prévisionnel explicite est calculée en actualisant chaque cash-flow disponible à un coût moyen pondéré du capital de 19 %. Par exemple, pour 2008, le cash-flow disponible actualisé est égal à : $5{,}325/(1+0{,}19)^5 = 2{,}231$ millions d'euros. La somme des free cash-flows actualisés disponibles à l'horizon prévisionnel explicite est égale à 17,224 millions d'euros.

Pour estimer la valeur terminale du projet, il faut définir à partir de 2013 un free-cash flow normatif, « ***standardized free-cash-flow*** », c'est-à-dire un cash-flow théorique estimé à partir des moyennes sectorielles en matière de dotations aux amortissements, aux investissements et aux variations de BFR. Dans notre exemple, nous avons considéré un cash-flow normatif égal à 11,422 millions d'euros.
La valeur terminale est alors égale au cash-flow normatif rapporté au CMPC diminué du taux de croissance infinie. Dans notre exemple $VTt = (11{,}422 \times 1{,}04)/(0{,}19 - 0{,}04) = 79{,}19$ millions d'euros. Lorsque l'on actualise la valeur terminale on obtient : $79{,}196/(1+0{,}19)^{10} = 13{,}9$ millions d'euros.
Dès lors, la valeur financière du projet est égale à la somme de valeur des cash-flows actualisés à l'horizon explicite et de la valeur terminale actualisée, soit dans notre exemple 17,224 + 13,91,237 = 31,13 millions d'euros.

✔ *La valeur terminale de projet et les multiples de sortie*

Cette approche s'adresse plus particulièrement à des projets de petite dimension ou à ceux dont l'estimation du taux de croissance présente de fortes incertitudes du fait d'un environnement fortement concurrentiel ou de faibles barrières à l'entrée comme dans le secteur de l'Internet. Le calcul de la valeur terminale avec les multiples de sortie repose sur l'hypothèse de la vente du projet à l'issue de la période t à un horizon de cinq ans. La valeur terminale est alors généralement fondée sur un multiple qui peut être le chiffre d'affaires, l'EBITDA ou l'EBIT méthode qui est développée dans la section suivante.

Calcul de cash-flows actualisés disponibles à la firme

Année	**2004 E**	**2005 E**	**2006 E**	**2007 E**	**2008 E**	**2009 E**	**2010 E**	**2011 E**	**2012 E**	**2013 E**
Chiffre d'affaires	20 000	45 000	90 000	120 000	160 000	200 000	240 000	280 000	310 000	330 000
EBIT	6 000	13 500	27 000	36 000	48 000	60 000	72 000	84 000	93 000	99 000
EBIT × (1-t)	3 840	8 640	17 280	23 040	30 720	38 400	46 080	53 760	59 520	63 360
Dotation aux amortissements	1 026	2 308	4 615	6 154	8 205	10 256	12 308	14 359	15 897	16 923
Investissements	– 2 700	– 6 005	– 11 700	–15 600	– 20 800	– 26 000	– 31 200	– 36 400	– 40 300	–42 900
Variation du BFR	– 2 150	– 4 800	– 7 200	– 9 600	– 12 800	– 16 000	– 19 200	– 22 400	– 24 800	–26 400
Cash-flows disponibles	16	143	2 995	3 994	5 325	6 656	7 988	9 319	10 317	10 983
Cash-flows actualisés	**13**	**101**	**1 778**	**1 992**	**2 231**	**2 344**	**2 364**	**2 317**	**2 156**	**1 929**

En millier d'euros. E = estimé.

Valorisation de l'entreprise par les flux de trésorerie disponibles aux capitaux propres

✔ *les cash-flows disponibles aux capitaux propres*

Cette méthode d'évaluation est particulièrement adaptée pour les projets de long terme au taux de croissance très élevé au début de leur vie et qui passent par une période de transition avant de se stabiliser. Ces projets laissent présager :

– un très fort taux de croissance du chiffre d'affaires lors de la première phase ;
– l'expansion du chiffre d'affaires est due à l'impact de chaque client gagné en début de période. Ceci signifie que le projet doit s'accompagner d'une force commerciale et de coûts marketing élevés pour atteindre les objectifs de conquête d'un marché. Ces coûts grèvent significativement le résultat d'exploitation (EBIT) ;
– d'importants investissements sont mis en œuvre pour être en mesure de produire le bien où le services et donc de réaliser le chiffre d'affaires. Ainsi, lors de la période de forte croissance, les investissements sont bien plus élevés que les dotations aux amortissements. Cette différence tend à s'estomper durant la seconde phase du projet pour finir à l'équilibre lors de la phase de stabilisation ;
– l'explosion du chiffre d'affaires s'accompagne inexorablement d'une envolée du besoin en fonds de roulement qui, s'il est mal géré conduit à la mort du projet. Les secteurs manufacturiers et de la distribution sont particulièrement sensibles à cet aspect et la construction de partenariats avec les fournisseurs constitue bien souvent la clé du succès. *A contrario*, le BFR tend à être laminé par la stabilisation de la croissance du chiffre d'affaires.

Il en résulte :

– des cash-flows négatifs au début de la vie du projet ;
– l'impossibilité de verser des dividendes pendant la première partie de la vie du projet ;
– un recours difficile à la dette, donc un faible ratio d'endettement ;

– un marché peu diversifié et/ou émergeant, donc risqué lors de la phase de croissance. Dans ces circonstances, le bêta est supérieur à celui du marché. C'est avec la diversification des sources du chiffre d'affaires que le bêta décroît dans le temps au même titre que le coût des capitaux propres.

✔ *Valorisation étagée : exemple d'un projet de télévision numérique terrestre*

Les possibilités de transmettre par les ondes terrestres des informations numériques et l'attribution de licence pour l'exploitation de fréquences offrent des opportunités de création de nouvelles chaînes télévisées. Imaginons le projet « Wellness TV », la chaîne du bien être et de la santé, porté par des personnes issues du secteur de l'audiovisuel. Une étude de valorisation financière est nécessaire pour convaincre les partenaires financiers et industriels.

• Période de croissance forte

Les spectateurs et annonceurs sont clairement identifiés et le chiffre d'affaires prévu est de 9 euros par action pour l'année de lancement. Le chiffre d'affaires doit suivre une croissance de 800 % après cette première année, puis de 650 %, 210 % et 70 % pour les années suivantes.

L'intense promotion commerciale de la chaîne entraîne des coûts opérationnels particulièrement élevés lors des trois premières années, coûts qui viennent grever le résultat d'exploitation dans de telles proportions que celui-ci est négatif en années 1, 2 et 3 (respectivement – 12, – 143 et – 128 euros par action). Pour les années 4 et 5, le chiffre d'affaires ayant considérablement augmenté, l'EBIT est de 15 puis de 160 euros par action.

Les dotations aux amortissements et les investissements sont également très élevés pour cette première période d'activité et plus particulièrement lors des trois premières années. Les dotations aux amortissements par action sont estimées pour les cinq années à hauteurs de 5 %, 7 %, 5 %, 3 %, et 2 % du chiffre d'affaires. Les investissements par actions sont quant à eux égaux à 15 %, 18 %, 12 %, 6 % et 3 % du chiffre d'affaires.

Étant donné que l'on cherche à évaluer le prix de l'action de l'entreprise, il nous faut extraire la dette des dotations aux amortissements diminuées des investissements. Si l'on suppose un ratio d'endettement de 10 %, le résultat est égal à (64,03 – 96,05) × (1 – 0, 10) soit – 28,81 euros par action en année 5. De même pour le calcul du besoin en fonds de roulement qui est égal à 10 % de la variation annuel du chiffre d'affaires par action, il faut affecter un coefficient de 0,9 étant donné le ratio d'endettement soit : 0,1 × (1883 – 608) × (1 – 0,1) = – 118,64 pour l'année 5. Ce résultat permet de remarquer à quel point le besoin en fonds de roulement représente un décaissement majeur en période de forte croissance.

• Période de transition

Dès le début de la période de transition, la croissance du chiffre d'affaires va connaître un net ralentissement, les nouveaux annonceurs étant peu nombreux et l'audience atteignant un palier. Pour l'année 6, la croissance attendue est de 14 % et elle décroît linéairement pour atteindre 6 % en année 10.

L'EBIT suit une croissance plus faible lors de cette période. Il est égal à 6 % du chiffre d'affaires par action pour l'année 6 et croît linéairement à un taux de 0,5 % annuels pour atteindre 8 % en année 10.

Les dotations aux amortissements se stabilisent dès le début de la période à 1,5 % du chiffre d'affaires par action. Les investissements en année 6 sont de 2,8 % du chiffre d'affaires et ce taux régresse de 0,2 % chaque année. Les investissements sont alors de 102,95 euros par action en année 10. Les besoins en fonds de roulement suivent le calcul que nous avions posé en période de forte croissance.

• Période stable

La croissance du chiffre d'affaires se stabilise à 4 % par an pour les années qui suivent l'année 10. Une diminution et une rationalisation des coûts conduit l'entreprise à stabiliser l'EBIT par action à 8 % du chiffre d'affaires par action pour les années à venir.

Les dotations aux amortissements et les investissements par action se stabilisent chacun à 1,5 % du chiffre d'affaires par action ce qui est la moyenne pour le secteur. Ainsi, les dotations aux amortissements et les investissements s'équilibrent ce qui correspond à une situation saine pour le long terme. Le calcul des besoins en fonds de roulement est similaire à la première période.

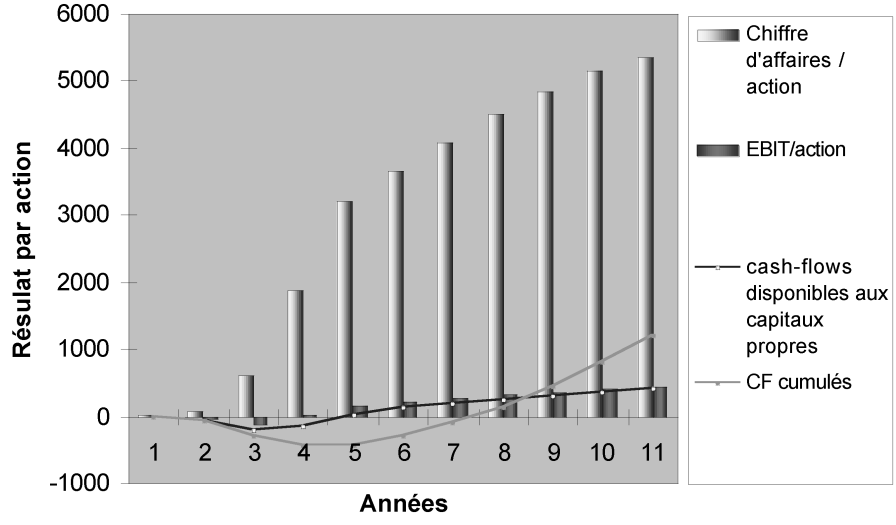
Calcul des cash-flows disponibles aux capitaux propres

Année	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**Normatif**
Croissance du chiffre d'affaires		800 %	650 %	210 %	70 %	14 %	12 %	10 %	8 %	6 %	4 %
Chiffre d'affaires/actions	9	81	608	1883	3202	3650	4088	4496	4856	5148	5353
EBIT/action	– 12	– 43	– 128	15	160	219	266	315	364	412	428
DAA*/action	0,45	6	30	56	64	55	61	67	73	77	80
Investissements	–1,35	– 15	– 73	–113	– 96	– 102	– 106	– 108	– 107	– 103	– 80
(investissements-DAA)(1-01)	– 0,81	– 8	– 38	– 51	– 29	– 43	– 40	– 36	– 31	– 23	0
(Variation du BFR**) (1-0,1)	– 0,16	– 6	– 47	– 115	– 119	– 40	– 39	– 37	– 32	– 26	– 19
cash-flows disponibles aux capitaux propres	– 13	– 57	– 213	– 151	13	136	186	242	301	362	410
Coût des capitaux propres	16,30 %	16,30 %	16,30 %	16,30 %	16,30 %	15,86 %	15,42	14,98 %	14,54 %	14,10 %	14,10 %
FCFE*** actualisés	– 11	– 42	– 136	– 82	6	56	68	79	89	97	96
FCFE*** actualisée cum	– 11	– 54	– 189	– 271	– 265	– 209	– 141	– 62	27	124	220

* DAA : dotations aux amortissements
** Besoins en fonds de roulement
*** cash-flows disponibles aux capitaux propres

Le tableau ci-après nous indique les cash-flows disponibles aux capitaux propres ainsi que les cash-flows actualisés et cumulés.
Le graphique ci-dessous permet de visualiser les projections financières des cash-flows disponibles aux capitaux propres (FCFE). On observe un « ***break-even*** », moment à partir duquel les FCFE deviennent positifs, lors de l'année 5 et la phase de « roll-out », phase la plus critique, au cours de l'année 3. La dénomination de cette phase trouve son origine auprès des investisseurs qui doivent à ce moment reconduire leur position, un « ***roll-out*** », en apportant les nouveaux capitaux nécessaires au développement du projet.
La courbe des cash-flows cumulés est également riche d'information puisqu'elle nous indique que c'est seulement au cours de la septième année que les cash-flows négatifs seront compensés par les cash-flows positifs. Cette période traduit en général le temps de portage avant que les investisseurs extérieurs, par exemple les capital-risqueurs, puissent réaliser une sortie avec succès.

Flux financiers et cash-flows disponibles aux capitaux propres



✔ *Calcul de la valeur de l'action de « Wellness TV »*

Étant donné les risques en début de projet, nous avons considéré un bêta de 1,6 alors qu'il est de 1,2 pour les entreprises du secteur de la télévision

câblée, secteur qui est parfaitement comparable. Avec un taux sans risque de 7,5 % et une prime de risque de 5,5 %, le coût des capitaux propres est égal à 7,5 + 1,6 * 5,5, soit, 16,3. Ainsi, les cash-flows disponibles aux capitaux propres sont actualisés à un coût des capitaux propres de 16,3 % pour la période de forte croissance.
Pour la période de transition, on considère un bêta qui décline linéairement de 1,6 en année 5 à 1,2 en année 10. Le coût des capitaux propres passent ainsi de 15,86 % à 14,1 %.

Années	Bêta	K*
6	1,52	15,86
7	1,44	15,42
8	1,36	14,98
9	1,28	14,54
10	1,2	14,1

* coût des capitaux propres en %

Nous retenons le bêta de l'année 10, donc un coût des capitaux propres de 14,1 % pour la période de croissance stable et nous faisons l'hypothèse que le projet aura une croissance infinie de 6 %. La valeur terminale sera égale à (409,75 × 1,06)/(0,141-0,06) = 5 362,11 euros par actions.

La somme des cash-flows disponibles aux capitaux propres actualisés aux taux que nous avons précédemment définis nous indique la valeur d'une action du projet « Wellness TV » : 1 557,37 euros.

	Valeur actualisée des FCFE*
Période de croissance	– 265,45
Période de transition	389,05
Période de stable	1483,8
Valeur d'une action	1557,37

* cash-flows disponibles aux capitaux propres

Les apports et les limites de la méthode d'actualisation des cash-flows

La méthode des cash-flows actualisés implique une analyse rigoureuse des projections financières du projet. Elle force l'analyste à comprendre l'activité et à identifier les transactions créatrices de valeur. Les professionnels de la finance apprécient et utilisent la méthode d'actualisation des cash-flows pour les entreprises qui sont sur des secteurs stabilisés et lorsque le projet est soutenu par une ou des entreprises disposant déjà d'une certaine expérience. Cette méthode prend particulièrement toute sa dimension dans les opérations de fusions et d'acquisitions, lorsque les entreprises ont un historique des revenus qu'elles génèrent. À l'opposé, cette méthode trouve ses limites dans le cas des start-up de par la difficulté à évaluer les « free cash flows ». Elle impose également de déterminer une valeur terminale de l'entreprise par l'évaluation d'un « état stable ». Si nous avons vu que cette valeur terminale représente en moyenne 50 % de la valeur des cash-flows actualisés, il n'est pas rare que la valeur terminale atteigne plus de 100 % pour les start-up. Là encore, l'évaluation est empirique et présente une certaine subjectivité. Les prévisions des cash-flows des premières années sont donc déterminantes car elles ont un impact direct sur la valeur terminale. Si, pour les grands projets, la période d'évaluation de la valeur terminale est de 11 à 15 années, elle est rarement supérieure à 10 années pour les projets de faible envergure, et l'on considérera même une période limitée à 5 ans pour les start-up. Pour le calcul de la valeur terminale par l'actualisation des cash-flows, on attachera une attention particulière aux hypothèses de croissance afin qu'elles soient en cohérence avec l'économie du secteur. Une alternative au calcul de la valeur terminale par la croissance infinie des cash-flows consiste à employer la méthode des multiples de valorisation qui est présentée dans la section suivante.

■ Valorisation de l'entreprise par les multiples

Les multiples de valorisation

Les concepts d'analyse destinés à l'investissement en fonds propres dans les entreprises en croissance reposent en premier lieu sur l'estimation de

la valeur de l'ensemble de l'entreprise. C'est sur cette estimation que l'investisseur est en mesure d'établir une évaluation des participations qu'il souhaite prendre au capital. Déterminer la valeur d'une entreprise aujourd'hui implique de savoir ce qu'elle vaudra demain. Lorsque l'on applique la méthode des cash-flows actualisés aux entreprises de haute technologie, il est parfois difficile de produire une évaluation en raison de pertes récurrentes en début de cycle et de la définition de la valeur terminale.

Les capital-investisseurs tendent à utiliser dans la grande majorité des cas la méthode des comparables pour déterminer les multiples de valorisation ou « ***comparable trading multiples*** ». Cette méthode consiste à déterminer la valeur attendue de l'entreprise en appliquant un multiple de valorisation aux revenus générés. Le multiple le plus connu mais sans doute le moins adapté aux entreprises de croissance est le PER, « ***price earnings ratio*** ».

$$\text{PER} = \frac{\text{Prix de l'action}}{\text{Bénéfice par action}}$$

Les multiples PER du tableau ci-dessus sont calculés en rapportant la capitalisation boursière des entreprises par secteur au bénéfice par action, appelé également « earnings per share ». Pour chaque entreprise, la capitalisation boursière, « ***market capitalization*** », est obtenue en multipliant le prix d'une action par le nombre total d'actions.
Prenons l'exemple d'une entreprise cotée dont les bénéfices par action sont de 2 euros et dont les titres sont échangés sur le marché à 20 euros. Le prix de marché de l'action a un multiple de 10 fois les bénéfices annuels par action. En d'autres termes la valeur de l'action est évaluée à 10 années de bénéfices.

Les bénéfices par action, BPA ou « ***earnings per share*** » **(*EPS*)**, sont calculés en divisant les bénéfices nets après impôts par le nombre total d'actions. Ce calcul se justifie dans la mesure où il n'y a pas de modification prévue du nombre d'actions par l'exercice de stock-options ou d'augmentation de capital. Dans le cas contraire, c'est le nombre d'actions moyen pondéré, appelé également « *weighted average shares outstanding* » (WASO), qui sera retenu.

PER et rentabilité par secteur

	PER au 31/12/99	PER au 31/12/01	Rentabilité des capitaux Propres au 31/12/99	Rentabilité des capitaux propres au 31/12/01
DJ Euro Stoxx Automobile	12,9 x	18,1 x	13,72 %	9,49 %
DJ Euro Stoxx Construction	20,7 x	15,2 x	12,87 %	12,06 %
DJ Euro Stoxx Cyclical G&S	27,8 x	70,6 x	12,77 %	8,07 %
DJ Euro Stoxx Energy	20,3 x	12,8 x	14,83 %	16,32 %
DJ Euro Stoxx Food & Beverage	19,5 x	20,0 x	22,86 %	20,82 %
DJ Euro Stoxx Healthcare	26,5 x	33,4 x	13,27 %	16,22 %
DJ Euro Stoxx Media	36,7 x	34,9 x	14,10 %	5,78 %
DJ Euro Stoxx Technology	62,1 x	220,9 x	15,54 %	6,09 %
DJ Euro Stoxx Telecoms	55,9 x	70,1 x	12,06 %	4,07 %
DJ Stoxx Automobile	12,9 x	18,1 x	13,67 %	9,46 %
DJ Stoxx Construction	17,6 x	14,9 x	12,97 %	11,69 %
DJ Stoxx Cyclical G&S	22,3 x	33,4 x	12,63 %	8,94 %
DJ Stoxx Energy	21,4 x	12,9 x	14,90 %	14,58 %
DJ Stoxx Food & Beverage	17,2 x	18,5 x	20,41 %	20,39 %
DJ Stoxx Healthcare	26,8 x	26,5 x	20,49 %	20,48 %
DJ Stoxx Media	38,6 x	45,0 x	15,81 %	6,08 %
DJ Stoxx Telecommunication	52,9 x	55,0 x	11,57 %	3,25 %

Sources des données permettant les calculs : Jacques Chaline Finance

$$\text{BPA} = \frac{\text{Bénéfices net après impôts}}{\text{Nombre moyen pondéré d'actions}}$$

Par exemple, si le PER est de 20 et les bénéfices nets de 10 millions d'euros, la capitalisation boursière est de 200 millions d'euros.

Exemple de calcul de la capitalisation boursière

	Par action	Pour l'entreprise
Capitalisation boursière	€ 20	€ 200 000 000
Bénéfices nets	€ 1	€ 10 000 000
PER	20 x	20 x
Nombre d'actions	1	10 000 000

Il existe autant de mesures de multiple de valorisation qu'il existe de définitions des revenus de l'entreprise. Cependant, les investisseurs en capital accordent une attention particulière à trois autres mesures de revenus :
– le chiffre d'affaires ;
– les profits avant intérêts, taxes, provisions et amortissements, appelés aussi « ***EBITDA, Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*** » ;
– le résultat d'exploitation appelé aussi « ***EBIT, earnings before interest and taxes*** ».

On peut également calculer un multiple de valorisation en fonction d'autres indicateurs tels que le total de l'actif, les statistiques (nombre de clients, nombre de pages vues pour un site Internet, …), mais ces mesures tendent à être délaissées par les analystes.
Le choix de la mesure se fera en fonction du secteur dans lequel l'entreprise exerce son activité, du risque et de la difficulté à prévoir les bénéfices, autant de variables qui servent de support des hypothèses de départ.

Méthode d'application des multiples par les investisseurs

Les investisseurs en capitaux utilisent très couramment les multiples des revenus pour définir une valeur de l'entreprise. Les questions concernent essentiellement le choix du type de revenus et de la période à considérer. Cette période correspond à la durée pendant laquelle le capital-investisseur accompagne l'entreprise avant de se désengager. Elle est en moyenne de 7 ans en incluant les entreprises avec lesquelles les capital-investisseurs sont « collés ». Les entreprises à succès sont accompagnées par les capital-investisseurs pendant trois ou quatre années selon la réactivité du secteur. Par exemple dans le domaine des logiciels, la période d'accompagnement sera courte. La période à considérer est donc celle pour laquelle la date de sortie est anticipée.
La valeur de l'entreprise est estimée par le produit du multiple de valorisation et des revenus attendus au moment de la sortie. La valeur obtenue est ensuite actualisée au CMPC. Lorsqu'il s'agit d'une entreprise qui n'a pas accès à la dette, le CMPC sera le coût des capitaux propres.

Exemple de valorisation financière et de partage du capital

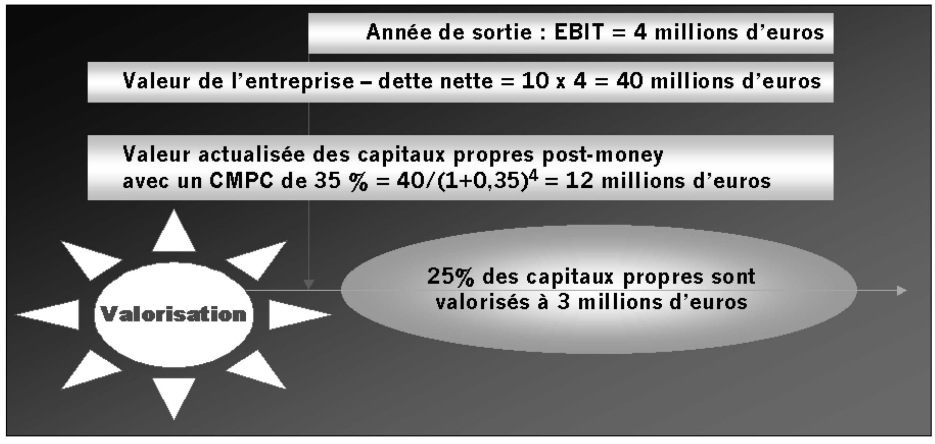
Pour estimer la valeur de l'investissement, l'investisseur détermine la valeur potentielle de l'entreprise quatre années après son investissement, à partir des projections financières qui lui semblent raisonnables, comme par exemple dans le tableau suivant.

Exemple de valorisation d'une entreprise par la méthode des multiples

€ 000 000	2002	2003	2004	2005	2006
Projections des EBIT	– 1,2	– 0,3	0,6	1,7	4
Multiple de valorisation					10
Valeur de marché à la sortie					40
Valeur actualisée avec CMPC 35 %	– 3				12

Pour estimer la valeur des capitaux propres, la première étape consiste à calculer la valeur de marché de l'entreprise au moment de la sortie qui, dans ce cas, est planifiée en 2006. Il faut alors déterminer un multiple de valorisation (10 dans notre exemple) et l'affecter à l'EBIT projeté en 2006 pour obtenir la valeur de marché de l'entreprise, soit 4*10 = 40 millions d'euros. Cette valorisation est également appelée « valorisation terminale de sortie par les multiples ». Le choix du multiple de valorisation est primordial pour l'application de cette méthode et nous développons ultérieurement la manière dont il doit être calculé.
La deuxième étape consiste à actualiser la valeur de sortie obtenue. En actualisant au CMPC de 35 %, la valeur des actions post-money de l'entreprise fin 2002 est égale à $40/(1+ 0{,}35)^4$, soit 12 millions d'euros si la dette nette est nulle. Ainsi, un investisseur qui injecte 3 millions d'euros fin 2002 devrait en contrepartie négocier 25 % du capital (3/12). Le graphique ci dessous illustre cette méthode de calcul de valorisation.

Exemple de valorisation d'un investissement par la méthode des multiples



Valorisation et taux interne de rentabilité d'un investissement

Nous avons pu constater qu'à partir des projections financières, trois étapes sont nécessaires pour évaluer l'entreprise. Chacune de ses étapes implique des critères de valorisation qui sont décrits dans le graphique ci-dessous.

Les étapes et les critères de valorisation

1 – Identifier quelles sont les entreprises cotées en bourse ou non-cotées qui présentent des similarités avec l'entreprise cible (secteur, taille et géographie). Choisir une majorité d'entreprises situées dans le pays car elles ont en général le même taux de croissance des ventes et de prévision des bénéfices. Ces informations peuvent être facilement obtenues à partir des rapports annuels, de sources d'informations accessibles sur Internet ou de base de données.

2 – Déterminer à quel multiple de valorisation du chiffre d'affaires, de l'EBITDA, de l'EBIT ou du résultat net, les actions de ces entreprises sont échangées.

3 – Appliquer le multiple de valorisation aux revenus attendus de l'entreprise cible à partir des projections financières au moment de l'année de sortie pour établir la valeur future de l'entreprise.

Les investisseurs en capitaux se soucient principalement du prix dont ils doivent s'acquitter pour détenir une partie du capital, du prix auquel ils pourront revendre leurs actions et à quel moment. C'est l'ensemble de ces paramètres qui permet à l'investisseur de calculer le taux interne de rentabilité, « ***Internal Rate of Return*** » **(*IRR*)**, en fonction du prix d'acquisition des actions de l'entreprise. C'est de cette manière qu'un investisseur élabore sa proposition de prix d'achat des actions en fonction du taux d'actualisation qu'il requiert. Si la technique d'évaluation des actions par les investisseurs est rapide, sa qualité dépend des efforts mis en œuvre pour la validation des hypothèses relatives aux projections financières, au multiple de valorisation et au taux d'actualisation.

Définition du multiple de valorisation

✔ *Calcul de la valeur des entreprises comparables*

Au même titre que la valeur d'un appartement ayant une belle vue sur les jardins du Luxembourg à Paris se négocierait à 10 000 euros le m^2, une entreprise se négocie à X fois le montant de ses revenus attendus. Dans les secteurs traditionnels, les multiples de valorisation sont par exemple de 0,7 fois le chiffre d'affaires pour un salon de coiffure et de 0,8 fois le chiffre d'affaires pour une pharmacie. Le multiple de valorisation est donc fonction du du secteur d'activité et s'évalue à partir d'un échantillon représentatif d'entreprises jumelles cotées sur le marché boursier. Pour chaque entreprise jumelle il faut évaluer sa valeur de marché puis la rapporter aux revenus générés afin d'en déduire son multiple de valorisation. C'est en faisant la moyenne des multiples obtenus sur l'échantillon des entreprises jumelles que l'on définit le multiple à appliquer à l'entreprise cible.

$$\text{Multiple de valorisation} = \frac{\text{Valeur d'entreprise}}{\text{Revenus}}$$

Valeur de l'entreprise jumelle : Calculer la valeur d'une entreprise, « ***enterprise value*** » (***EV***), consiste à estimer sa capacité à générer des profits en ignorant délibérément la manière dont elle finance son actif. On

cherche par conséquent à neutraliser les effets liés à la structure du capital. Pour calculer l'EV d'une entreprise, on additionne la valeur de marché des capitaux propres à la valeur de marché de la dette et on retranche la trésorerie, le « ***cash*** ».

Exemple de calcul de la valeur d'une entreprise

Valeur de marché des capitaux propres	100 000 000 Euros
Dettes financières	50 000 000 Euros
Trésorerie	– 5 000 000 Euros
Valeur de l'entreprise – EV	**145 000 000 Euros**

Ainsi, pour une entreprise cotée on évaluera dans un premier temps sa capitalisation boursière. La capitalisation boursière est le produit du prix de l'action par le nombre total d'actions cotées et non-cotées, « ***fully diluted shares*** ». Par exemple, pour une entreprise dont le prix de vente des actions sur le marché est de 10 euros et dont le capital est divisé en 10 000 000 d'actions, la capitalisation boursière est de 100 millions d'euros. Une nuance doit néanmoins être apportée à notre calcul si l'entreprise a un ou plusieurs plans de stock-options, ce qui est le cas de la plus part des entreprises technologiques. Lorsque les options sont « ***in the money*** », c'est-à-dire que le prix de l'action est supérieur au prix de l'exercice, on peut anticiper l'exercice des stock-options. Il en résulte un encaissement qu'il faudra déduire de la dette nette car il est au bénéfice de la trésorerie. Les stock-options « ***out the money*** » ne sont jamais exercées et un retraitement n'est pas nécessaire dans ce cas.

Dans un deuxième temps, on évalue la valeur de marché de la dette, « ***debt at market value*** », qui n'est pas la valeur comptable de la dette, « ***debt at book value*** ». En effet, pour une entreprise proche de la faillite, la valeur de marché de la dette tend vers zéro. *A contrario*, pour une entreprise qui était risquée et qui a prouvé sa stabilité, la valeur de marché de la dette se trouve augmentée. Les données de la valeur de marché de la dette restent cependant difficilement accessibles. On supposera alors que la valeur de marché de la dette d'entreprises cotées est sensiblement

équivalente à leur valeur comptable. L'incidence de cette hypothèse sur la valeur d'une jeune entreprise est faible étant donné qu'elles sont peu endettées. En revanche, les LBO sont fortement endettées et prendre la valeur comptable de la dette peut avoir un impact significatif sur l'évaluation. Il faudra donc sortir de l'échantillon les entreprises qui sont en difficultés.

✔ *Les différents multiples de valorisation*

On peut rapporter la valeur de marché d'une entreprise, l'EV, ou la valeur de ses capitaux propres par sa capitalisation boursière à un nombre varié d'indicateurs tels que les revenus, les bénéfices nets, le nombre d'employés, les parts de marché, le nombre de clients pour déterminer un multiple de valorisation. Pour obtenir un multiple qui soit le plus pertinent possible, nous conseillons d'utiliser l'EV et de la croiser avec plusieurs mesures des revenus. Ces derniers sont sans doute le meilleur choix étant donné qu'ils dépendent de données comptables au format standardisé, donc comparables entre plusieurs entreprises :
– Chiffre d'affaires,
– EBITDA,
– EBIT,
– Résultat net.

Plus l'entreprise est jeune et appelée à croître rapidement plus on s'orientera vers des indicateurs en haut du compte de résultat. En effet, si les investissements de départ sont importants on obtiendra des multiples négatifs, ce qui ne peut pas être soumis à interprétation. On retiendra tout de même le revenu le plus proche du résultat net.

• Multiple EV rapporté au chiffre d'affaires
C'est certainement l'indicateur le plus employé dans les secteurs traditionnels du commerce. Plus rarement utilisé dans les entreprises technologiques, ce multiple présente l'inconvénient de ne pas refléter la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices. Néanmoins, cet indicateur est employé par les investisseurs lorsqu'ils ciblent des opérations à risque dans des secteurs où ils sont obligés de remonter jusqu'au chiffre d'af-

faires pour calculer un multiple (par exemple dans le secteur de la biotechnologie). En raison des risques liés à l'incertitude des résultats nets futurs, les valorisations faites avec ce multiple s'accompagnent d'un taux d'actualisation élevé.

• Multiple EV rapporté à l'EBITDA
Cet indicateur est le plus employé aux États-Unis par les investisseurs. La première raison est qu'il permet de remonter dans le compte de résultat pour les projets d'entreprises innovantes. La deuxième raison est que si les entreprises sont vraiment comparables avec l'entreprise ciblée, elles ont le même niveau de dotations aux amortissements car dans le cas contraire, il y aurait sur ou sous-investissement.

• Multiple EV rapporté à l'EBIT
Ce multiple est sans aucun doute le plus précis et le plus employé en Europe. L'EBIT est l'indicateur qui entretient la plus forte corrélation avec la valorisation des entreprises et la création de valeur.

• Multiple valeur des capitaux propres rapportés au résultat net
Bien qu'étant le plus employé sur les places financières, le ratio appelé communément PER est l'indicateur le moins pertinent pour les entreprises de haute technologie. En effet, les éléments financiers sous-jacents au financement de l'entreprise, tels que les dépenses exceptionnelles, ou encore les jeux d'écriture à but d'économie fiscale ont un fort impact sur le résultat net. Cet indicateur tend davantage à démontrer les qualités administratives des dirigeants plutôt que les performances financières de l'entreprise.

• Autres multiples
D'autres multiples financiers et non financiers ont servi à la valorisation des entreprises entre 1995 et 2000. L'indicateur favori des banques et des compagnies d'assurances était le « ***market to book ratio*** », l'EV rapportée à la valeur comptable. Dans le cadre des entreprises technologiques, on ne pourra pas retenir cet indicateur étant donné qu'il n'entretient pas de relation avec les valeurs de marché.

D'autres ratios atypiques tels que le nombre de pages vues, de clients, etc., exposent également l'investisseur à des risques importants de sur valorisation.

✔ *Exemples de valorisation*

Dans le tableau ci-dessous nous calculons tout d'abord la valeur d'une entreprise jumelle cotée en bourse.

Exemple de calcul de multiple de valorisation

Capitalisation boursière	**5 300 000** Euros
Valeur de marché de la dette	3 000 000 Euros
Trésorerie	– 300 000 Euros
Valeur de l'entreprise (EV)	**8 000 000 Euros**

Ensuite nous calculons l'excédent brut d'exploitation, l'EBIT et le résultat net.

Revenus	
Excédent brut d'exploitation Amortissements et provisions	**600 000** Euros 50 000 Euros
EBIT	**650 000** Euros
Intérêts Impôts	150 000 Euros 200 000 Euros
Résultat net	**300 000** Euros

Enfin nous calculons les multiples de valorisation sur les trois indicateurs.

	EV/EBE	EV/EBIT	PER
Numérateur	8 000 000	8 000 000	5 300 000
Dénominateur	600 000	650 000	300 000
Multiple	**13,3**	**12,3**	**17,6**

C'est en répétant ces opérations sur au moins 8 entreprises jumelles qu'on peut définir le multiple moyen ou médian de valorisation à appliquer à une entreprise cible. Le multiple retenu sera celui qui est le plus représentatif

entre les différentes entreprises étudiées. On préférera ainsi choisir le multiple médian plutôt que le multiple moyen.

Dans l'exemple suivant, les multiples de valorisation d'entreprises jumelles s'échelonnent de 12,8 à 18,1 fois l'EBIT. La fourchette de valorisation de l'entreprise cible est comprise entre 256 et 362 millions avec un EBIT attendu de 20 millions d'euros.

Exemple de valorisation des capitaux propres par la méthode des multiples

€ 000 000	**Bas**	**Moyenne**	**Médiane**	**Haut**
Ebit	20	20	20	20
Multiple	× 12,8	× 15,3	× 16,2	×18,1
EV	**256**	**306**	**324**	**362**
Trésorie	– 10	– 10	– 10	– 10
Dettes	150	150	150	150
Capitaux Propres	**116**	**166**	**184**	**222**

Pour parfaire cette appréciation, il faudra au demeurant exclure de l'échantillon les entreprises aux multiples très élevés ou très faibles ainsi que les entreprises qui s'écartent du profil de la cible pour éviter les biais de valorisation. Les cas les plus fréquents sont les entreprises beaucoup plus grandes ou plus petites que la cible, n'ayant donc pas la même structure de coûts, celles qui sont déficitaires alors que toutes les autres sont bénéficiaires. Dans le cas présenté on choisira un multiple de valorisation de 16,2 fois l'EBIT ce qui porte la valeur de l'entreprise à 324 millions d'euros et la valeur des capitaux propres à 184 millions d'euros.

Pour le calcul de la valeur actualisée de cette entreprise, il faudra prendre :
– le coût moyen pondéré du capital si le calcul se rapporte à l'EV,
– le coût des capitaux propres si le calcul se rapporte aux capitaux propres.

	Explications
Secteur	On choisira des entreprises dans le même secteur industriel. Certaines entreprises sont classées volontairement ou par réorientation des activités dans des secteurs qui ne leur correspondent pas directement. Le chiffre d'affaires par activité est un indicateur qui permet de valider le positionnement industriel de l'entreprise.
Lieu géographique	Les entreprises doivent se situer dans le même pays ou dans une même zone géographique : Europe, Asie, États Unis… Valoriser une entreprise européenne en la comparant à une entreprise sud-américaine vous amènera sans doute à une très forte sur-évaluation. Les différences des normes comptables entre les différents pays sont également des sources de problèmes dans l'évaluation.
Taille	Les entreprises de grande taille ont des activités diversifiées, il est donc préférable de choisir des « pure players » de taille petite ou moyenne.
Rentabilité	Les entreprises sélectionnées doivent être rentables.
Taux de croissance	Le pourcentage de croissance doit être similaire. On retiendra des entreprises qui ont des taux de croissance compris entre 8 et 15 %.
Place de cotation	Introduire dans la liste des entreprises cotées sur des marchés différents peut conduire à d'importants écarts d'évaluation. Par leur taille, les entreprises cotées sur un premier marché ont des activités diversifiées en comparaison avec les entreprises cotées sur un marché de valeurs de croissances qui ont des activités ciblées et au taux de croissance plus important. On écartera les entreprises dont le chiffre d'affaires représente moins de 50 % de l'activité de l'entreprise cible.
Structure du capital	La structure du capital doit être sensiblement comparable. On constate par exemple que les entreprises des technologies de l'information cotées sur le Nouveau Marché ont un endettement à long terme pour ainsi dire inexistant. Les comparer avec des entreprises aux structures équilibrées est une source d'erreurs graves dans l'évaluation.
Données	Il faut accorder une attention particulière à la validité des données. Les bases de données ne sont pas exemptes d'erreurs et par expérience, sur dix entreprises, on peut s'attendre à deux erreurs ou à des informations incomplètes. Lorsque l'on s'apprête à investir plusieurs millions d'euros, il est préférable d'utiliser les documents originaux pour une évaluation définitive.

■ Erreurs d'évaluation, effets de dilution et conflits

La qualité des données

Les limites de la méthode d'évaluation par les multiples est évidente et réside dans le choix des entreprises jumelles. Ce choix est fondé sur des critères qualitatifs et s'accompagne de biais par la subjectivité des jugements. Il est donc essentiel de procéder à un croisement des résultats obtenus avec les différentes mesures de la valeur de l'entreprise mais aussi de disposer de données fiables. Une liste idéale d'entreprises comparables doit comprendre de six à dix entreprises avec les critères de sélection suivants.

Construire une grille avec plus de six entreprises répondant aux critères indiqués ci-dessus est un exercice difficile voire impossible dans la plupart des cas. Il faudra faire preuve d'adaptation en fonction de l'entreprise étudiée. Lorsqu'il s'agit d'entreprises très innovantes on est parfois dans l'impossibilité de trouver une entreprise jumelle. On tentera alors un rapprochement avec des entreprises issues d'une autre industrie dont on attend un développement identique. Dans ce cadre on accepte une plus grande exposition au risque dont on tiendra compte dans l'actualisation de la valeur des capitaux propres.

Les effets de dilution

L'effet de dilution apparaît lorsqu'il y a une émission d'actions nouvelles, « ***new equity issue*** ». A profits équivalents, les profits par actions des actionnaires existants sont alors réduits du fait qu'ils sont partagés sur un plus grand nombre d'actions. Remarquons que les opérations de « ***split*** » n'ont pas d'effet de dilution étant donné qu'elles consistent à convertir par équivalence une action en un nombre déterminé de nouvelles actions.
Dans l'activité d'investissement en fonds propres, il existe deux raisons principales qui conduisent à des effets de dilution :
– la levée de nouveaux fonds lors de tours de table,
– l'exercice d'instruments dérivés : Stock-options, BSA, BSCPE, obligations convertibles, ORA, OCEANE…

Si, *a priori*, la dilution du capital a un effet négatif sur la richesse des actionnaires, il faudra se rappeler que dans tous les cas l'entreprise accroît ses ressources financières par l'exercice de stock-options ou par la souscription d'investisseurs à une émission d'actions nouvelles. Il faut alors se questionner sur l'emploi de ces nouvelles ressources et sur ce qu'elles vont rapporter aux actionnaires existants. Si l'entreprise peut générer davantage de richesse, alors la valeur des bénéfices par action pour l'ensemble des actionnaires peut être supérieure après dilution.

En effet, l'entreprise peut utiliser ses nouvelles ressources pour rembourser sa dette ou investir dans de nouveaux projets, ou encore investir dans des obligations d'État. Si l'on suppose que l'entreprise investit dans des obligations, les revenus des intérêts vont augmenter et s'additionner aux bénéfices par action après impôts. Si la dette est remboursée, ce qui est fréquemment le cas, les dépenses d'intérêts vont décroître et les bénéfices par action après impôts vont augmenter.

Avant d'engager des fonds dans une entreprise, il est indispensable d'anticiper les problèmes liés à des effets de dilution et certaines précautions sont à prendre. Notons avant tout que lorsqu'un investisseur parle d'acquérir 20 % des actions pour 5 millions d'euros, il s'agit de 20 % des capitaux après dilution, « ***fully diluted stake*** ». Après avoir rappelé cette question de vocabulaire qui peut conduire à de graves incompréhensions, on ne saurait suffisamment insister sur l'importance d'avoir lu l'ensemble des documents originaux, surtout à l'occasion d'un deuxième ou d'un troisième tour de table. On s'attachera à une analyse approfondie, d'une part parce que les plans de stock-options et de warrants sont souvent complexes et, d'autre part, parce que l'émission de nouvelles actions dépend contractuellement de l'atteinte d'objectifs. On peut ainsi supposer qu'un dirigeant détenant des stock-options à un prix strike de 100 euros avec une maturité de moins d'un an a peu de chance d'exercer ses droits si l'action est évaluée ce jour à 15 euros. L'option étant complètement « ***out of money*** » il y a peu de chance qu'il y ait dilution. *A contrario*, une entreprise qui a rempli ses objectifs peut être conduite à convertir sa dette en actions et à émettre de nouvelles actions, ce qui est le cas pour de nombreuses entreprises financées par capital-investissement. Dans ce cas, il y a bien évidemment un effet de dilution dont l'investisseur devra évaluer l'impact sur la valeur des actions.

Multiples de valorisation dans les négociations

La méthode des multiples employée par les investisseurs a l'intérêt d'offrir rapidement une évaluation de la valeur de marché de l'entreprise. Cette première évaluation permet au capital-investisseur de décider d'aller plus loin dans ses investigations coûteuses. Il devra en effet produire de nombreuses expertises tant sur le contenu technologique que sur l'étude du marché en vue du « ***closing*** ». Dans une vaste majorité des cas, on observe une évaluation de l'entrepreneur souvent 3 à 5 fois supérieure à celle des sociétés d'investissement.

Imaginons que notre première approximation conduit à une évaluation post-money de 50 millions d'euros pour les capitaux propres. L'entrepreneur quant à lui souhaite que l'investisseur détienne plus de 10 % du capital pour un investissement de 20 millions d'euros. Cette offre signifie pour un investisseur que l'évaluation pré-money est de 30 millions d'euros contre 170 millions ce qui laisse envisager une longue et difficile négociation. D'autant plus que les entreprises font souvent l'objet d'un premier financement par des *business angels* qui ont tendance à surévaluer l'entreprise dans des proportions démesurées. Pour éviter toute perte de temps, les capital-investisseurs proposent leur offre de prix qui, si elle n'est pas acceptée, conduit à une rupture des négociations. Les *business angels* trop ambitieux sont alors appelés « ***deal breakers*** » car ils sont synonymes de soucis jusqu'au closing et bien après encore. Il est donc important que l'entrepreneur se renseigne sur la réputation du *business angel* avant de l'inviter au premier tour de table.

Dans ce processus d'enchères, certains capital-investisseurs partent de très bas en matière de valorisation de l'entreprise pour tester les entrepreneurs. Dans le but d'écarter les entreprises au bord de l'asphyxie, en quête d'un tour de financement de survie ou de projet non viable, les capital-investisseurs disposent d'un avantage crucial dont ils jouent : le temps. C'est seulement après une période de trois mois comportant environ trois rendez-vous qu'ils seront susceptibles de réviser leur offre à la hausse. L'acceptation par un entrepreneur d'un niveau de valorisation faible de son projet (valorisation argumentée de façon orale par le capital-investisseur) signifie en général pour le capital-investisseur qu'il est en présence d'un projet non-viable et que l'entrepreneur cherche à lever des fonds pour en tirer des intérêts personnels. Il est donc primordial pour un entrepreneur d'être cons-

cient de la valeur de marché de son entreprise et de ne pas hésiter à refuser des offres sous-évaluées de la part des capital-investisseurs. Si le temps est l'allié du capital-investisseur, il l'est tout autant du porteur de projet économiquement viable. Ce-dernier devra mettre les investisseurs en concurrence pour optimiser le prix d'équilibre des actions à céder.

Les indicateurs faibles : PER et valeur nette

✔ *Le PER : un multiple risqué*

La plage des multiples obtenus conduit à un écart de valorisation fréquemment supérieur de 30 %. L'évaluation de la valeur des capitaux propres sera alors fonction du risque présenté par l'entreprise. Le niveau de risque s'apprécie en fonction de la qualité du projet, des dirigeants et des autres facteurs relatifs aux espérances de rentabilité. Dans les secteurs traditionnels comme l'automobile, l'historique et la maîtrise du marché permettent d'anticiper les perspectives de rentabilité avec une certaine fiabilité. On observe des multiples qui atteignent 30 fois les bénéfices. En d'autres termes, cela signifie qu'il faut 30 ans de bénéfices supposés constants pour rembourser le prix d'achat de l'action sans tenir compte d'un taux d'actualisation. Trente ans est une longue période qui témoigne d'une grande confiance de la part des investisseurs. Ainsi, l'entreprise est d'autant mieux valorisée qu'elle présente de faibles risques pour des bénéfices attendus importants.
Savoir communiquer financièrement sur les perspectives de rentabilité tout en sécurisant les investisseurs est un exercice de rhétorique fondamental pour l'entrepreneur. Il en résulte des levées de fonds plus importantes pour une acquisition moindre du capital par les investisseurs. De plus, les contrats de participation se traduiront par la simple acquisition d'actions plutôt que par la mise en œuvre de contrat(s) optionnel(s). Générateurs de coûts de transaction, ces contrats sont signés au détriment de la richesse des actionnaires. Plus ils sont sophistiqués plus l'investisseur s'orientera vers un faible multiple et un taux d'actualisation élevé. Bon nombre d'entreprises sont alors tellement sous-évaluées que les entrepreneurs préfèrent abandonner leur projet.
L'histoire récente nous a montré qu'aussi étayés qu'ils soient, les raisonnements peuvent conduire à une sur-évaluation exponentielle des valeurs lorsqu'il y a un phénomène d'enchère et un manque d'expertise du

secteur. Pour des investissements en capital, nous retiendrons des PER compris entre 12 et 15 pour les activités risquées voire moins si les perspectives d'usage du produit ou du service par le marché sont encore mal définies. Il est préférable de revoir les PER à la hausse au fil des tours de financement plutôt qu'à la baisse ! Dans le cas où la concurrence entre apporteurs de fonds est intense, on cédera la priorité au plus ambitieux.
Pour se prévenir d'une surévaluation de l'entreprise, on peut croiser le multiple de valorisation obtenu avec des multiples issus d'indicateurs de nature différente. Par exemple, pour les fournisseurs d'accès Internet ou les opérateurs téléphoniques, on croisera les multiples obtenus avec le chiffre d'affaires rapporté au nombre d'utilisateurs.

✔ *Sous-évaluation par calcul de la situation nette comptable et réévaluée*

La situation nette comptable et la situation nette réévaluée sont des mesures patrimoniales qui sont fonction du passé de l'entreprise mais qui peuvent vous conforter dans votre jugement. Si pour les start-up Internet cette évaluation présente peu d'intérêt, car proche de zéro, elle a plus de sens dans les entreprises de haute technologie. En effet, on valorise l'acquis et l'avance technologique par le montant investi en R&D. Cela revient à évaluer la valeur de l'entreprise par le coût de création « ***Cost of Create*** ». En d'autres termes, une valorisation répondant à la question : « Combien me faudrait-il aujourd'hui pour créer cette technologie ? ».
Par cette méthode on obtient en général des valorisations relativement basses et peu adaptées pour un tour de table.

Ce chapitre a abordé les méthodes qui permettent de définir une plage de valorisation financière de projet. L'étendue de cette plage est croissante avec les risques endogènes et exogènes au projet. Nous avons pu remarquer que les investisseurs tendent à d'autant plus sous-évaluer un projet qu'il paraît être risqué, ce qui provoque des conflits d'intérêts. L'ingénierie financière apporte des solutions qui viennent compenser l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les instigateurs de projet car elle permet l'alignement d'intérêts entre les parties. Mais avant de l'aborder, le prochain chapitre sera consacré à l'évaluation financière des projets et des marques.

Chapitre 2

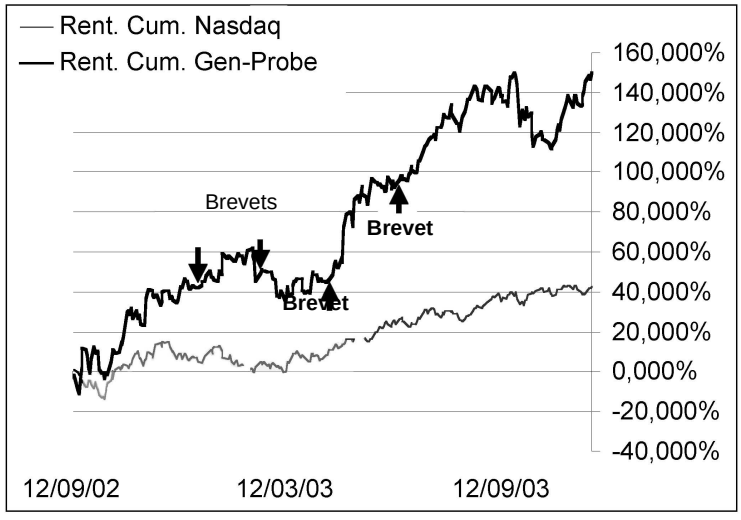
VALORISATION FINANCIÈRE DE LA PROPRIÉTÉ INTELLECTUELLE

Le financement d'entreprise dépend de la capacité des dirigeants à produire de l'information sur le potentiel de croissance de leurs projets. Un investisseur peut éprouver des difficultés à différentier les projets entre eux ; l'orientation des capitaux se fait alors en fonction des statistiques sectorielles dont il dispose. Un tel contexte d'asymétrie d'information est caractéristique des secteurs de haute technologie et peut conduire à des décisions non-optimales d'investissement ou à d'importantes sous-évaluations.
Le versement de dividendes élevés constitue une première solution lorsqu'une entreprise performante souhaite se différencier de celles qui le sont moins. Néanmoins les limites de cette politique sont évidentes dans le cadre de projets de haute technologie car les bénéfices sont généralement éloignés dans le temps. Dans le chapitre 3 je propose des solutions financières contractuelles qui motivent les dirigeants à s'aligner sur les intérêts des actionnaires en les intéressant aux bénéfices futurs. Ces solutions trouvent leurs limites dans les projets qui imposent de longues périodes de recherche et de développement, dans le domaine des biotechnologies par exemple. En effet, pour les dirigeants, détenir des enjeux financiers dans l'entreprise sous la forme de stock-options ou de bons de souscription d'action revient à posséder des titres qui sont par définition non-diversifiés, risqués et de maturité lointaine. Autant de raisons pour lesquelles ces instruments financiers dérivés dédiés au plans incitatifs des dirigeants peuvent s'avérer inopérants.

En revanche, communiquer sur les dépenses de recherche et développement et sur les dépôts de brevets permet de signaler au marché financier le bon emploi des ressources financières et de conforter les scénarii de réalisation des objectifs fixés. Les dépôts de brevets sont alors interprétés comme de véritables bonnes nouvelles par le marché. Le cas de Gen-

Probe, entreprise dont l'activité est de développer des solutions de diagnostique basées sur l'ADN, montre que chaque brevet s'accompagne d'une sur-performance du titre. Cette entreprise a été introduite en bourse en septembre 2002 et quelques mois après elle déposait ses deux premiers brevets[1]. Le graphique ci-dessous indique que le marché avait des anticipations positives quant à la qualité de ces deux brevets puisque pendant la période des six premiers mois de cotation, on observe une rentabilité cumulée de 35,63 % pour Gen-Probe contre 1,98 % pour le Nasdaq. Le troisième brevet a fait passer le titre à une rentabilité de 96,6 % et la quatrième à une rentabilité de 148,2 % alors que le Nasdaq avait une rentabilité cumulée de 43 % sur la même période.

Brevets et rentabilité financière de l'entreprise Gen-Probe et du Nasdaq

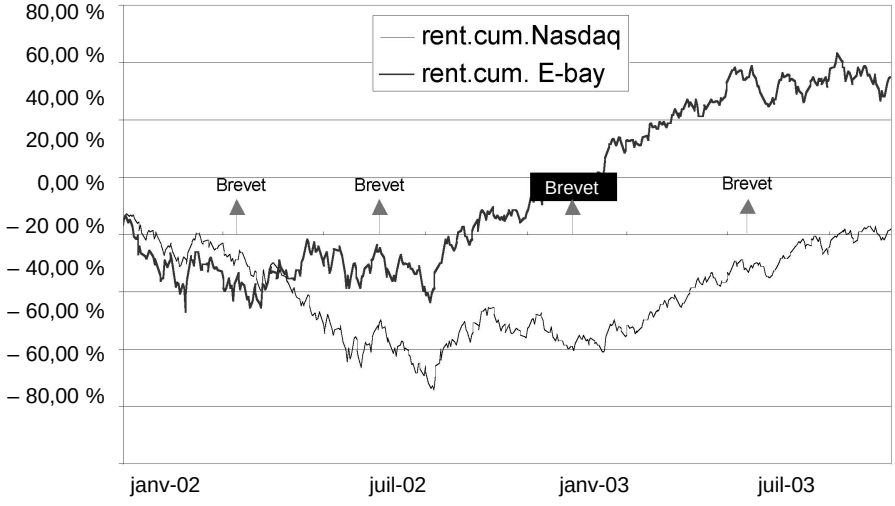


De même, la performance d'E-bay s'est réellement améliorée en termes de rentabilité et de risque à partir du moment où elle a déposé des brevets[2]. Cette entreprise de service dans le secteur Internet n'avait qu'un seul brevet déposé en mai 2000 alors qu'elle en a déposé quatre entre janvier 2002 et

1. Sources : http://ep.espacenet.com.
2. Sources : http://ep.espacenet.com.

décembre 2003. Sa rentabilité financière, qui tendait à sous-performer celle du marché, s'est alors envolée. Ainsi, sur la période considérée, E-bay affichait une rentabilité cumulée de 54,6 % contre 1,9 % pour l'indice du Nasdaq. Dans les activités de services, les brevets n'ont pas un impact aussi clair que dans la production de produits mais ils démontrent le développement d'un savoir-faire indispensable pour rester concurrentiel et le marché sanctionne les entreprises de services qui n'en déposent pas.

Rentabilité financière cumulée de E-Bay et du Nasdaq



Ces exemples confirment que, plutôt qu'un partage inapproprié de bénéfices dans les premières phases de la vie des projets technologiques, le marché apprécie davantage les dépenses déployées pour développer ou acquérir des brevets considérés comme des actifs immatériels garantissant un droit d'exploitation exclusif. Ainsi, une grande partie de la valeur de l'entreprise dépend de celle des actifs incorporels, comme le fait remarquer Bill Gates à propos des brevets, des savoir faire et de la marque Microsoft : « our primary assets do not show up on the balancesheet at all »[1].

1. Peut se traduire par : « nos actifs les plus importants ne figurent pas dans le bilan ».

Mener une politique de propriété industrielle est un moyen pour l'entreprise d'affirmer la valeur de ses actifs immatériels en leur donnant une valeur juridique – et par là même une valeur comptable – au travers de brevets.
Cependant, si l'on sait protéger les nouvelles inventions grâce au droit de la propriété intellectuelle, la question de leur valeur financière reste en revanche plus complexe. Elle est pourtant d'importance puisque les brevets et les marques sont, d'une part, des sources de profits lorsqu'ils sont vendus ou licenciés et, d'autre part, peuvent être utilisés comme collatéral pour répondre à des besoins de financement. Véritables actifs, les brevets et les marques jouent donc un rôle primordial lorsque l'on veut estimer la valeur d'une entreprise. Valoriser ces actifs incorporels reste néanmoins complexe car faute de pouvoir mettre un prix sur l'idée originale on devra en estimer les retombées financières attendues.
Ce chapitre s'attache à la valorisation financière de la propriété intellectuelle en présentant dans une première section les méthodes de valorisation des brevets et dans une deuxième section les différentes approches pour estimer la valeur du capital-marque. En raison de la nature technologique des logiciels, de leur imbrication dans le tissu industriel et des débats sur leur brevetabilité, nous retenons une analogie entre la valorisation de brevet et la valorisation de logiciel. Les développements qui suivent s'appliquent donc également au logiciel.

■ Évaluation financière des brevets

Les méthodes traditionnellement utilisées pour estimer la valeur des brevets ont recours aux données financières de l'entreprise et aux techniques d'actualisation ou de comparaison avec le marché. Pour les projets de haute technologie, les méthodes traditionnelle présentent des limites car elles sont statiques. On préférera évaluer un brevet par la méthode des options réelles car les valorisations obtenues varient en fonction de l'évolution du projet et de ses perspectives de rentabilité.

Valorisation des brevets par les coûts de développement et par la valeur actuelle nette

✔ *Méthode de valorisation par les coûts de développement*

Dans cette première approche de la valorisation d'un brevet, on s'intéresse au coût du brevet lui-même. Celui-ci englobe le coût des programmes de R&D qui ont mené au brevet, appelé également coût de recherche, les coûts des procédures du dépôt de brevet, les coûts de renouvellement du brevet et, plus rarement, le coût des frais juridiques en cas de litiges.
Cette approche ne prend pas en compte les bénéfices futurs qu'on est en droit d'attendre du brevet, et se contente de comptabiliser les dépenses engagées pour déposer et maintenir le brevet.
En tant que telle, cette méthode ne donne pas une estimation de la valeur financière d'un brevet mais elle nous renseigne sur son coût de développement. Cette distinction est importante car si la valorisation d'un brevet doit tenir compte des investissements relatifs à son développement (les coûts), elle doit également prendre en compte le potentiel de réalisation de gains futurs. En effet, on peut consacrer d'amples investissements aboutissant à des brevets ne générant que peu de bénéfices alors que d'autres n'auront requis que de maigres dépenses pour réaliser de larges bénéfices. La valeur estimée par cette approche peut donc servir à définir une valeur planchée pour des négociations ou à des fins fiscales car les coûts de R&D et de dépôts de brevet peuvent-être inscrits à l'actif et l'entreprise peut les amortir sur 5 ans. Remarquons que l'amortissement comptable est quant à lui conditionné par la durée de vie de l'actif. La pratique conduit à privilégier la doctrine fiscale car elle a un impact direct sur les charges financières de l'entreprise au détriment d'une approche structurelle de long terme.

✔ *Méthode de valorisation par la valeur actuelle nette des redevances et arbres de décisions*

Cette méthode consiste à se placer du point de vue de l'investisseur pour estimer la valeur actualisée nette d'un investissement dans un brevet donné. C'est en déterminant :

– la pérennité économique du brevet, et non pas la durée légale de propriété intellectuelle, que l'on estime l'horizon prévisionnel des cash-flows libres sur *n* années. En effet, si un brevet à une durée de vie légale de vingt ans, il est rare de pouvoir l'exploiter pendant la totalité de cette durée étant donnée que de nouveau produits auront pris le relais avant la fin de cette période. Dans la pratique, les cash-flows sont donc calculés sur des périodes de 8 à 10 ans.

  Contrairement au calcul des cash-flows libres exposé au chapitre 1, il n'y aura pas de calcul de valeur terminale étant donné l'horizon limité de l'exploitation d'un brevet en situation de monopole (sa pérennité économique).

  Par exemple, dans le hardware cet horizon est de courte durée (environ 5 ans) en comparaison avec les produits pharmaceutiques dont l'horizon porte souvent sur la totalité de la durée de protection offerte par un brevet (voir au-delà si une extension est consentie).
– les cash-flows libres prévisionnels, V_i, de l'activité issue du brevet pour chaque année, *i,* de l'horizon explicite prévisionnel.
– la rentabilité financière attendue par l'investisseur (le coût moyen pondéré du capital). Cette rentabilité recherchée est d'autant plus élevée que les cash-flows attendus présentent des incertitudes, donc une volatilité élevée (voir chapitre 1). Par exemple, les équipementiers sportifs qui ont pour habitude de protéger l'ensemble de leurs innovations ont une volatilité des cash-flows attendu très faible en comparaison avec les entreprises de biotechnologie.

Ainsi, cette méthode impose dans un premier temps d'estimer les cash-flows, V_i, pour chaque année sur un horizon prévisionnel explicite pour ensuite les actualiser au taux, *r,* qui est le coût moyen pondéré du capital. La valeur actualisée nette d'un brevet s'écrit alors :

$$V = \sum_{i=1}^{n} \frac{V_i}{(1+r)^i}$$

Cette méthode, fondée sur l'actualisation des cash-flows libres, présente l'intérêt majeur de s'adapter aux projets novateurs car elle intègre à la valorisation les dépenses et investissements nécessaires à l'exploitation en fonction des prévisions commerciales.

Notons que les revenus perçus grâce aux licences sont calculés sur la base de la redevance. Cette redevance est fixée par rapport à une assiette qui est le prix de vente départ usine, avec un taux qui peut fortement varier selon les secteurs (de 0,5 % pour l'industrie lourde à 10 % pour la high-tech de luxe). Ce ratio de redevance est d'autant plus élevé que le brevet exploité est dominant et primordial dans l'activité concernée. Le résultat net d'exploitation d'un brevet (différence entre les redevances et les frais engagés) est soumis au régime d'imposition des bénéfices non commerciaux (BNC) dont le taux est de 16 % auquel s'ajoutent 10 % de contribution sociale.

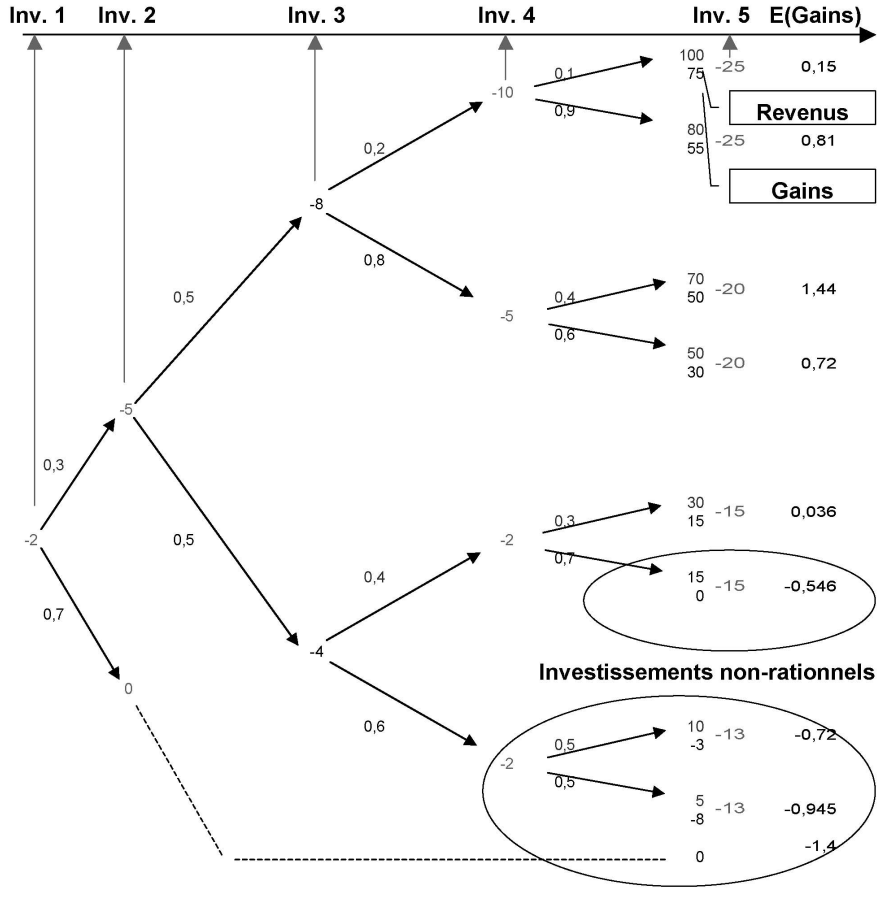
La valeur du brevet est alors définie comme étant la somme actualisée des cash-flows issus des redevances. Dans les hautes technologies, une étude approfondie des risques techniques, commerciaux et juridiques est nécessaire pour définir le taux d'actualisation qui sera croissant avec les risques d'exploitation. De plus, il sera préférable de l'estimer par une approche dynamique optionnelle car, dans des projets technologiques reposant sur des programmes de R&D, les investissements s'effectuent en plusieurs étapes. L'investissement initial permet le lancement du projet et la réalisation des premiers travaux pouvant aboutir à des objectifs prédéterminés. Lorsque ces objectifs sont atteints, les investisseurs voient leurs espoirs se confirmer. Cette mise en confiance progressive les incite à reconduire leurs investissements sur la base de l'information qu'ils ont reçue. Par exemple, dans les secteurs de la pharmacie et des biotechnologies, la viabilité économique d'un projet se confirme au fil des dépôts de brevets et prend corps lorsque la mise sur le marché du produit est autorisée.

Dans ce contexte, chaque brevet déposé vient confirmer l'atteinte d'objectifs prédéterminés et implique une décision d'investissement permettant de révéler de nouvelles informations. Chaque brevet est alors assimilable à une option d'investissement et l'application de la théorie des options réelles offre la possibilité de recommander d'investir dans de tels projets alors même que leur valeur actuelle nette serait négative.

L'exemple suivant est celui d'un projet qui repose sur de nouveaux procédés d'encapsulation de principes actifs pharmaceutiques dans des matériaux fondus. Si on suppose que le projet s'articule en cinq phases :

– les trois premières concernent des investissements dédiés aux dépôts successifs de trois brevets ;
– la quatrième phase concerne des investissements en vue de la réalisation d'une pré-série ;
– la cinquième phase concerne des investissements de production et de commercialisation à grande échelle.

Arbre de décisions d'investissement et valeur actuelle nette



La valeur du projet s'obtient en sommant les espérances de gains pour chacune des branches de l'arbre représentant les différents scénarii d'évolution du projet. Par exemple, pour la première branche, les gains sont

estimés à 75 millions d'euros mais la probabilité d'occurrence de ces gains est de 0,0012. L'espérance de gains est donc égale à :
$0,3 \times 0,5 \times 0,2 \times 0,1 \times (100 - 25 - 10 - 8 - 5 - 2)$, soit 150 000 euros.

Lorsque l'on somme les espérances de gains pour chacune des branches, on obtient l'espérance des gains totale pour le projet : 455 000 euros. Sur la seule base de cette valeur actuelle nette, les investisseurs ne seraient pas tentés d'investir dans ce projet car il apparaît comme économiquement non-viable. En revanche, si l'on rejette l'approche statique au bénéfice d'une approche optionnelle construite sur des décisions dynamiques d'investissement, on peut supposer qu'un investisseur rationnel ne choisira pas de poursuivre ses investissements dans le cas des trois derniers scénarii. L'approche fondée sur les investissements optionnels conduit à une VAN positive de 220 000 euros, étant donné que les investissements nécessaires à la réalisation des trois derniers scenarii ne seront pas réalisés.

Une maîtrise approfondie du secteur d'activité est requise pour l'approche présentée dans ce paragraphe tout comme pour une évaluation par les comparables que nous présentons ci-après. Cette méthode sera choisie si le projet se positionne sur des marchés où l'on dispose d'un référentiel de transactions et que ces dernières présentent un faible écart-type.

Valorisation des brevets par les comparables de marché et les prix de transaction

✔ *Méthodes de valorisation par les comparables de marché*

La valeur d'un brevet peut-être estimée en se basant sur la valeur de brevets équivalents qui ont été déposé par une ou plusieurs entreprises cotées. Cette méthode est appelée « méthode de valorisation par les comparables » et ses limites d'application repose sur la possibilité d'isoler les valeurs des brevets des entreprises cotées. Une autre approche envisageable consiste à déduire la valeur financière d'un portefeuille de brevets d'une entreprise cotée dont l'activité est concentrée autour de ce portefeuille. La différence entre la valorisation boursière et la valeur des actifs de l'entreprise est supposée représenter la valeur du portefeuille de

brevet[1]. On pourra nuancer cette approche trop restrictive du goodwill car cet agrégat intègre d'autres paramètres dont la part spéculative de la valeur et la qualité du management.

Néanmoins, la méthode des comparables est adaptée aux projets de haute technologie nécessitant des activités de R&D de long terme et dont le contenu technologique est profond et non diversifié. Elle est adaptée à la valorisation de projets dans les biotechnologies et les autres méta-technologies dont le contenu technologique est déterminant de la valeur. Il s'agit alors d'extraire du cours boursier l'information relative à la valeur du portefeuille de brevets d'entreprises cotées sur des marchés tels que le Nasdaq ou le marché des valeurs de croissance d'Euronext. La méthode employée se fonde sur la théorie du Q de Tobin. Ce ratio mesure indirectement l'impact d'un euro investit dans la R&D sur son cours boursier à un instant donné. En effet, si les actifs matériels de l'entreprise sont inchangés et que des investissements sont réalisés dans la R&D, l'évolution du cours boursier devrait être liée à cet investissement.

Cette méthode est sujette à la qualité variable des informations détenues par le marché sur les droits de propriété intellectuelle et aux spéculations boursières du fait qu'il n'existe pas de réel marché organisé des brevets. De plus, elle est mal adaptée lorsque le portefeuille de brevets est diversifié ou associé à des activités de low-tech, voire, dans les cas extrêmes, à des activités de service. Dans ces derniers cas, c'est davantage le capital marque (exposé dans la section suivante) et les autres actifs de l'entreprise qui permettront de déterminer la valeur de l'entreprise.

Il est également habituel de cumuler la valeur de la marque à celle des brevets pour valoriser l'entreprise car, en gagnant des parts de marché grâce à ses brevets, donc grâce à sa technologie, elle impose sa marque sur le marché. Lorsque la technologie périclite, la marque conserve sa force et constitue alors un levier de croissance pour l'entreprise qui peut, grâce à elle, imposer de nouvelles technologies. Il y a alors une circularité entre la marque et les brevets qui est vecteur de valeur financière pour l'entreprise.

1. Selon les études de Hall et Oriani (2003), Roger (1998), Hall et Jaffe (2003) ainsi que celle de Gleason et Klock (2003).

✔ *Méthodes de valorisation par les prix de marché de transactions passées*

Lorsque l'on cherche à estimer la valeur d'un bien immatériel, on peut s'intéresser à des actifs de nature semblable ayant fait l'objet de transactions sur le marché. Dans le cas des brevets ou des portefeuilles de brevets, il s'agit de comparer le produit que l'on cherche à estimer à des actifs comparables récemment échangés sur un secteur défini.
Le problème qui se pose pour les brevets est cependant double : tout d'abord, il faut pouvoir trouver des brevets récemment vendus comparables à celui que l'on cherche à évaluer, et surtout il faut pouvoir être sûr que les brevets sont bien semblables et donc de même valeur. En effet, il ne peut pas, par définition, exister deux brevets identiques.

Les méthodes de valorisation jusqu'alors exposées trouvent leurs limites dans le cas des brevets lorsqu'ils portent sur des activités de hautes technologies étant donné :

– le manque d'information sur les transactions ou de référentiels suffisamment proches est problématique pour l'application de la méthode des comparables ;
– la décision d'investir par la méthode de la valeur actuelle nette repose sur une règle qui est simple : si la VAN est positive, on procède à l'investissement, si elle est négative on poursuit sa recherche de projet. Notons que s'il y a plusieurs projets on choisira celui qui a la VAN la plus élevée. Cette règle, fondée sur un modèle statique, peut conduire à des erreurs d'investissement comme par exemple investir dans un projet pour lequel il serait préférable de patienter, ne pas investir dans un bon projet de R&D, choisir un grands projets plutôt qu'un petit projet à fort potentiel.

Il nous faudra retenir que, dans le secteur des hautes technologies, une VAN positive n'est pas toujours synonyme de « deep in the money » (expression employée par les traders lorsque leur option est à maturité et génératrice de bénéfices) étant donné que l'information sur le potentiel financier des brevets progresse au fur et à mesure de l'avancée des projet. La méthode d'évaluation par les options réelles que nous présentons dans le paragraphe suivant est propice aux projets de haute technologie non-exploités car elle est dynamique.

Valorisation d'un brevet par les options réelles

✔ *Méthode de valorisation par les options réelles*

Un nombre croissant d'entreprises et de cabinets de propriété intellectuelle utilise les options réelles pour valoriser les brevets. Les options réelles sont proches des options financières et, tout comme ces dernières, elles peuvent être soit des options d'achat, « ***call options*** », soit des options de vente, « ***put-options*** ». Les options réelles d'achat donnent le droit à leur détenteur d'investir dans un projet à un prix fixé d'avance à l'échéance de l'option ou avant. Ce prix est appelé prix d'exercice ou prix « ***strike*** ». Les options réelles de vente offrent quant à elles, la possibilité d'abandonner un investissement ou de le revendre à un prix fixé d'avance à ou avant une date déterminée.

Tout comme les options financières, ce sont des actifs dérivés et asymétriques. Dérivés, car leur valeur dépend de celle d'un autre actif, et asymétrique car elles confèrent au détenteur le droit, et non l'obligation, de l'exercer et donc de bénéficier d'évolutions de scénarii favorables sans avoir à supporter les situations défavorables.

Les modèles de valorisation du prix des options tirent leurs origines du modèle d'évaluation en temps discret de Black et Scholes[1]. Dans un modèle à temps continu, et en l'absence d'opportunité d'arbitrage (c'est-à-dire qu'il n'est pas possible de générer des bénéfices à partir d'un investissement nul), le prix C d'un *call* européen[2] s'écrit de la façon suivante :

$$C = SN\left(\frac{\ln(S/E) + (r + \frac{1}{2}\sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}}\right) - Ee^{-rt}N\left(\frac{\ln(S/E) + (r + \frac{1}{2}\sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}} - \sigma\sqrt{t}\right)$$

Les paramètres de cette équation sont exposés dans le tableau ci-dessous.

1. F. Black et M. Scholes (1973) : "The pricing of options and corporate liabilities" Journal of Political Economy, May-June, p. 637-654.

2. Le prix de l'actif sous-jacent suit un mouvement brownien géométrique, avec un drift et une variance supposés constants. Les taux d'intérêt sont constants dans le temps.

Détenir un brevet permet à l'entreprise d'avoir la possibilité d'exercer un droit d'exploitation en situation de monopole. L'évaluation financière d'un brevet par les options réelles revient alors à calculer la valeur d'une option « ***call*** » d'exploitation. Les paramètres dont il faut disposer pour pouvoir valoriser une option financière à l'aide de cette modélisation sont indiqués dans le tableau avec leurs correspondances aux options financières.

Les paramètres des options financières et des options réelles

	Options Financières	Options Réelles
S	Prix l'actif sous-jacent	Valeur actualisée des cash-flows
E	Prix d'exercice de l'option	Coûts de développement
σ^2	Variance du prix de l'actif sous-jacent	Variance des cash-flows
T	Temps restant avant échéance	Temps d'exploitation
R	Taux d'intérêt sans risque	Taux d'intérêt sans risque

✔ *Valorisation d'un brevet par les options réelles dans les biotechnologies*

Imaginons une entreprise, exerçant une activité de recherche dans les biotechnologies, qui n'a pas encore investi dans des actifs lui permettant de générer des cash-flows. Cette entreprise est sur le point d'obtenir son autorisation de mise sur le marché et de commercialiser un produit qui permettra de traiter le cancer de la gorge. Bien qu'il existe déjà des traitements, l'entreprise disposerait d'un brevet et d'un certificat complémentaire de protection lui conférant un droit exclusif d'exploitation d'un produit de qualité supérieure pendant une durée de 25 ans. On suppose que les simulations conduisent à une valeur actualisée des cash-flows attendus de 700 millions d'euros, avec une variance élevée de 13 %. Les cash-flows annuels attendus après impôts sont estimés à 4 % des cash-flows, soit 28 millions d'euros. La valeur attendue des coûts de développement (les coûts de production et de commercialisation) du produit sont estimés à 280 millions d'euros. Le taux sans risque à 25 ans est de 4,1 %.

En adaptant le modèle de valorisation exposé ci-dessus, la valeur du brevet est la valeur d'un call qui se calcule de la manière suivante :

$$\text{Valeur du brevet} = [e^{-r \times T} \text{ x } S \times N(D1)] - [E \times (e^{-r \times T}) \times N(D2)]$$

Avec

$$D1 = [\ln (S/E) + (((r - Rs + (s^2/2)) \times T)]/[s \times T^{1/2}]$$

$$D2 = D1 - [\sigma \times T^{1/2}]$$

S : valeur actuelle des cash-flows attendu
E : coûts de développement
r : taux sans risque à 25 ans
Rs : cash-flows annuels/total des cash-flows
T : temps d'exploitation
σ^2 : variance des cash-flows
N : la fonction de densité de probabilité cumulative d'une loi normale centrée réduite

Dans notre exemple :
$D1 = (\ln (700/280) + ((0,05 - 0,04 + (0,13/2))25))/(0,13^{1/2} \times 25^{1/2}) = 1,55$
$N(D1) = 0,94$
$D2 = 1,55 - ((0,13^{1/2}) \times (25^{1/2})) = 0,25$
$N(D2) = 0,4$

$\text{Call} = [(e^{-0,04 \times 25}) \times 700 \times 0,94\text{-}280] \times [(e^{-0,05 \times 25}) \times 0,4] = 209,76$

✔ *Valeur d'une licence et valeur d'un brevet à exploitation différée*

Une entreprise perçoit des royalties en contre partie de l'autorisation d'exploitation de son brevet accordée à une autre entreprise. Ces royalties génèrent 1 euro de cash-flows disponibles aux capitaux propres par action. Il est attendu une croissance annuelle de 8 % des cash-flows jusqu'à l'expiration du brevet dans 15 ans. Avec un coût des capitaux propres de 17 %, la valeur actualisée de ces revenus par action est de 8,39 euros par action.

Années	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	Total
FCFE*	1	1,08	1,17	1,26	1,36	1,47	1,59	1,71	1,85	2	2,16	2,33	2,52	2,72	2,94	3,17	29,3
PV**	1	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,57	0,53	0,49	0,45	0,41	0,38	0,35	0,33	0,3	8,39

*Cash-flows disponibles aux capitaux propres

**Valeur actualisée des FCFE

Cette entreprise a également un brevet valide encore pendant 17 ans sur un médicament anti-infectieux. Les simulations montrent que la valeur des cash-flows actualisés, *S*, serait de 2 100 millions d'euros si ce médicament était introduit sur le marché. Les coûts actualisés de développement du produit pour une exploitation commerciale, E, sont de 1 600 millions d'euros. La durée de vie du brevet, T, est de 17 ans et le taux sans risque, r, sur cette période est de 4 %. La variance, σ^2, des cash-flows attendus est 0,224 et correspond à celle du secteur.
En appliquant la méthode d'évaluation par les options réelles, nous obtenons une valeur financière du brevet de 1 446 millions d'euros. Si l'entreprise est composée d'un million d'actions, la valeur financière du brevet par action est de 1,446 euros.

Le modèle d'évaluation par les options réelles permet également de calculer la valeur financière du brevet si le projet est retardé dans son lancement. Supposons une exploitation différée de deux ans, temps restant pour obtenir l'autorisation de mise sur le marché, le brevet s'évalue de la manière suivante :

Valeur du brevet = (retard/T) × Valeur financière actualisée du brevet

Dans notre cas la dévaluation de l'action est : 0,118 *1,446 = 0,17
La valeur du brevet par action avec une exploitation différée est : 1,446 – 0,17 = 1,276 euros
La valeur totale des actifs par action de l'entreprise étudiée est égale à la valeur du brevet ajoutée à celle des actifs existant, soit : 1,276 + 8,39 = 9,666 euros par action.

■ Valorisation financière de la marque

Survaleur et capital-marque – « goodwill »

L'impact des stratégies marketing sur la valorisation de projet ne peut qu'encourager les investissements sur la communication pour promouvoir notamment la marque. En effet, les écarts entre l'évaluation financière fondamentale des entreprises technologiques cotées et leur valeur de marché semblent pour beaucoup trouver leurs origines dans la valeur accordée à la marque. Aussi est-il légitime de se pencher sur l'inscription du capital-marque au bilan financier d'une entreprise car cette démarche apporte une reconnaissance au service marketing et un précieux élément de valorisation pour les financiers. D'une part, la valorisation de la marque pour un projet peut-être déterminante du socle de valorisation, d'autre part, la marque doit être chiffrée car les règles comptables disposent que le « ***goodwill*** », la survaleur, doit être inscrite à l'actif du bilan en cas d'acquisition, d'autant plus si la marque est associée à une filiale qui entre dans le périmètre de consolidation.

Dans le cadre du développement de projets, l'inscription en compte de la marque développée en interne est interdite. D'un point de vue fiscal, cela active des dépenses jusque là considérées comme des charges. Pourtant, faire apparaître la marque dans le bilan permettrait d'apporter une consistance complémentaire à l'actif net des entreprises développant des projets novateurs et plus encore lorsqu'elles ont une activité de service. Une solution consisterait à rendre l'amortissement des marques fiscalement déductible, mais l'administration reste prudente sur le sujet tout comme le droit comptable.

Il n'en reste pas moins que développer le capital-marque, « ***Brand Equity*** », est essentiel dans la stratégie de croissance d'un projet et représente un investissement conséquent en vue d'accroître sa rentabilité. La valorisation financière de la marque est donc devenue un élément incontournable du management de projet car elle permet d'estimer :

– les investissements marketing et publicitaires,
– les arbitrages entre la création de marque *ex-nihilo* et le rachat de marque,

– le prix des licences,
– la valeur liquidative pour favoriser l'accès à l'endettement,
– la valeur de cession pour convaincre les investisseurs,
– la valeur des préjudices en cas d'atteinte à la marque.

Des méthodes, résumées dans le tableau ci-dessous et que nous exposerons dans le reste de chapitre, ont été développées par les analystes afin d'obtenir une estimation chiffrée du capital-marque.

Valorisation par les coûts historiques

Si l'on suppose qu'une marque découle des investissements faits dans le temps, une méthode d'évaluation consiste à comptabiliser les coûts historiques relatifs aux dépenses de communication. Cette approche tournée vers le passé est faible et présente le seul intérêt d'offrir un prix plancher en cas de négociation. De plus, cette méthode requière des choix rigoureux quant à la nature des coûts à prendre en compte et la période de comptabilisation.
L'évaluation par les coûts historiques est inappropriée lorsqu'il s'agit :
– d'entreprises aux produits ou services spécifiques dont la commercialisation se fait par contact direct avec le client. Il n'y a alors aucune trace comptable.
– d'entreprises qui ont un long historique car la contribution des dépenses pour la promotion de la marques est difficile à identifier.
– d'entreprises qui se différencient par les prix pratiqués. Ces prix sont alors créateurs de valeur de marque comme cela a été le cas pour Tati et les coûts de communication ne permettent pas de valoriser le capital-marque.

Valorisation par les coûts de création ou d'acquisition

Quels seraient les coûts de création d'une marque ? Quelles seraient les sommes à engager et sur quelles périodes ? C'est sur ces questions que repose la méthode d'évaluation par les coûts de remplacement.
Cette méthode est adaptée aux projets se positionnant sur des secteurs innovants avec le besoin de créer de nouvelles marques. Par exemple, la

Les méthodes de valorisation financière du capital-marque

Approche	Méthodologie
Valorisation par les coûts historiques	**Coûts comptabilisés**
En supposant que la valeur de la marque découle des dépenses publicitaires et marketing, sa valorisation est la somme de ces coûts sur une période donnée.	Cette méthode objective est adaptée aux projets de marques récentes car la valorisation des marques déjà bien connue n'est pas entièrement dépendante des dernières dépenses publicitaires et marketing. Les coûts sont évalués en faisant une moyenne sur les trois dernières années.
Valorisation par les coûts de création ou d'acquisition	**Projections financières des cash-flows de la marque**
Si on devait construire la marque, quelles seraient les dépenses ? Ces dépenses sont également appelées coûts de remplacement.	Cette méthode est adaptée aux projets qui se positionnent sur des secteurs innovants avec le besoin de créer ou d'acquérir de nouvelles marques. La valorisation de la marque dépend de la stratégie qui sera déployée dans le cadre du projet, elle est évaluée par la méthode des cash-flows actualisés relatifs à la marque
Valorisation par les prix du marché	**Comparables**
La valeur d'une marque est fixée par rapport aux autres marques	Cette méthode est adaptée aux secteurs d'activité bien établis et aux projets d'envergure qui requièrent le rachat de marque. C'est en référence aux transactions observées de cessions de marques que le prix de marché est fixé. Cette méthode suppose un marché des marques efficient et pose des difficultés pour les marchés émergeants
Valorisation par les marges	**Taux de croissance des marges**
La valeur de la marque est mesurée par la différence entre la valeur d'une entreprise commercialisant un produit marqué et la valeur d'une entreprise ayant un produit générique ?	Cette méthode est sans doute la mieux adaptée dans le cadre de projets à forte valeur ajoutée. Fondée sur les projections financières relatives aux ventes elle permet non seulement de valoriser la marque mais aussi de faire des arbitrages entre le développement d'une nouvelle marque ou l'acquisition d'une marque existante.
Évaluation de la force de la marque	**Enquête sur par l'appréciation des consommateurs**
L'appréciation de la marque par les consommateurs vient modérer la valorisation financière.	Cette évaluation qualitative de la marque s'adresse à la reprise de projets existants en modérant l'appréciation purement financière de la marque. Elle vient en complément des méthodes de valorisation.

création d'un nouveau portail Internet engendre des coûts publicitaires et marketing que l'on peut identifier à partir des dépenses et investissements à réaliser. Par conséquent, cette méthode s'applique aux projets tournés vers l'avenir et vise à estimer la contribution de la valeur de la marque à la valorisation intrinsèque du projet. C'est sans doute le problème le plus difficile car il impose de distinguer les revenus marginaux, générés par la marque, des revenus intrinsèques au projet. En effet, la création ou l'acquisition d'une marque signifie qu'il s'agit d'associer un savoir-faire à un savoir communiquer. La marque « Google » a ainsi acquis une renommée mondiale grâce aux technologies qui la supportent pour finalement de faibles investissements marketing et de communication.
La création ou l'acquisition d'une marque reconnue a donc une valeur économique qui dépend d'investissements à réaliser s'il s'agit d'une acquisition, et de dépenses de communication et de R&D s'il s'agit d'une création. Il sera préférable d'acquérir une marque pour des projets qui impliquent peu de R&D technologique par rapport à des projets au cycle de vie beaucoup plus long. Quant aux activités de services, elles nécessitent un développement très rapide pour faire face à l'agressivité des concurrents et au manque de barrières à l'entrée qui résulte de la difficulté de déposer des brevets. Dans ce dernier cas, la marque joue un rôle prépondérant dans la croissance du projet et l'on peut difficilement faire l'économie de son acquisition. En effet, le coût d'acquisition pourra être amorti alors que la création nécessitera d'importantes dépenses venant grever le résultat au point de rendre le projet financièrement trop risqué pour qu'il soit entrepris.

Chiffrer les bénéfices marginaux attribuables à la marque ne se fait pas sans difficulté. Dans le cadre d'une acquisition ou d'une création, ils peuvent être estimés par la méthode des cash-flows décrite dans le premier chapitre. Néanmoins, des aménagement à cette méthodes doivent être apportés pour calculer la différence entre les bénéfices générés par une activité marquée et ceux générés par une activité non marquée, *(Rm – R)*. Cette différence représente le bénéfice net attribuable à la marque et s'écrit de la manière suivante :

$$Rm - R = Qm.(Pm - Cm) - Q.(P - C) - Mktg - R\&D$$

Avec
– la demande pour un produit ou service de marque connue, *Qm*, par rapport à la demande du même produit mais non marqué, *Q*.
– le prix pour un produit ou service de marque connue, *Pm,* par rapport au prix de produits non marqués, *P*.
– les coûts de production et de distribution, *Cm*, qui devraient être inférieurs en raison des économies d'échelle pour un produit ou service de marque connue par rapport à des produits non-marqués, *C*.
– enfin, il faut tenir compte des dépenses en R&D, des dépenses marketing, *Mktg* attribuables à la marque.

Pour estimer la valeur de la marque, on établit les prévisions de bénéfices marginaux attribuables à la marque, année après année, sur un horizon explicite, ainsi qu'une valeur terminale. Il faudra pour chacun de ces bénéfices soustraire les impôts et les investissements imputables aux flux générés par la marque. Le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital.
La valorisation de la marque dépend alors de la stratégie qui sera déployée dans le cadre du projet. Un capital-investisseur sera, d'une part, soucieux d'identifier les dépenses et les investissements à mettre en œuvre pour la création d'une marque afin de se garantir du succès d'un projet. D'autre part, il estimera la valorisation à court terme de la marque qu'il financera en fonction de la valeur de sortie.

Cette approche de la valorisation de la marque présente trois principaux inconvénients :
– si un concurrent lance de façon agressive un nouveau produit ou un service de qualité supérieure, les prévisions sont alors faussées,
– la subjectivité du taux d'actualisation peut-être le coût moyen pondéré du capital,
– le choix de la période de l'horizon explicite et la méthode de calcul de la valeur terminale.

Enfin, cette méthode est mal adaptée à la valorisation de la marque pour les projets bien établis étant donné l'ancrage historique, le gage de sécurité déjà offert et les autres éléments constructifs de la valeur du projet.

Valorisation par le prix du marché : les comparables

Cette méthode consiste à fixer la valeur d'une marque par rapport à celle de marques similaires. Elle est adaptée à la reprise d'entreprise ou d'activité qui bénéficient d'une expérience significative et qui ont une marque bien établie. C'est par la technique des comparables (exposée dans le chapitre 1), c'est-à-dire à partir de transactions similaires observées sur le marché, que sera valorisée la marque. Si cette méthode s'avère efficace, elle présente néanmoins les inconvénients suivants :

– l'accès aux informations sur la valorisation de la marque lors des précédentes transactions sur un même secteur ;
– le projet ou l'entreprise cible doit se positionner sur un marché qui doit être comparable et suffisamment riche de transactions pour estimer une valeur par rapport à un prix de marché. C'est à cette problématique qu'ont été confronté les opérateurs téléphoniques lorsqu'ils ont acquis des entreprises de téléphonie mobile. D'une part les projets étaient très innovants et de très grande dimension et, d'autre part, les précédentes transactions étaient rares et peu transparentes ;
– la valeur de la marque n'est pas fixée par celui qui la détient mais plutôt par l'acquéreur qui fixe un prix en fonction des ses observations et de ses anticipations.

Valorisation de la marque par les marges

L'estimation de la valeur d'une marque peut s'approcher par l'hypothèse selon laquelle un produit marqué se vend plus cher qu'un produit générique. Par exemple, dans le secteur médical, les produits marqués se vendent à un prix supérieur de 15 % à 25 %. La marge brute est donc supérieure pour les produits marqués, ce qui n'est pas toujours le cas en ce qui concerne la marge nette. En effet, lorsqu'il s'agit de produits de base, la marge nette sur les produits marqués peut même être inférieure à celle réalisée avec des produits non marqués, les coûts de promotion et de

commercialisation étant important par rapport au prix de vente imposé par le marché. Dans ce contexte, une stratégie de marque vise à favoriser les ventes de plusieurs lignes de produits d'une même entreprise.

En revanche, la marque joue un rôle déterminant pour la vente de produits à forte valeur ajoutée. La marque étant un gage de qualité, le client est prêt à s'acquitter d'un premium pour y accéder. Le volume des ventes et la marge nette sont alors supérieures pour un produit marqué par rapport à un produit non marqué. Il en résulte une valeur supérieure du ratio valeur-vente de l'entreprise (valeur financière de l'entreprise/chiffres d'affaires).

Ainsi, la valeur d'une marque pour des produits et services à forte valeur ajoutée peut s'appréhender de la manière suivante :

$$\text{Valeur d'une marque} = [(V/CA)m - (V/CA)g] \times CA$$

La valeur, *V,* est la valeur financière de la firme, soit la somme de la valeur de marché des capitaux propres et des dettes, diminuée de la trésorerie. Lorsque la valeur de la firme est rapportée au chiffre d'affaires, *CA*, on obtient le ratio valeur-vente de l'entreprise marquée, *(V/CA)m*, et le ratio valeur-vente de l'entreprise non marquée, *(V/CA)g*.

Si l'on ne considère que la valeur des capitaux propres, le ratio valeur-vente peut être défini comme le prix de l'action d'une entreprise rapporté au chiffre d'affaires par action. Ce ratio, également appelé « ***price to sales ratio – PSR*** », indique le niveau de valorisation des capitaux propres de l'entreprise par rapport à son chiffre d'affaires.

Ratio de valorisation des capitaux propres par rapport au chiffre d'affaires – PSR :

$$PSR = \frac{\text{Prix de l'action}}{\text{Chiffre d'affaires par action}}$$

Pour les entreprises non cotées, on ne dispose pas du prix de l'action mais on peut l'évaluer par le modèle de croissance des dividendes s'il s'agit

d'une entreprise en croissance stable ou par le modèle de croissance des cash-flows s'il s'agit d'une entreprise de croissance.

Dans le chapitre 1, nous avons pu appréhender la valeur actuelle par action d'une entreprise ayant une croissance stable, P_0, par le modèle de croissance des dividendes. Ce modèle rapporte le dividende attendu par action, DPA_1, au coût des capitaux propres, r, diminué du taux de croissance annuel attendu, g. $P_0 = DPA1/(r-g)$. Avec DPA_1, le dividende présent par action multiplié par 1+g pour estimer le dividende de l'année à venir.
Si l'on divise chacun des membres de cette équation par le chiffre d'affaires par action, *CA*, on obtient le ratio PSR qui est égal au produit attendu du ratio de marge nette, *rM*, et du ratio de versement de dividendes, *rDiv*, (payout ratio), rapporté au taux d'actualisation diminué du taux de croissance. En effet, le dividende par action peut-être défini comme étant une proportion de la marge nette versée aux actionnaires. Lorsque la marge nette est rapportée au chiffre d'affaires, comme c'est le cas dans notre équation, on obtient le ratio de marge nette. PSR s'écrit :

$$PSR = \frac{rM \times rDiv\ (1+g)}{r - g}$$

Pour l'entreprise de croissance ou de haute technologie, il sera préférable d'adopter un modèle de valorisation étagé qui distingue la période de croissance de la période stable. Etant donné la faible capacité de ces entreprises à verser des dividendes on choisira aussi une approche de valorisation par les cash-flows plutôt que par les dividendes. Ainsi, si l'on considère les cash-flows comme étant égaux à l'EBIT × (1 – impôts) (1 – taux de réinvestissement) alors la valeur de l'entreprise peut s'écrire de la manière suivante :

$$\frac{\text{Valeur}}{CA} = rM \left[\frac{(1 - rIc)\ (1+g)\ (1-((1+g)^n/(1 + CMPC)^n)}{(CMPC - g)} + \frac{(1-rIs)\ (1+g)^n\ (1+g_n)}{(CMPC-g_n)(1+CMPC)^n} \right]$$

Avec :
rM : Le ratio de marge
rIc : le taux de réinvestissement en période de croissance

rIs : le taux de réinvestissement en période stable
g : le taux de croissance en période de croissance forte
g_n : le taux de croissance en période de croissance stable
CMPC : le coût moyen pondéré du capital
CA : chiffre d'affaires en 0
t : le taux d'imposition

L'exemple ci-après compare la valeur de deux entreprises, l'une dont le produit est marqué et l'autre commercialisant un produit identique mais générique.

L'entreprise non marquée réalise 100 millions d'euros de chiffre d'affaires pour un résultat d'exploitation de 15 millions d'euros. Son ratio de marge opérationnel, rM est égal à : EBIT(1 – t)/CA, soit 10 %. Pour la suite de notre premier exemple, les hypothèses sont les suivantes :

rIc	Taux de réinvestissement en période de croissance	70 %
rIs	Taux de réinvestissement en période stable	25 %
g	Taux de croissance en période de croissance forte	11,7 %
gn	Taux de croissance en période stable	3 %
t	Taux d'imposition	33,33 %
n	Horizon prévisionnel explicite	6

Avec un coût des capitaux propres de 16,5 % et un coût de la dette après impôt de 2,7 %, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) avec un ratio d'endettement de 40 % est de 11 % et le ratio valeur-vente est de 0,84.

L'entreprise marquée réalise également 100 millions d'euros de chiffre d'affaires mais pour un résultat d'exploitation de 25 millions d'euros. Son ratio de marge opérationnel est donc de 16,7 %. Pour la suite de notre deuxième cas, les hypothèses sont les suivantes :

rIc	Taux de réinvestissement en période de croissance	70 %
rIs	Taux de réinvestissement en période stable	25 %
g	Taux de croissance en période de croissance forte	19,7 %
gn	Taux de croissance en période stable	3 %
t	Taux d'imposition	33,33 %
n	Horizon prévisionnel explicite	6

Pour un CMPC identique au précédent, le ratio valeur-vente est de 3,12.

La comparaison de ces deux entreprises permet d'observer que :
– l'entreprise au produit générique est valorisée à 0,84 fois son chiffre d'affaires, soit 84 millions d'euros ;
– l'entreprise au produit marqué est valorisée à 3,12 fois son chiffre d'affaires, soit 312 millions d'euros.

La valeur de la marque est de 228 millions d'euros et représente 73 % de la valeur de l'entreprise commercialisant des produits marqués.

Cette approche permet la valorisation de l'entreprise et de la marque mais elle présente également l'intérêt d'offrir un instrument d'évaluation pour les dirigeants qui doivent faire des choix entre investir dans le développement d'une marque ou dans l'acquisition d'une marque existante.

Modération de la valorisation par la force de la marque

L'évaluation de la marque est ici qualitative. Elle s'adresse à des projets de reprise de marque existante en réalisant auprès des clients une enquête qui vise à mesurer la notoriété de la marque. Cette approche modère l'évaluation financière faite par les comparables ou par les coûts historiques de la marque. Elle présente l'avantage d'apporter les informations nécessaires à l'élaboration de la stratégie de communication à mettre en œuvre et les dépenses à prévoir. Nous présentons ci-dessous une grille de critères[1] qui peut-être adaptée au cas par cas pour l'évaluation qualitative d'une marque existante.

1. David A. Aaker, 1996, « Measuring brand equity accross products and markets », *California Management Review*.

Grille d'évaluation de la notoriété d'une marque (d'après Aaker, 1996)

Critères	Mesures
	Loyauté
1. Premium de prix	Le produit de la marque X est à 100 euros, combien seriez-vous prêt à payer en plus pour le même produit mais de marque Y ? Inversement, si Y est à 100 euros, à partir de quel prix suis-je prêt à changer pour la marque X ?
2. Satisfaction (parmi ceux qui ont utilisé la marque)	Ce critère s'adresse à ceux qui ont eu une première expérience avec la marque. J'ai été satisfait ou non satisfait du produit ou service au cours de ma dernière utilisation ? J'achèterai la marque la prochaine fois ? Parmi les produits que j'achète, suis-je exclusif à une marque ? Quelles sont les autres marques ? Je recommanderais le produit/service à d'autres personnes ?
Qualité perçue et leadership	
3. Qualité perçue	En comparaison avec d'autres marques, quelle est la qualité de cette marque (grande, faible, la meilleure…) ? Quels sont les signes de cette qualité ?
4. Leadership	En comparaison avec d'autres marques, cette marque est : Leader, suiveuse ? De plus en plus populaire ? Innovante, en avance, en retard ?
Valeur perçue, personnalité, organisation, différenciation	
5. Valeur perçue	La marque justifie-t-elle le prix et traduit-elle par conséquent un niveau élevé de qualité ?
6. Personnalité	Cette marque a-t-elle une personnalité dans le sens où elle devrait informer sur le profil des personnes qui l'adoptent.
7. Organisation	La marque est fabriquée par une organisation en laquelle j'ai confiance. J'admire cette organisation, elle est crédible.
8. Différenciation	Cette marque est différente de ses concurrentes. Cette marque n'apporte rien de plus.
Notoriété	
9. Notoriété	Notoriété assistée, spontanée Je connais cette marque et je connais le type de produits correspondant.
Comportement du marché	
10. Parts de marché	Parts de marché du secteur (enquêtes de consommation).
11. Indices de prix et de distribution	Prix relatif de la marque par rapport à la moyenne du secteur. Distribution : pourcentage de magasins vendant la marque. Pourcentage de la population ayant accès à la marque.

Chapitre 3

INGÉNIERIE FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE-PROJET

■ Introduction aux mécanismes de « profit sharing »

Les instruments de « profit sharing »

Les techniques d'évaluation des entreprises nous ont montré que la plage d'évaluation est d'autant plus étendue que l'aboutissement d'un projet d'une entreprise innovante est incertain. Face à une large exposition au risque, il n'est pas toujours possible de définir une valeur avec justesse en début d'activité. En revanche, il est plus facile de déterminer une valorisation *a posteriori* à partir des informations prévisionnelles contenues dans le business plan. Cette valorisation n'est plus fonction des observations faites sur le marché mais elle est dépendante des revenus annoncés dans le business plan. S'assurer que l'entrepreneur peut atteindre les objectifs fixés dans le business plan est alors la condition d'une valorisation précise.

L'ingénierie financière du capital-investissement consiste à transférer une part du risque supporté par l'investisseur vers l'entrepreneur grâce aux instruments juridico-financiers dont les principes reposent sur les mécanismes du « ***profit sharing*** », également appelé partage des profits. Ces mécanismes permettent aux actionnaires de se prévenir, d'une part d'une survalorisation construite sur des revenus attendus trop ambitieux, d'autre part des stratégies de gestion trop risquées ou de court terme des dirigeants. En effet, si l'intéressement aux bénéfices des dirigeants a pour but de les inciter à déployer tous leurs efforts, il les encourage aussi à mener des politiques de court terme visant à générer des bénéfices immédiats. Ceci se traduit par exemple par des commandes de clients insolvables ou encore par des surinvestissements marketing et commerciaux.

Instruments financiers dérivés et coûts de transaction

Pour l'investisseur, il s'agit au moment de la prise de participation d'employer des instruments financiers qui alignent les intérêts, **« alignment of interests »**, des parties prenantes en s'adaptant aux contraintes de rentabilité, de dilution et de prise de contrôle du projet. Par la spécificité des instruments financiers employés, l'apporteur de fonds complète le financement des fonds propres de l'entreprise. L'élaboration de combinaisons de fonds propres, de quasi-fonds propres et de dettes permet de construire des instruments financiers dérivés, « ***private equity derivatives*** », dont la complexité est généralement croissante avec l'exposition au risque de l'investisseur. Afin d'apporter un éclairage sur les différents instruments employés par les investisseurs en capitaux, nous opérerons une distinction entre les titres offrant un accès immédiat au capital de l'entreprise et ceux qui offrent une possibilité d'accès à terme. Ces derniers sont complexes à mettre en œuvre car ils s'accompagnent de coûts de transaction qui ne se justifient que dans le cadre de projets risqués à « gros ticket d'entrée ».

■ Les titres d'accès direct au capital : les statuts

Les titres offrant un accès immédiat au capital de l'entreprise confèrent à leur détenteur une fraction du capital social de l'entreprise. Il est donc titulaire de droits politiques, patrimoniaux et financiers. En tant que propriétaire, l'investisseur a le droit de percevoir une quote-part des bénéfices distribuables sous la forme de dividendes. Les titres offrant l'accès immédiat au capital sont l'essence même du capital-investissement et il faut en saisir les nuances selon qu'il s'agit d'actions simples ou prioritaires ou de certificats.

Les actions simples ou parts sociales

Les actions simples, « ***common shares*** », confèrent à leur porteur un droit au dividende lors de la répartition des bénéfices et un droit préférentiel de souscription lors d'ouverture du capital. Etre porteur d'actions simples s'accompagne également d'un droit de vote en assemblée

générale et d'un accès aux informations internes à l'entreprise tels que les comptes annuels et les rapports du conseil d'administration. L'action simple permet de se présenter aux fonctions d'administrateur. Néanmoins, les investisseurs en capitaux tendent à éviter cette position car en période de crise ils peuvent être tenus responsables pour gestion de fait. La nature du titre offre l'avantage qu'il peut être cédé librement ou selon des modalités définies dans les statuts. En revanche, en cas de faillite, les détenteurs d'actions simples sont les derniers dans le rang de remboursement ce qui n'est pas convaincant pour les capital-investisseurs.
La détention d'actions simples donne essentiellement deux formes de droits qui sont les droits pécuniaires et les droits non-pécuniaires.

✔ *Les droits pécuniaires*

Le droit essentiel de l'action simple est celui d'accéder au partage des dividendes. Mais dans le cadre de projets de haute technologie, ce n'est pas ce qui sera recherché par l'investisseur en capitaux car la distribution de dividendes n'apparaît qu'à partir de l'année cinq dans le meilleur des cas. En revanche, l'actionnaire dispose d'un droit préférentiel sur l'émission de nouvelles actions pour les augmentations de capital. Ce dernier aspect est primordial dans le cadre du financement de projets risqués car les augmentations de capital sont en moyenne au nombre de quatre.
Les risques encourus par le porteur d'actions simples ne portent que sur le montant des apports, c'est-à-dire sur la valeur des actions acquises au moment de la prise de participations. Dans le cadre d'une cessation d'activité, l'action simple donne un droit de participation au boni de liquidation.

✔ *Les droits non pécuniaires*

C'est par la qualité des informations dont dispose le capital-investisseur qu'il est en mesure de prendre les meilleures décisions lors de la période d'accompagnement de l'entreprise. Le principe d'égalité de traitement des actionnaires impose l'accès aux mêmes informations et le droit d'agir

en justice à l'encontre de l'entreprise. C'est donc par la détention d'actions que les capital-investisseurs accèdent à l'information mais aussi au droit de participer et de voter aux assemblées générales ordinaires ou extraordinaires, chaque action simple étant assortie d'une voix. En possédant des actions de l'entreprise, les capital-investisseurs peuvent demander l'inscription d'un projet à l'ordre du jour et le droit d'être élus aux conseils de surveillance ou d'administration et au Directoire. Ceci correspond au mouvement général de renforcement des droits politiques de l'actionnaire.

L'expérience montre que les capital-investisseurs tendent à choisir de siéger dans les organes de contrôle (par exemple au conseil de surveillance) plutôt que dans les organes de direction (par exemple le directoire) pour les raisons suivantes :

– les capital-investisseurs orientent l'entreprise dans ses choix en contrepartie d'apports en capitaux ;
– ils ne sont pas directement visés par les actions en justice qui sont menées à l'encontre des administrateurs en cas de défaillance ;
– ils agissent en justice à l'encontre des administrateurs en cas de défaillance.

Les actions d'apport

Remarquons que l'attribution d'actions n'est pas toujours liée directement à un apport en capitaux. En matière d'innovation, le cas se présente fréquemment lorsque le créateur de l'entreprise ou encore les partenaires technologiques tels que les laboratoires de recherche apportent une technologie ou un brevet. En contrepartie l'entreprise émet des actions d'apport. Elles accordent les mêmes privilèges que les actions simples. L'évaluation des actions d'apport est fonction de la pertinence du brevet ou de la technologie apportée. En règle générale on retiendra qu'un brevet fondamental pour l'activité se négocie en contrepartie de 4 à 6 % du nombre d'actions émises par l'entreprise. Pour un apport incrémental tel que l'évolution d'un brevet stratégique pour l'entreprise la négociation portera sur 1,5 % à 2,5 % du capital.

Les actions prioritaires

L'attribution d'actions prioritaires, ou *« **prefered shares** »*, est généralement demandée par les capital-investisseurs. Cette requête intervient lorsque les parties se sont entendues sur la valorisation de la prise de participation. Refuser d'émettre les actions de l'entreprise sous la forme d'actions prioritaires peut conduire à l'échec de la levée de fonds. Ces titres offrent, en effet, des avantages qui sont attribués statutairement ou lors d'une décision prise en assemblée générale extraordinaire. Les privilèges accordés portent sur la possibilité de mettre en place des outils d'information renforcée et sur les aspects suivants :

✔ *Les dividendes prioritaires, préciputaires et cumulatifs*

L'investisseur en capitaux se rémunère sur les dividendes et la plus-value en capital. Ainsi, les actions prioritaires lui offrent la possibilité de s'assurer du versement de bénéfices substantiels en se positionnant au premier rang de leur distribution par :

– un dividende prioritaire : il donne droit à une portion des bénéfices distribués plus importante que celle versée aux porteurs d'actions simples ;
– un dividende préciputaire : c'est une portion du dividende attribuée en premier à certains associés et qui consiste en un prélèvement prioritaire représentant l'intérêt à n % du montant libéré et non remboursé sur le nominal des actions ;
– un dividende cumulatif : premier dividende préciputaire dont le non-perçu – si les bénéfices d'un exercice sont insuffisants pour le servir complètement – doit être reporté sur les exercices suivants jusqu'à paiement complet.

✔ *L'augmentation des droits à la liquidation*

Les actions prioritaires donnent le droit au remboursement nominal des actions après apurement du passif social lors de la liquidation de l'entreprise.

Les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote

Ce type d'actions n'est autorisé que dans les entreprises qui ont réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices. Ce cas n'est donc pas très répandu dans les entreprises de croissance. Ces actions ne peuvent représenter plus du quart du capital social afin d'éviter de verrouiller le capital. Elles sont remboursées avant les actions ordinaires en cas de dissolution et sont intéressantes pour l'investisseur qui ne souhaite pas s'immiscer dans la gestion (que l'on appelle « ***hands-off*** »).

Les actions à droit de vote double

Un tel droit peut être attribué par les statuts ou lors d'une assemblée extraordinaire sous certaines conditions : les actions doivent être entièrement libérées (payées) et elles doivent en plus être inscrites au nom du même titulaire depuis au moins deux ans. Les actions nominatives sont inscrites dans un registre spécial qui porte le nom de registre des actions nominatives. Sur ce registre est indiqué le nom de la personne qui détient l'action, ceci permet à l'entreprise de stabiliser son actionnariat, mais ce type de titre permet aussi à l'État d'éviter les fraudes en matière de droit de succession.

Ces conditions nécessaires à la transformation d'actions simples en actions à droit de vote double compliquent et conditionnent leur emploi. Remarquons que le droit de vote supplémentaire n'est pas cessible et qu'il disparaît lorsque l'action est cédée. Étant données les conditions particulières à l'existence de telles actions elles sont principalement réservées aux entrepreneurs à qui elles offrent la possibilité de jouir de la majorité des droits de vote en ne détenant qu'une participation minoritaire au capital. Ainsi, il leur suffit de ne posséder qu'une participation supérieure au quart du capital sous la forme d'actions à droit de vote double pour détenir plus de la moitié des droits de vote, et contrôler par conséquent les assemblées générales ordinaires.

Les actions à droit de vote double sont utiles lorsque le capital-investisseur prend une participation supérieure à la moitié des droits de vote en actions simples, car il cherchera à prendre la participation la plus large possible mais pas forcément le contrôle au sens strict.

Catégorisation des actions et droit de préemption

En pratique, l'arrivée des capital-investisseurs s'accompagne d'une catégorisation des actions selon une hiérarchie à trois niveaux. Chacun des trois types d'actions possède des droits et des obligations particuliers afin de renforcer le contrôle politique de l'investisseur par rapport à son contrôle capitalistique.

Le premier type d'actions est appelé « actions de catégorie A ». Destinées aux investisseurs, elles donnent droit à une information préférentielle au travers de reporting. De plus, ces actions peuvent renforcer les pouvoirs de leurs détenteurs lors de décisions à prendre sur des éléments sortant du business plan. Les droits s'exercent par le principe de la double majorité, la majorité sur le total des actions, la majorité sur les actions de type A, ou tout simplement par un vote restreint aux actions de type A. Ces actions peuvent aussi ouvrir des droits de priorité à la liquidation de l'entreprise, avantage particulièrement intéressant lorsque les risques d'échecs sont élevés.

Les « actions de catégorie B » sont inaliénables pendant une période déterminée. Attribuées aux fondateurs, elles ont pour objectif de les maintenir dans le giron de l'entreprise.

La troisième catégorie d'actions est celle de type C. Elles n'offrent pas de pas de droits particuliers et ne posent pas d'obligations.

La catégorisation des actions indique également l'ordre dans le droit de préemption. Les actions de type A ont la priorité sur celles de type B qui l'ont sur celles de type C. Ainsi, les actionnaires de catégorie A ont la priorité d'achat envers un actionnaire appartenant à la troisième catégorie (un détenteur d'actions de type C), désireux de vendre ses actions.

■ Les pactes d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires a pour objectif de régler les relations extra-statutaires entre les actionnaires. Cette convention n'engage que les associés qui y ont souscrit. Elle s'établit sous seing privé.

Nous présentons tout d'abord les clauses habituellement rencontrées dans les pactes d'actionnaires avant d'aborder celles qui sont plus spécifiquement employées par les investisseurs en capitaux.

Les principales clauses des pactes d'actionnaires

Les clauses habituellement rencontrées dans les pactes d'actionnaires visent généralement à protéger l'actionnaire minoritaire.

Droit de préemption entre associés en cas de cession de parts : cette clause s'applique lorsqu'un associé veut vendre ses parts, les autres actionnaires disposant alors d'un droit prioritaire sur le rachat des dites parts. Bien que cette clause peut figurer dans le pacte d'actionnaires, il sera préférable de la mettre dans les statuts car elle est alors sanctionnée plus efficacement.
Sorties conjointes et proportionnelles : cette clause, également appelée « ***take along clause*** »**,** est présente dans la plupart des pactes car elle permet aux minoritaires de vendre leurs participations aux mêmes conditions que celles des majoritaires.

Les clauses suivantes sont généralement demandées par les financiers :

*Le « **trade sale** » :* cette clause oblige les minoritaires à vendre leur participation si les majoritaires disposent d'une offre d'acquisition sur l'ensemble de l'entreprise.

Limitation de pouvoir : cette clause vise à soumettre certaines décisions stratégiques, voire tout événement sortant du business plan ou des accords préalables convenus avec les minoritaires présents dans le capital de l'entreprise.

Droits à une information étendue : cette clause oblige les dirigeants actionnaires à produire des sources d'informations complémentaires, par exemple des rapports bimensuels. Ces rapports comportent l'état d'avancement de la prospection et du carnet de commande, le compte d'exploitation, la trésorerie. La gestion de cette dernière prend aujourd'hui, et à raison, une place prépondérante. Elle se traduit par un contrôle de gestion

devenu rigoureux. Cette clause figure souvent dans les statuts au bénéfice de tous les actionnaires.

La clause d'exclusivité: cette clause stipule que la personne qui s'en voit frappée ne peut pas exercer une activité professionnelle dans une autre entreprise, même si elle n'est pas concurrente. Elle concerne plus particulièrement les scientifiques clé d'une équipe de recherche associée. Elle peut-être complétée par une clause de non concurrence. Cette dernière garantit l'entreprise en cas de départ d'un homme clé vers une autre entreprise, quel que soit le motif de rupture. Pour être valide, la clause de non concurrence doit être limitée dans le temps et être définie dans une zone géographique.

La clause de collaboration exclusive

Les investisseurs accordent une place dominante à la clause d'engagement de collaboration exclusive avec l'entreprise. En effet, les investissements dans les entreprises de haute technologie portent en grande partie sur des personnes clés pour leur savoir technologique et commercial. Leur départ pour une autre entreprise après l'entrée au capital n'est pas souhaitable car il compromettrait l'évolution du projet.
Pour accroître la force de la clause d'engagement de collaboration exclusive, les investisseurs imposent aux fondateurs une obligation de conservation des titres pendant une durée déterminée, la période de « ***lock-up*** ». De plus ils demandent aux fondateurs de s'engager sur une promesse de cession de leur participation à un prix décoté. Cette décote est progressivement réduite, avec par exemple 80 % au cours de la première année, 50 % au cours de la deuxième, 30 % au cours de la troisième. Les fondateurs s'opposent souvent à ce système de décote, car ils estiment que l'obligation de conservation des titres est suffisante pour garantir leur fidélité et leur maintien au sein de l'entreprise.

Principe des clauses d'anti-dilution « ratchet » et « full-ratchet »

Le droit prioritaire de souscription reconnu à chaque actionnaire permet de souscrire lors d'une augmentation de capital à un nombre d'actions nécessaire au maintien de la participation.

Grâce à la clause de « ***ratchet*** », l'investisseur renégocie son niveau de participation initiale si une nouvelle levée de fonds est réalisée sur la base d'une valorisation inférieure à celle qui avait été faite lors de son entrée au capital. Cette clause est exercée actuellement dans un grand nombre de cas notamment suite au dégonflement des valorisations des entreprises Internet. Les investisseurs initiaux constatent combien les valorisations initiales étaient disproportionnées par rapport à celles proposées aux nouveaux investisseurs. S'ils ne disposaient pas de la possibilité d'exercer cette clause, ils seraient exposés à de telles dilutions que la rentabilité de l'investissement serait négative. La clause de « ***ratchet*** » offre la possibilité de souscrire pour un montant symbolique à un nombre d'actions nouvellement émises. Cette clause s'accompagne essentiellement de la mise en place de Bons de souscription d'action, les BSA.
Un « ***full ratchet*** » a lieu lorsque les investisseurs requièrent l'application radicale de la clause de « ***ratchet*** » afin de bénéficier de la même valorisation que les nouveaux entrants.

■ Les instruments financiers dérivés et la géographie variable du capital

Les coûts de mandat et de dédouanement des instruments financiers

Les instruments financiers dérivés offrant la possibilité d'accès à terme au capital de l'entreprise permettent la mise en œuvre de mécanismes de partage des profits, « ***profit sharing*** ». Ces instruments confèrent à l'investisseur des droits sur le partage à terme des bénéfices mais aussi sur le contrôle de l'entreprise jusqu'à la prise de mesures qui peuvent amener à révoquer les dirigeants. Ces titres sont émis par l'entreprise après négociation avec les investisseurs et se déclinent principalement sous la forme :
– d'actions à bons de souscription d'actions, les ABSA,
– d'obligations convertibles, les OC,
– d'obligations remboursables en actions, les ORA.

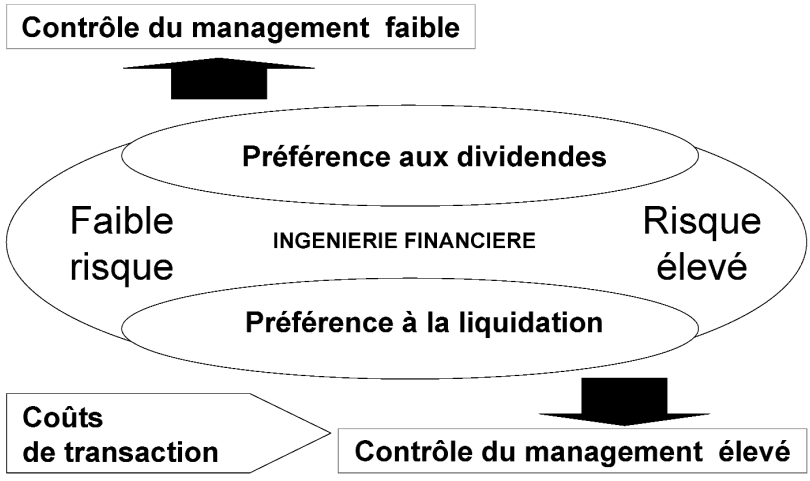
Nous examinerons les caractéristiques de ces différents instruments qui offrent aux investisseurs la possibilité de se prévenir contre des investissements infructueux. Les contrats n'étant pas normés, d'autres montages sont néanmoins possibles, « ***tailored made investments*** » et nous proposons d'en exposer les principes.

Les instruments de partage des profits permettent de valoriser le portefeuille d'un investisseur lorsque l'entreprise est performante et de couvrir son risque lorsque l'entreprise est défaillante. Néanmoins, l'obtention d'une telle flexibilité est génératrice de coûts de mandats qui sont croissants avec la complexité de l'instrument financier employé. Ces coûts découlent tout d'abord des efforts de négociation pour le rapprochement des parties et des frais d'assistance juridique pour la formulation du contrat. Ensuite, le contrat étant assimilable à une option de type « ***call*** », c'est-à-dire à une option d'achat, il implique le paiement d'une prime de risque. Celle-ci se traduit par exemple dans le cas de l'obligation convertible par des taux actuariels plus faibles en contrepartie d'un droit de conversion en fonction des résultats futurs. Enfin, les coûts de contrôle et de dédouanement qui découlent de la participation au conseil d'administration et de surveillance ainsi que des procédures de « reporting » (rapport d'activité mensuel, audits, expertises,…) sont également plus importants car ils nécessitent l'acquisition d'information lors d'étapes intermédiaires afin de vérifier si les objectifs ont été réalisés.

Séduisants, les instruments financiers dérivés impliquent un ensemble de coûts apparents et cachés non négligeables qui ont fait glisser la rentabilité des plus grands fonds d'investissement. En toutes circonstances, les coûts de dédouanement et de mandats sont supportés directement par les actionnaires. Le graphique ci-dessous indique que les coûts sont croissants avec la technicité du produit ou du marché et décroissant avec la maturité de l'entreprise. Pour une entreprise de haute technologie en phase de développement, les coûts peuvent grever la rentabilité de l'investissement au point qu'elle devienne négative. Si l'usage d'instruments financiers dérivés est nécessaire dans le capital-investissement, ils sont à utiliser avec grande précaution. Pour les projets risqués, le choix des instruments financiers privilégiera la couverture contre les risques de faillite et le

contrôle actif des dirigeants. Pour les projets à faible risque, les instruments financiers seront tournés vers les possibilités d'obtenir des dividendes et d'augmenter l'effet de levier financier tout en restant passif sur la gestion de l'entreprise.

Risque d'entreprise et choix des instruments financiers



Les obligations convertibles en actions – OC

Les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA), les obligations convertibles (OC) et les bons de souscription d'actions (BSA) ont pour point commun de conférer à leur titulaire un droit d'acquisition ultérieure d'actions, que ce soit par conversion ou exercice de bons. Le contrat d'émission de ces titres prédétermine le prix auquel pourront être acquises les actions. Les titulaires de ces titres sont avantagés dans la mesure où ils n'ont pas l'obligation d'exercer leur droit de souscription ou de conversion.

En réalité, ces instruments dérivés, appelés également, « quasi fonds propres », ou « ***hybrides*** » ont une fonction de sanction de la non-réalisation des objectifs communément définis lors de l'investissement. Notamment, une obligation convertible (OC) en actions est une valeur mobilière qui

donne à son détenteur le droit d'échanger ses obligations contre des actions selon une parité de conversion. Cette parité peut être variable en fonction d'objectifs prédéfinis. Les conditions sont alors fixées lors de l'émission.
La mise en œuvre des obligations convertibles est relativement simple et souple par rapport aux obligations remboursables en actions. Les OC assurent une rémunération intermédiaire et régulière pour l'investisseur sous la forme de coupons qui sont fiscalement déductibles pour l'entreprise. Les obligations convertibles ne peuvent être émises que par des entreprises en sociétés anonymes ayant achevé deux exercices à moins que l'émission ne soit garantie par un tiers. Notons qu'il est possible d'envisager l'émission d'obligations convertibles en certificats d'investissements. Cette opération correspond à un démembrement de l'action et impose l'émission du même nombre de droits de vote. Cependant, cette solution n'est que rarement retenue par les investisseurs car ils sont privés de leurs droits de vote.

✔ *Contenu du contrat d'émission d'une OC*

– le montant de l'emprunt et la valeur nominale des obligations ;
– la durée de l'emprunt convertible. Dans les opérations de capital-risque la durée est en générale de trois à cinq ans avec une franchise de remboursement de deux à trois ans ;
– le taux d'intérêt facial et réel. Les investisseurs privilégient un taux relativement bas pour deux raisons : d'une part pour ne pas surcharger les coûts financiers de l'entreprise, d'autre part pour réaliser des plus-values en capital plus consistantes ;
– la période de conversion. La conversion peut être exercée à tout moment par le souscripteur pendant la durée de l'emprunt et avant chaque échéance d'amortissement, ou pendant une ou plusieurs périodes déterminées ;
– le taux de conversion. Il stipule la parité de conversion des obligations en actions (par exemple, une action pour trois obligations). Le taux de conversion est l'élément déterminant du contrat car il peut être variable en fonction des objectifs fixés et jouer par conséquent un rôle de sanction. Le taux est en général défini par les investis-

seurs en fonction d'indicateurs prévisionnels tels que l'EBITDA (« Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ») ou l'EBIT (« Earnings Before Interest and Taxes »). Par exemple, si l'entreprise génère un EBIT supérieur à 10 millions d'euros, une obligation sera convertie en une action et si l'EBIT est compris entre 2 et 10 millions d'euros, la parité sera de 2 actions pour une obligation. Ce mécanisme est incitatif pour l'entrepreneur car selon la parité l'investisseur peut aller jusqu'à prendre le contrôle de l'entreprise ;

– la prime de non-conversion. Elle est facultative mais elle est présente dans tous les contrats. La prime de non-conversion joue en cas de succès de l'entreprise. En effet, l'entrepreneur peut souhaiter la non-conversion des obligations afin d'éviter une prise de participation au capital de l'investisseur et donc son contrôle sur l'entreprise. En contrepartie de la plus-value non-réalisée par les capital-investisseurs par la non-conversion, l'entrepreneur versera une prime.

✔ *Scénarii de conversion*

Les objectifs sont atteints : Lorsque l'entreprise a suivi son plan de développement et atteint ses objectifs, sa valeur s'en trouve augmentée. Sa capitalisation est supérieure et il devient plus intéressant de devenir actionnaire plutôt que de rester obligataire. Le porteur d'obligations convertibles convertira dans ce cas ses obligations pour les raisons suivantes :

– le porteur de l'obligation peut réaliser des plus-values en cédant ses actions,
– il peut espérer des perspectives de distribution de dividende supérieures aux intérêts,
– la conversion en actions émet un signal positif sur la qualité de l'entreprise lorsque les investisseurs restent « hands-off ». Elle permet de recourir plus facilement à l'endettement traditionnel pour financer la suite du projet et de bénéficier de l'effet de levier financier.

Les objectifs ne sont pas atteints : Dans le cas où l'entreprise connaît des pertes non anticipées, un plan de redressement est établi. Cela suppose un

renforcement du contrôle des investisseurs extérieurs pour jouer un rôle actif. Les actionnaires et les possesseurs de créances assimilables à des fonds propres sont alors mobilisés. Les obligations sont converties en actions mais à une parité telle que les investisseurs en OC obtiennent la majorité et prennent le contrôle de l'entreprise. Les investisseurs deviennent « hands-on » et réorganisent l'entreprise. A l'inverse des États Unis, les investisseurs français sont peu enclins à augmenter leurs participations dans une entreprise en défaillance pour la réorganiser. Lorsqu'ils ne fondent plus d'espoirs sur l'avenir de l'entreprise, il préfèrent ne pas convertir leurs titres afin de rester en position d'obligataires et compter sur un remboursement de la dette, même partiel. En effet, le droit des procédures collectives (loi de 1985) n'est pas suffisamment incitatif pour soutenir ce risque.

Une opportunité de cession du porteur d'OC : Une occasion de céder entièrement ou partiellement ses actions à un industriel ou sur un marché boursier peut se présenter. Le porteur d'OC convertit ses obligations et cède ses actions pour réaliser une plus-value. *A contrario*, lorsque les perspectives de sortie du capital-investisseur sont trop lointaines ou non apparentes, il préférera ne pas convertir ses obligations.

✔ *Valeur paritaire d'une OC*

Le produit du taux de conversion de l'OC par la valeur d'une action de l'entreprise indique la valeur d'une obligation qui serait convertie en actions. Cette valeur est également appelée « ***parity value*** ». A parité fixe, lorsque la valeur de l'action est élevée, il est dans l'intérêt de l'investisseur en capital de convertir ses obligations en actions. En revanche, lorsque la valeur de l'action est faible, il est préférable pour l'investisseur de ne pas convertir ses obligations et de continuer à percevoir le bénéfice des intérêts s'assurant ainsi d'une rémunération. Néanmoins, le risque de crédit est croissant au fur et à mesure que la valeur des actions décroît et qu'elle s'approche de la valeur des actifs.

Le refinancement de projet et l'emploi d'obligations convertibles

Nous abordons la problématique de l'emploi d'obligations convertibles dans le cadre du refinancement de projet par un cas d'application qui démontre l'intérêt de cet instrument financier.

L'entreprise « Distance Maintenance – DM- » a développé un système permettant de réaliser de la surveillance à distance de site de production. Le procédé permet d'éviter le déplacement d'un ingénieur sur le site puisque l'observation se fait sur la base d'images numériques transmises via Internet. Cette méthode d'observation est plébiscitée par les entreprises qui ont de nombreux sites de production à l'étranger.

Cependant les dirigeants de DM ont sous-évalué dans leur business plan le temps nécessaire à l'adoption de leur procédé du fait de la nécessité de convaincre et former les ingénieurs en maintenance industrielle. Il en résulte un chiffre d'affaires en retrait de 40 % par rapport aux prévisions, retardant le « *break-even* » de six mois environ. De plus les salaires ne pourront pas être réglés en fin du mois.

DM sollicite un « ***bridge loan*** ». C'est un prêt relais souscrit par l'entreprise auprès de son investisseur de référence dans l'attente de la levée de fonds. Une nouvelle étude du marché confirme les potentialités évaluées lors des investissements initiaux. Cette étude montre que le marché est appelé à se développer et que la concurrence n'est pas intense. La technologie est opérationnelle et les barrières à l'entrée sont importantes puisque deux années de développement ont été nécessaires à la création du logiciel et de la plate-forme d'expertise. Les « ***due diligences***[1] ***»*** donnent un excellent niveau de satisfaction des clients. L'activité suit une croissance encourageante et c'est véritablement un problème de transition de marché vers l'intégration des nouvelles technologies de l'information dans la maintenance industrielle qui se pose ici. La signature d'un contrat de faisabilité de maintenance à distance des sites de production en Europe de l'Est pour un constructeur automobile est un élément fort du dossier. Le contrat ne précise cependant

1. Due diligences : opérations d'expertise de la société par les financiers (audits juridiques, technologiques…).

pas l'échéance de la mise en place du procédé au sein de ce groupe en cas de démonstration positive. Démontrer la qualité des produits et services de DM au constructeur automobile entraînera des coûts importants pour l'entreprise qui aura alors recours à une seconde augmentation de capital. D'ici là, les investisseurs proposent de baisser drastiquement les charges, en vue d'atteindre rapidement le « ***break-even*** », en d'autres termes des cash-flow positifs. Ils évaluent donc le besoin de financement de la société pour les six mois à venir sur la base de prévisions pessimistes de chiffre d'affaires, et obtiennent un besoin de financement de 600 000 euros. Les modalités de cette opération de refinancement restent alors à être définies.

Tout d'abord, les investisseurs en capitaux souhaitent éviter d'investir dans l'entreprise par l'achat de nouvelles actions. Réaliser une augmentation en capital obligerait les investisseurs à fixer un niveau de valorisation de l'entreprise sans cohérence avec la qualité de la technologie développée et des perspectives de développement de marché. Une étude objective de la valorisation de l'entreprise a donné les résultats suivants :

– la valorisation pre-money (avant infusion de capitaux) du 1er tour était de 2,4 millions d'euros : le capital de la société étant composé de 4 800 000 actions dont la valeur unitaire est estimée à 0,50 euro ;
– le montant investi par les investisseurs en capitaux au 1er tour a été de 1,6 million d'euros, ce qui leur a donné en contrepartie 3 200 000 actions ;
– la valorisation post-money (après infusion de capitaux) du 1er tour était donc de 4 millions d'euros. Les investisseurs détenaient donc 40 % du capital à l'issue du 1er tour. Cette valorisation était justifiée par les prévisions synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Compte de résultat sur la période de janvier à septembre 2001

En K€	Prévu	Réalisé	Variation %
CA consolidé	2 320	1 590	– 31 %
Coûts directs	999	738	– 26 %
Coûts indirects	1 581	1 762	+ 11 %
Résultat d'exploitation	**259**	**– 910**	**– 251 %**

Compte tenu du recul du chiffre d'affaires, du retard du *break-even* et d'un dépassement des charges dû à une gestion trop audacieuse, les investisseurs souhaitent sanctionner les dirigeants. Une nouvelle évaluation par les investisseurs conduit à un prix de l'action de 0,35 euro, soit une valorisation de l'entreprise à 2,8 millions d'euros.

Si les investisseurs en capitaux du 1er tour interviennent par une augmentation en capital de 600 000 euros sur la base d'une valorisation à 2,8 M€, ils devraient obtenir 1 714 285 nouvelles actions. Leur part du capital dépasse alors les 50 %.
Cependant, en dévalorisant l'entreprise, ils dévalorisent également les actions auxquelles ils ont souscrit au 1er tour de financement. Dans ce cas, ces actions ne valent plus que 0,35 €. Face à une telle situation, les investisseurs sont tenus de constater une moins-value de 30 % sur leurs anciennes actions. Il n'est donc pas dans leur intérêt de réaliser une telle opération car elle contribuerait à la dévalorisation du fonds.

En revanche, l'analyse des nouvelles projections et la confiance accordée aux dirigeants de l'entreprise DM, laissent espérer une valorisation fort intéressante lorsque l'entreprise dégagera des résultats positifs. Cette valorisation attendue pour un 2nd tour dans des conditions bénéficiaires serait de 8 millions d'euros, soit un prix par action de 1 euro.

L'instrument financier qui répond au mieux à la problématique des investisseurs en capitaux du cas DM est l'obligation convertible. En effet, la souscription à des obligations convertibles n'oblige pas les investisseurs à fixer un prix par action immédiatement. Il n'en reste pas moins que la parité de conversion devra tout de même tenir compte du risque très important auquel s'exposent les investisseurs. Dans notre cas, la négociation a abouti, en accord avec les dirigeants de DM, à une décote de 30 % du prix de l'action lors du prochain tour de table en cas d'atteinte des objectifs. En cas d'échec des dirigeants à passer le break-even d'ici six mois, les investisseurs pourront en revanche souscrire à un pool d'actions au nominal de 0,10 € leur attribuant le contrôle de l'entreprise. Plus précisément, ils obtiendront 6 000 000 de nouvelles actions à 0,10 euro l'action, ce qui leur donnera un total de 9 200 000 actions sur les

14 000 000 émises par l'entreprise. Les investisseurs détiendront ainsi 66 % du capital de l'entreprise et seront en mesure de révoquer l'équipe dirigeante ou encore de tenter de vendre immédiatement leur participation. Ce montage avec des obligations convertibles permet aux investisseurs en capitaux de remplir plusieurs objectifs :

– l'entreprise peut poursuivre son activité, ce qui sauvegarde leur participation initiale ;
– l'entreprise devrait atteindre les objectifs pour réaliser un 2nd tour dans de bonnes conditions. Les investisseurs espèrent dans ce cas un TRI de 50 % sur leurs actions du 1er tour, et une décote de 30 % sur les actions obtenues par conversion du *bridge loan* ;
– En cas d'échec des dirigeants à atteindre les objectifs fixés, les investisseurs prendront le contrôle de l'entreprise par simple conversion de leurs OC et seront en mesure de céder leurs parts après restructuration.

Les obligations remboursables en actions : ORA

À la différence de l'obligation convertible, l'ORA implique pour l'entreprise émettrice de rembourser l'obligation en actions sauf clause particulière applicable en cas de liquidation. Les actions destinées au remboursement des ORA sont émises à l'échéance contractuelle. Au même titre que les obligations convertibles, la parité de remboursement des obligations en actions est fonction des résultats. Cette parité est prévue dans le contrat d'émission. Ainsi, lorsque les résultats ne sont pas atteints, une moins bonne valorisation de l'entreprise pourra être compensée par l'attribution d'un nombre supérieur d'actions. Remarquons que l'ORA présente un inconvénient de taille majeur en comparaison des obligations convertibles : aussi faible que soit la valeur de l'action, la créance détenue par l'investisseur reste payable en actions. L'ORA ne dispose pas de la flexibilité d'une obligation convertible qui se comporte comme un instrument financier optionnel permettant de conserver sa créance en cas de forte dévalorisation. Afin de compenser ce manque de flexibilité et donc une exposition à un risque plus important pour l'investisseur, la rentabilité attendue des détenteurs d'ORA est supérieure à celle des obligations convertibles. Si la rentabilité offerte aux obligataires est supérieure à celle des divi-

dendes versés aux actionnaires, l'émission d'ORA reste intéressante parce qu'elles sont fiscalement déductibles.
L'ORA est un instrument adapté au financement des entreprises peu risquées mais qui ont un besoin de trésorerie momentané et important et dont on sait qu'à moyen terme elles devront renforcer leurs fonds propres. De surcroît, l'ORA produit un « effet cosmétique » en renforçant immédiatement la structure financière de l'entreprise puisqu'elle reporte à une échéance ultérieure la dilution du capital.

Les bons de souscription d'actions et les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise : BSA et BSPCE

Les BSA ou bons autonomes sont également appelés bons secs ou bons indépendants car les bons ne sont rattachés à aucune valeur mobilière. Les bons donnent à son porteur uniquement le droit de souscrire à l'émission d'actions ou de certificats d'investissements. Les titres auxquels les bons donnent droit de souscrire doivent être émis dans un délai de cinq ans à compter de l'émission. L'émission précise le prix auquel les titres pourront être souscrits. Détenir des bons de souscription revient à être porteur d'une option d'achat d'actions. Ainsi, le droit d'acquérir des titres à un prix prédéterminé ne sera exercé que dans la mesure où la valeur de l'action est supérieure au prix d'achat stipulé par le bon. Les bons de souscription étant des valeurs mobilières cessibles, l'entrepreneur veillera à disposer d'un droit de préemption sur ces titres de telle manière qu'ils ne puissent pas être cédés à des tiers. En effet, la cession de tels titres peut changer la répartition du capital jusqu'à faire basculer la majorité. Ces titres feront par conséquent partie des valeurs mobilières incluses dans les protocoles d'actionnaires.

✔ *Un instrument de motivation*

Les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) sont couramment employés comme un instrument de motivation des dirigeants à l'image des Stock-Options dans les pays anglo-saxons. En effet, les capital-investisseurs s'engagent contractuellement à octroyer à un prix

symbolique des BSPCE aux dirigeants si ces derniers atteignent les objectifs fixés (chiffres d'affaires, EBITDA, EBIT ou résultat net). C'est en exerçant leurs bons que les dirigeants souscrivent à l'augmentation de capital et renforcent leurs positions. Ils peuvent ainsi passer les caps de la minorité de blocage ou de la majorité, respectivement 33,34 % ou 50,01 %, ou encore des 66,67 % par compensation pour l'atteinte des objectifs réalisés. Non seulement les capital-investisseurs octroient des bons aux entrepreneurs, lorsque ceux-ci remplissent leurs objectifs, mais en plus ils n'exercent pas leurs BSA. Dans ce cadre on assiste à une dilution des titres détenus par les investisseurs qui voient leur importance diminuer dans l'entreprise au profit de ses créateurs.

- *Un instrument de sanction*

Les BSA peuvent avoir un rôle de sanction. Si l'entreprise s'est trop éloignée de son plan de développement ou si les dirigeants n'ont pas atteint les objectifs fixés, aucun bon ne leur est octroyé. Dans ce cas, les capital-investisseurs exercent leur droit dans le but de prendre le contrôle de l'entreprise et de sanctionner les dirigeants ou de les révoquer.
Les échéances des BSA sont d'autant plus rapprochées que le projet est risqué. Le financement d'un projet se traduit par une succession de BSA. Évidemment, moins les objectifs sont atteints, plus les dirigeants de l'entreprise perdent du capital de leur entreprise, pouvant à terme en perdre définitivement le contrôle. L'entreprise a une valeur plus grande à mesure que les objectifs sont atteints et les investisseurs une participation décroissante. *A contrario*, l'entreprise est d'autant moins valorisée qu'elle est dans l'incapacité d'atteindre les objectifs. L'investisseur possède alors une part qui est croissante avec la situation d'échec de l'entreprise.

Les actions et les obligations à bons de souscription d'actions – ABSA et OBSA

Lorsque des bons de souscription d'actions (BSA) sont attachés à des valeurs mobilières, les instruments de financement obtenus sont les suivants :

– les actions à bons de souscription d'actions,
– les obligations à bons de souscription d'actions.

L'entreprise qui émet des actions ou des obligations s'accompagnant d'une attribution de BSA offre à terme aux apporteurs de fonds un accès privilégié au capital de l'entreprise. Les porteurs de ces titres disposent d'une option de souscription à une seconde augmentation de capital.
Dans l'activité du capital-investissement, les ABSA trouvent avant tout leur emploi en tant qu'instruments de financement de l'entreprise par l'achat d'actions et comme instruments de motivation des dirigeants par les BSA qui permettent une répartition différée du capital en fonction des résultats. L'objectif de l'émission des BSA réside dans la répartition de la richesse créée par l'entreprise entre les financiers et les entrepreneurs. Cette richesse étant incertaine lors de l'émission des ABSA, le nombre de BSA est fixe mais leur répartition entre financiers et entrepreneurs est prédéterminée en fonction des résultats attendus. Dans le cas où les résultats obtenus répondent aux prévisions les plus optimistes, les financiers cèdent la totalité des BSA à un très faible prix (la valeur du nominal de l'action est généralement choisie). L'exercice des BSA par les fondateurs leur permet de gagner en contrôle sur l'entreprise. Dans ce contexte, l'exercice des BSA s'accompagne d'une dilution du capital et d'une perte partielle de contrôle de l'entreprise par les capital-investisseurs. Les résultats dégagés par l'entreprise offrent en contrepartie la possibilité aux investisseurs en capitaux de réaliser d'importantes plus-values par la cession des actions qu'ils détiennent.
Si les résultats attendus ne sont pas atteints, les capital-investisseurs exercent la totalité des BSA pour leur propre compte. Ils peuvent alors obtenir jusqu'à plus de 50 % de l'entreprise et en prendre le contrôle.

Par une répartition différée du capital en fonction des résultats, le mécanisme des ABSA permet de récompenser ou de sanctionner les dirigeants de façon graduelle suivant les niveaux de résultats attendus et prédéfinis. L'emploi des ABSA permet de prédéterminer un seuil maximal de détention d'actions par les investisseurs dans l'entreprise et constitue un outil de signalisation très efficace car il oblige l'entrepreneur à dévoiler la véritable qualité de son projet.

Les limites de l'intérêt des bons de souscription d'actions pour un entrepreneur résident dans la possibilité d'exercer ses BSA et de les vendre pour réaliser une plus-value. En effet, si les titres ne sont pas cotés, les actions de l'entreprise ne seront que très peu liquides. La situation est d'autant plus aggravée en présence d'un droit de préemption ou d'agrément au bénéfice des autres actionnaires. Il faut par conséquent envisager au moment de l'émission des bons une convention par laquelle l'entrepreneur-dirigeant a la garantie de pouvoir vendre tout ou partie de ses titres pour financer son opération et éventuellement un engagement d'achat de l'investisseur. L'emploi de ces titres devrait être privilégié si une introduction en bourse est envisageable.

■ Pricing de bons de souscription d'action

Valorisation des BSA et contrôle de l'entreprise

Rappelons que les montants apportés par les capital-investisseurs sont en général déterminés en fonction des besoins en financement de l'entreprise. La proportion du capital détenu par le capital-investisseur dans l'entreprise en contrepartie des montants apportés est égale à :

$$\text{CIc} = \frac{\text{Montants apportés par le CI}}{\text{Valorisation post money}}$$

Nous pouvons également en déduire que la valorisation post-money équivaut au produit des montants apportés par les capital-investisseurs et du pourcentage du capital détenu par ces derniers. L'emploi de BSA impliquant à terme une géométrie variable du capital en fonction des revenus réalisés, le capital-investisseur négocie avec l'entrepreneur une valorisation maximale de l'entreprise en cas de réalisation des objectifs les plus optimistes. Cette négociation a pour but de fixer la proportion minimale de capital requise par le capital-investisseur lors de la prochaine augmentation en capital étant donné l'exercice des BSA par les entrepreneurs. La première étape consiste donc à déterminer la valeur haute de la valorisation de BSA.

Dans le cas où les résultats escomptés ne sont pas atteints, le capital-investisseur conserve et exerce la totalité des BSA lui donnant droit à une part déterminée du capital. Ainsi, pour se prévenir de l'échec du projet, une part du capital maximale destinée aux investisseurs en capitaux est prédéterminée pour une valorisation minimale de l'entreprise. La deuxième étape consiste donc à définir le niveau de valorisation faible des BSA. L'objectif pour le capital-investisseur est d'accéder au contrôle de l'entreprise pour un investissement marginal. En effet, le contrôle majoritaire de l'entreprise défaillante permettra au capital-investisseur de restructurer l'entreprise ou de faciliter sa cession à un tiers.

Profil de pricing des BSA

Entre les niveaux de valorisations faible et haute des BSA, les capital-investisseurs s'engagent à céder une partie des BSA aux fondateurs de l'entreprise. Un nombre ZR, selon une formule traduite par une fonction linéaire du résultat net RN que nous allons expliciter. Posons ZR = A × RN + B, où A et B sont des constantes.

Du système d'équations (1) on déduit les constantes A et B en fonction de Z, RN1 et RN2. On trouve alors $ZR = \frac{RN - RN1}{RN2 - RN1} \times Z$

Du système d'équations (2) on déduit X et Z en fonction de P1, P2 et N qui sont des données du problème.

On trouve : $X = \frac{P2}{1 - P2} \times N$ et $Z = \frac{P1 - P2}{(1 - P1) \times (1 - P2)} \times N$

Concrètement, le déroulement des opérations est le suivant : Tout d'abord les fondateurs de l'entreprise, dont le capital est composé de *n* actions, établissent en *t* leurs besoins de financement pour atteindre leurs objectifs. Puis, par négociation, l'entrepreneur et le capital-investisseur déterminent en *t* les valeurs extrêmes de l'étendue de la valorisation attendue de l'entreprise pour une échéance donnée à *t+1*. On en déduit CI_{cf} et CI_{ch}, respectivement la part du capital détenue par les capital-investisseurs en *t+1* si le projet est un succès ou si le projet est un échec. L'augmentation

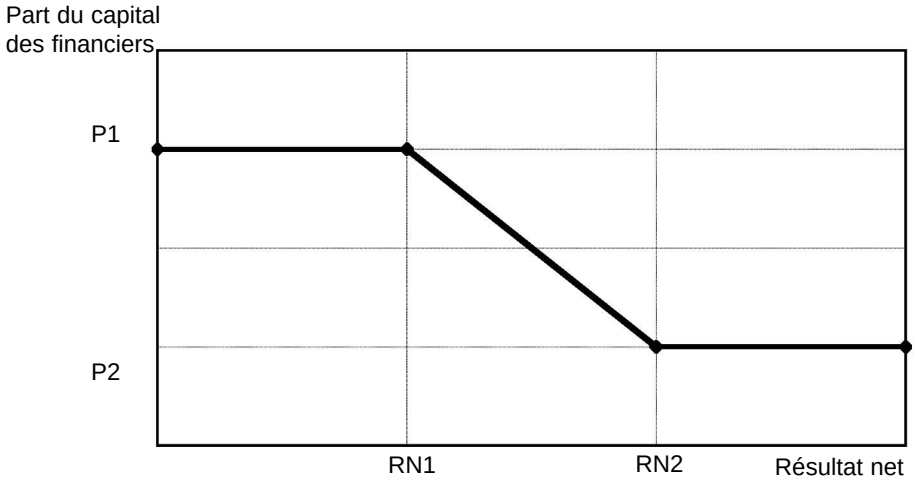
Méthode de pricing de bons de souscription d'actions

	Limite basse RN<RN1 Tous les bons sont exercés	**Limite haute RN>RN2 Aucun bon n'est exercé**
Nombre d'actions composant le capital avant augmentation du capital	N fixé	N fixé
Nombre de nouvelles actions émises par augmentation du capital	X à déterminer	X à déterminer
Nombre de BSA total détenu par les investisseurs initialement	Z à déterminer	Z à déterminer
Nombre d'actions obtenues par exercice des BSA	Y1 = Z par hypothèse	Y2 = 0 par hypothèse
Nombre de BSA rétrocédés aux fondateurs	$ZR1 = 0$ par hypothèse	$ZR2 = Z$ par hypothèse
(1) : Nombre de BSA rétrocédés aux fondateurs (formule explicite)	$ZR1 = A \times RN1 + B = 0$	$ZR2 = A \times RN2 + B = Z$
(2) : Part du capital des financiers après exercice des bons	$P1 = \frac{X + Z}{X + Z + N}$	$P2 = \frac{X + Z}{X + N}$

en capital est effectuée par émission de X actions auxquelles sont associées Z BSA.

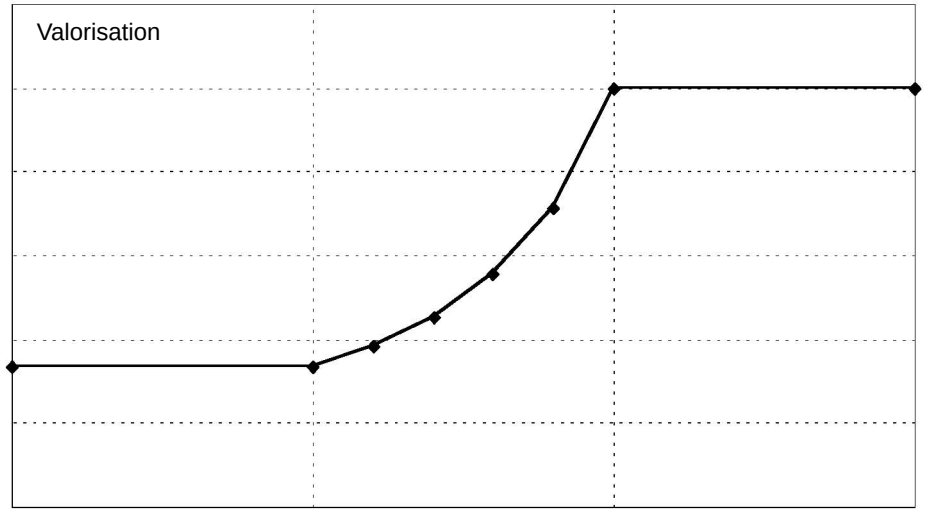
Ensuite, selon les objectifs fixés, un nombre Zr de BSA est rétrocédé aux fondateurs, les autres étant convertis en actions par le capital-investisseur. La valeur de l'entreprise est ainsi ajustée à la plage de valorisation déterminée en *t*.

Profil de la part de capital des financiers



Il est intéressant de constater que la valorisation étant inversement proportionnelle à P, elle ne suit pas une fonction linéaire du résultat net, mais est toujours inférieure à cette fonction linéaire. Le profil de valorisation en fonction du résultat est du type :

Valorisation des BSA en fonction des résultats nets



■ Motiver ou sanctionner avec les BSPCE et les stock-options

Les instruments financiers des plans incitatifs

Les plans incitatifs, « ***incentive plan*** », ont pour objectif de motiver les dirigeants mais aussi les salariés pour les projets les plus innovants. Ces acteurs-clés de la réussite de l'entreprise détiennent par leurs participations optionnelles un accès à terme à la propriété de l'entreprise et par conséquent aux bénéfices futurs. Le premier écueil rencontré dans l'élaboration d'un plan incitatif porte sur la durée. Dans tous les cas, les gestionnaires de l'entreprise doivent être intéressés sur une durée au moins égale à celle du temps de portage prévu par les investisseurs. Si la durée s'avère être trop courte, un dirigeant est tenté de mettre en œuvre des stratégies ou des actions dangereuses pour l'entreprise. Des ventes ou des partenariats s'accompagnant de transferts technologiques, des ventes à des clients incertains ou encore des surinvestissements dans des équipements de production sont autant d'actes qui valorisent l'entreprise sur le court terme et qui sont dévastateurs de valeur à moyen terme. Afin d'éviter ce type d'opération, les protagonistes sont contraints à une période d'inaliénabilité sur leurs titres de participation. On retiendra que dans le cadre d'activités de services, la durée sera de court terme (trois ans) pour motiver en premier lieu les ventes. *A contrario*, dans les secteurs où la recherche et le développement sont le cœur de métier et plus encore lorsque l'activité requiert de lourds investissements dans des actifs matériels et immatériels, les plans incitatifs portent sur de longues périodes allant jusqu'à cinq ans. Le tableau ci-après indique que les périodes sur lesquelles portent les plans incitatifs d'entreprises cotées sur le Nouveau Marché s'échelonnent de deux à sept ans.

En France, les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise, BSPCE, BSCE ou BCE, ne sont pas conditionnés dans le temps, mais sur les résultats. Les actions auxquelles ils donnent lieu restent cependant inaliénables d'un point de vue fiscal car on perd les avantages liés à ces parts. Ces plans prennent deux formes différentes selon qu'il s'agit

d'attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions. Quel que soit l'instrument financier employé, le détenteur de ces titres bénéficie du droit d'obtenir à terme des actions de l'entreprise à un prix fixé à l'avance. Les bons de souscription sont plus avantageux pour l'entreprise émettrice. En effet, elle augmente ses fonds propres sans créer de nouvelles charges alors que dans le cas des options d'achat, l'entreprise doit acheter le nombre équivalent d'actions nécessaires aux levées d'option, ce qui demande une immobilisation du capital qui ne sera récupéré qu'après la levée.
C'est le conseil d'administration qui détermine le nombre maximum d'options qui pourront être souscrites ou achetées pour les bénéficiaires ainsi que le prix d'achat ou de souscription et les modalités selon lesquelles les bénéficiaires pourront exercer leurs droits. Toutefois, le nombre d'options de souscription consenties mais non encore levées ne peut pas donner droit à souscrire un nombre d'actions excédant le tiers du capital social. Il n'y a pas de limite légale pour les options d'achat mais, en pratique, elles ne donnent pas droit à plus de 10 % du total des actions émises.

Valorisation des stock-options et des bons de souscription

L'ouverture des options est la date à partir de laquelle les options peuvent être levées ou exercées. Si les actions sont non cotées, le prix est fixé par l'assemblée générale ou sur délégation de celle-ci par le conseil d'administration ou le directoire. La valeur des titres est en général fixée au niveau de valorisation du dernier tour de table. Sinon, pour les entreprises cotées en bourse, le prix d'exercice, « ***strike price*** », est fixé lors de l'octroi des options en fonction du cours de cotation. Plus particulièrement, la réglementation indique que le prix doit être fixé au jour où l'option est consentie, c'est-à-dire le jour où le conseil d'administration ou le directoire arrête les conditions générales de l'offre. Si les actions sont cotées sur un marché réglementaire, le prix de souscription ou d'achat ne peut pas être inférieur à 80 % de la moyenne des cours cotés lors des 20 séances précédentes. Lorsque les titres ne sont pas cotés l'assemblée est libre de fixer comme elle l'entend les modalités de détermination du prix de souscription ou d'achat. Précisons enfin que le prix fixé par la souscription ou l'achat des actions ne peut pas être modifié pendant la durée de l'option à moins qu'au cours de cette période l'entreprise ne réalise des opérations finan-

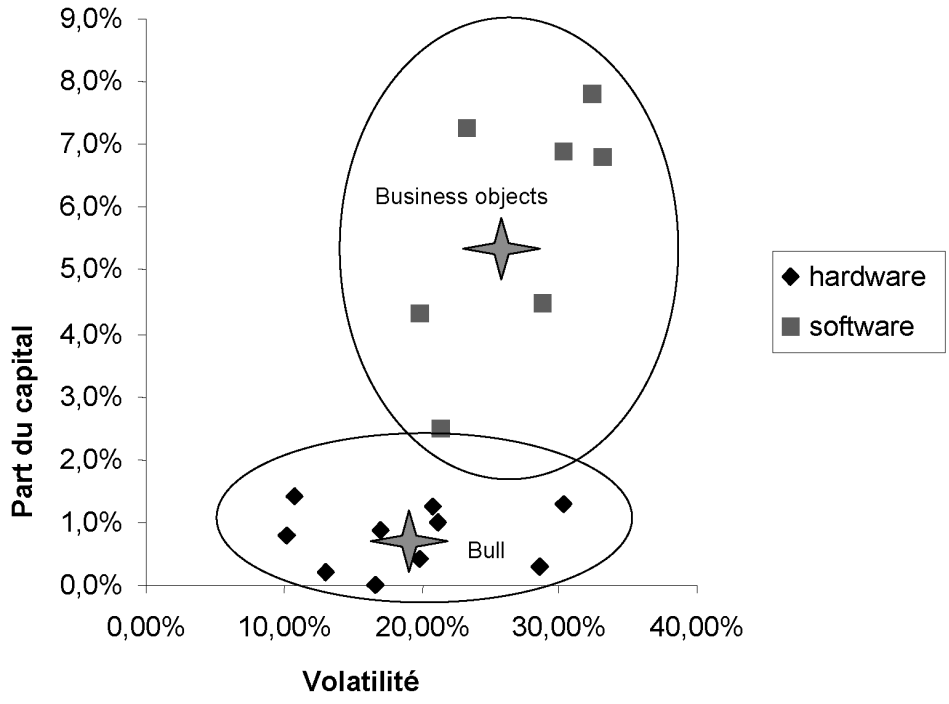
cières nécessitant un ajustement du prix convenu à l'origine. Pour qu'un plan soit motivant pour un dirigeant, il faut qu'il y ait des perspectives de plus-values importantes, l'idéal étant que l'entreprise soit introduite en bourse au terme de l'option. Le tableau ci-dessous montre les caractéristiques des plans incitatifs accordés par des entreprises du Nouveau Marché.

Exemple de plans de stock options sur le Nouveau Marché en 2000

ENTREPRISE	Période	Capital	Date	Prix d'exercice	Ouverture
Au féminin	1 an	2.5 %	31/03/2000	>80 %	5 ans
Consors	3 ans	5 %	16/03/2000	€ 18.35	Non limité
Hubwoo	5 ans	4 %	13/09/2000	>80 %	N/A
Fimatex	3 ans	5 %	23/02/2000	>80 %	10 ans
Cybersearch	5 ans	10 %	11/04/2000	>80 %	N/A
Multimania	3-5 ans	12 %	13/03/2000	€15.9-28.8	8 ans
Bourse direct	5 ans	2.5 %	24/9/1999	€11.21/30.10	10 ans
Cryonetworks	5-7 ans	5 %	3/4/2000	F 256,18 ou 95 %	N/A
Netvalue	2 ans	7 %	30/11/1999	53.40 F	8 ans
Medcost	2 ans	1.5 %	5/04/2000	Prix d'introduction ou >80 %	7 ans
Selftrade	N/A	12 %	13/09/2000	N/A	5 ans
Hi-media	5 ans	1.5 %	30/06/1999	40.01	10 ans

Les plans de stock options dans les grandes entreprises sont croissants avec le risque de l'activité. Sur le graphique ci-dessous, on observe que 6 % des parts du capital sont attribués au travers de plan de stock-options dans le secteur du software. Les titres de ces entreprises ont une volatilité de 27 % alors qu'elle est de 19 % pour les entreprises du secteur du hardware. Ce secteur implique des actifs de haute technologie qui sont redéployables et par conséquent moins risqués. Les plans de stock-options sont alors attribués dans des proportions qui sont six fois moindres dans le secteur du software puisqu'ils ne concernent en moyenne que seulement 0,9 % du capital.

Plan de stock options et risque sectoriel



Les bénéficiaires de plans incitatifs sont les personnes suivantes :

– **les salariés.** Tous les salariés de l'entreprise peuvent obtenir des options, mais elles sont généralement accordées aux cadres ;
– **les mandataires sociaux.** Ce sont les dirigeants sociaux. Ils peuvent être les seuls à posséder des options. En général les administrateurs ou les membres du conseil de surveillance ne se voient pas attribuer d'options.

Les plans d'options sont refusés aux salariés ou mandataires sociaux qui détiennent plus de 10 % du capital social de l'entreprise. Par ailleurs, les options peuvent être consenties au personnel salarié des entreprises dont 50 % au moins du capital est détenu par une entreprise détenant elle-même au moins 50 % du capital de l'entreprise consentant les options. Il est

également possible de consentir des options à des salariés ou dirigeants d'entreprises mères ou de filiales d'entreprise émettrice qui se trouvent à l'étranger. En pratique, l'Assemblée Générale délègue le pouvoir au conseil d'administration ou au directoire pour qu'il fixe la nature des options qui seront offertes, les conditions d'attribution de ces options et les modalités selon lesquelles elles pourront être exercées.
Dès que les bénéficiaires ont levé leurs options et qu'ils ont été inscrits en compte, ils peuvent exercer tous les droits et sont confrontés aux devoirs attachés aux actions qui leur sont attribuées : participer aux assemblées, voter,… Les actions sont librement cessibles dès la levée de l'option. Toutefois le conseil d'administration ou le directoire peut lever l'aliénabilité des actions (toujours avec un délai inférieur à trois ans à compter de la date de levée de l'option).
Dans les sociétés non cotées lorsqu'un bénéficiaire d'options veut revendre ses actions, il peut se trouver confronté à des problèmes de liquidité. Il est souvent prévu dans le règlement des plans qu'une personne ou un fonds commun constitué dans le cadre d'un plan d'épargne se portera acquéreur de toutes les actions revendues par les bénéficiaires ne désirant pas conserver les actions en question. Dans les sociétés cotées, les bénéficiaires d'options doivent prendre garde à ne pas s'exposer au risque du délit d'initié au moment ou ils envisagent de revendre leurs actions.

Efficacité des plans incitatifs en stock-options sur la valorisation de la firme

Les fonds d'investissements et les grands actionnaires ont particulièrement encouragé ce mode de rémunération complémentaire en pensant qu'il pourrait réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle. Les plans de stock options permettraient également aux entreprises de croissance d'attirer des talents à faibles coûts étant données des perspectives d'enrichissement sur la levée de stock options en compensation d'un salaire plus modeste.
Les plans incitatifs en stock-options, « ***executive stock option plan – ESOP*** », sont-ils efficaces et permettent-ils d'obtenir une augmentation de la motivation des cadres dirigeants de l'entreprise ? De nombreuses études se sont penchées sur ce thème pour mesurer l'impact des

programmes incitatifs en actions sur la performance des entreprises. Selon Morgenson, les 200 plus grandes entreprises des États-Unis ont réservé en 1997 plus de 13 % de leurs actions pour rémunérer leurs managers, soit le double par rapport à 1990. On observe également que l'octroi de stocks options s'adresse à des dirigeants ou des personnes clés qui possédaient déjà des actions de l'entreprise.

La théorie moderne de la gestion de portefeuille indique qu'un dirigeant qui bénéficie de stock options pourrait être conduit à les vendre, ou par équivalence, vendre d'autres actions qu'il posséderait déjà, dans le but de diversifier le risque non systématique associé à son portefeuille. Néanmoins, les dirigeants ne peuvent ni exercer, ni vendre leurs options à une personne de leur choix.

Une étude publiée dans *The Journal of Finance* en juin 2000 décrit plus précisément les réactions des cadres dirigeants face à la gestion de leur portefeuilles de titres. On observe deux forces qui s'opposent : d'une part les actionnaires qui cherchent à intensifier la relation entre la rémunération des dirigeants et la valorisation de l'entreprise et d'autre part la tendance des dirigeants à diversifier leurs actifs pour réduire le risque sectoriel, voire même le risque unique lié à l'entreprise. Il en résulte que les dirigeants possédant un grand nombre d'actions tendent à les vendre lorsqu'ils bénéficient de stock-options. En revanche, les dirigeants détenteurs d'un petit nombre d'actions ne les vendent pas après avoir obtenu leurs stock-options. Les dirigeants vendraient ainsi une large proportion d'actions en fonction du nombre de stock-options obtenues. Un dirigeant cherchant à se protéger du risque de non-diversification vendra en principe ses actions toujours en nombre inférieur à celui d'options reçues. Jensen&Murphy estiment en moyenne un ratio de couverture, « ***hedge ratio*** », de 0,6.

La divergence des observations entre grands et petits détenteurs d'actions implique qu'un comité de direction mette en œuvre un plan incitatif par stock-options pour motiver ses dirigeants jusqu'à une certaine limite, le « ***threshold level*** ». En effet, la vente massive d'actions par un dirigeant est susceptible d'émettre un signal négatif au marché. Ce dernier peut penser que le dirigeant perd confiance dans la qualité de son entreprise s'il est vendeur de ses actions.

Le mode de rémunération par stock-options serait donc mieux adapté aux dirigeants venant d'entrer récemment dans l'entreprise. Le rapport du commissariat général du plan sur la recherche et l'innovation souligne le fait que la disparition d'un régime fiscal favorable au stock-options (passage d'une imposition de 26 % à 40 %) a eu deux conséquences majeures pour les entreprises françaises de croissance. D'une part, un accès plus difficile des petites firmes innovantes aux personnels qualifiés : elles ne peuvent plus donner à cette catégorie de professionnels des actions en compensation des salaires que seules les grandes entreprises peuvent payer. D'autre part, une viabilité déjà très menacée des entreprises en forte croissance car tout départ d'un collaborateur dans les premières années de la firme peut, par reclassement des actions versées, entraîner sa faillite.

Les BSA à parité variable face aux limites des stock-options

Une entreprise qui souhaite mettre en œuvre un plan stratégique incitatif qui a pour objectif de motiver ses cadres dirigeants et ses personnes clés tout en valorisant l'entreprise peut se heurter aux limites des stock options lorsqu'il s'agit d'un projet risqué. Imaginons le cas d'une entreprise qui développe des agents intelligents. Le produit est immatériel, ses actifs sont essentiellement incorporels et ses ventes reposent sur les services associés au produit. Dès lors se pose le problème du choix des instruments financiers. Dans ce contexte de redéployabilité limitée des actifs, un plan incitatif construit sur des stock-options trouverait rapidement ses limites étant donné qu'il dépend exclusivement de la valorisation financière de l'entreprise. En revanche, un plan incitatif qui comprendrait des bons incessibles, émis sous la forme nominative et faisant l'objet d'une inscription en compte, apparaît comme étant adapté à cette situation où l'entreprise est en forte asymétrie informationnelle.

Exemple : Motiver la performance économique avec des BSA à parité variable

Le calendrier d'exercice des bons implique la possibilité de convertir 25 % du total des bons à l'expiration d'une période de 12 mois à compter de l'émission. Puis, le solde peut être exercé par tranche de 25 % à l'expiration de chaque année écoulée et au plus tard dans les cinq ans qui suivent l'émission. L'exercice de la totalité des bons en une fois n'est possible qu'en cas d'introduction en bourse d'au moins 20 % de l'entreprise et si le prix d'introduction est supérieur à 120 euros.

La proportion des bons pouvant être exercée annuellement sur chacune des tranches de 25 % est égale au plus petit des deux ratios suivants :
– ratio dépendant du chiffre d'affaires – PCA –
– ratio dépendant du résultat d'exploitation – PRE –

Pour chaque tranche, ces ratios dépendent respectivement :
– du chiffre d'affaires prévisionnel – CAP –
– du résultat d'exploitation prévisionnel – REP –

Les ratios de parité variable de conversion des bons en actions dépendent des niveaux de chiffre d'affaires et de résultat d'exploitation qui sont atteints. Le tableau suivant ainsi que les explications ci-dessous donnent les détails de conversion.

Valorisation par tranche

€ millions	**CAP**	**REP**
1e Tranche	6.5	– 8.5
2e Tranche	15.5	– 6.5
3e Tranche	32	0.5
4e Tranche	56	6

Conversion par rapport au chiffre d'affaires : Le ratio de conversion, PCA, sera égal à 0 si le chiffre d'affaires réalisé est inférieur ou égal à 70 % du chiffre d'affaires prévisionnel (CAP). En revanche, le ratio de conversion est de 1 si le chiffre d'affaires réalisé est supérieur ou égal à 90 % du CAP. Les ratios de conversion entre ces deux valeurs sont définis de la façon suivante : PCA = (CA – 0.7 * CAP).

Conversion par rapport au résultat d'exploitation : Le PRE sera égal à 0 si le résultat d'exploitation RE réalisé est inférieur ou égal à 0,5 millions d'euros au REP. Le PRE sera égal à 1 si le RE réalisé est supérieur ou égal au REP. Les ratios de conversion entre ces deux valeurs sont définis de la façon suivante :
PRE = (RE – REP + € 0.5 millions)/€0.5 millions

Pour résumer, les bénéficiaires du plan incitatif profitent pleinement de leur bons s'ils réalisent au moins 90 % du CA indiqué dans le business plan tout en atteignant un résultat d'exploitation supérieur aux prévisions.

Dans ce montage, l'intéressement des bénéficiaires à la performance de leur entreprise est manifeste, car l'exercice des bons est lié à une performance économique, et non exclusivement à la valorisation financière de la firme. L'utilisation de bons de souscription répond donc à la fois à des logiques de stratégie industrielle et financière. Remarquons que la mise en œuvre d'un plan incitatif construit avec des bons de souscription d'action génère des coûts de mandat et de dédouanement beaucoup plus élevés. Ce type de plan évite néanmoins les écueils rencontrés lors de l'attribution de stock options sur des marchés boursiers haussiers et qui peuvent se retourner brutalement. Lors de la période 1997-2001, les cadres-dirigeants s'étaient alors considérablement enrichis en dépit de performances économiques médiocres. *A contrario*, en période de chute des valeurs cotées les plans incitatifs n'ont plus d'effet sur la motivation des bénéficiaires. Les systèmes de stock options des grands groupes se modifient d'ailleurs dans le sens où ils conditionnent l'attribution des stock-options à la réalisation d'objectif. Par exemple, les divisions d'Alcatel doivent réaliser une marge opérationnelle de 8 % pour tirer les bénéfices des plans incitatifs.

Nous avons consacré ce chapitre à l'ingénierie financière du financement de projet technologique. La notion de contrôle apparaît comme étant le vecteur principal des choix des instruments financiers. Il est à noter que la forme sociale peut également être considérée comme ayant un impact sur le contrôle des dirigeants. Dans le cas de la société en commandite par actions ou dans la société par actions simplifiées le pouvoir peut-être durablement attribué à une personne définie. Ces formes d'entreprise ne seront donc pas portées par des investisseurs financiers.

Les modes organisationnels ont également une incidence significative sur le contrôle du développement des projets technologiques. Nous abordons dans le chapitre suivant la manière dont les entreprises se structurent pour développer l'innovation notamment par la création de spin-off.

Chapitre 4

CORPORATE VENTURE ET SPIN-OFF

■ Autonomie et indépendance de l'entreprise projet

À l'image de Royal Philips Electronics, de Cisco Systems ou encore de General Electric, les grandes entreprises en croissance sont soumises à des besoins constants d'innovation de produits et services et pratiquent la gestion par projet sous la forme de quatre principaux modes organisationnels :
– les spin-out,
– les spin-off,
– les spin-in,
– les joint ventures.

Les spin-out

L'invention en est attribuée à Thermo-Electron qui a scindé en 1983 l'entreprise en 23 entreprises-projets indépendantes, les « ***spin-outs*** ». Ce type d'organisation est particulièrement adapté lorsque l'entreprise est positionnée sur un marché dont elle maîtrise la clientèle mais où les évolutions technologiques ou de services sont incrémentales comme dans le secteur de la manutention. Les mini-entreprises dépendent de l'entreprise mère qui assure le portage commercial. Les résultats de l'opération peuvent être remarquables, comme cela a été le cas pour la fonderie Favi qui a multiplié par quatre ses performances.

Les spin-off

La taille des projets est très variée. Ils peuvent être modestes ou ambitieux, au sein de PME comme au sein des très grandes entreprises. Un grand projet appelé « Carte Jeune » à été développé de façon indépendante par

l'entreprise High-Co, entreprise de petite dimension introduite au Nouveau Marché en 1994. *A contrario*, beaucoup de spin-off de Thales ou de France Télécom ne regroupent guère plus de 20 personnes. Il y a aujourd'hui de très nombreux spin off de ce type et ces entreprises sont appelées à relayer les activités existantes lorsqu'elles sont porteuses de succès. Enfin, de très grands spin-off voient le jour en quelques mois comme dans le cas de Virgin qui s'est lancé comme précurseur sur le marché des opérateurs mobiles virtuels, « mobil virtual network operator, MVNO ».
La création d'un spin-off est adaptée dans un contexte d'innovation de rupture. Les projets qu'elle développe sont souvent très risqués car ils impliquent en général la recherche et le développement de nouveaux produits pour de nouveaux marchés. C'est pour se couvrir contre les risques technologiques et commerciaux que les entreprises ou les holdings externalisent le développement de ces projets qui sont alors conduits en collaboration avec de nombreux partenaires.

Les spin-in

Des projets de taille moyenne et de grande taille sont déployés très rapidement par les entreprises pour être leader d'un marché. Autour d'une équipe de 130 personnes, Microsoft a investi 500 millions de dollars pour devenir en dix-huit mois le challenger de Sony sur le marché de la console de jeu avec la X-Box. Ce projet, qui semble a priori différent des activités du groupe, utilise en fait un savoir technique déjà existant ainsi qu'un marché sur lequel il est déjà présent. Les innovations de marché et techniques sont incrémentales mais visent à conquérir un leadership. Cette proximité technologique et de marché implique une relation de dépendance beaucoup plus étroite entre le spin-in et l'entreprise mère en comparaison avec un spin-off.

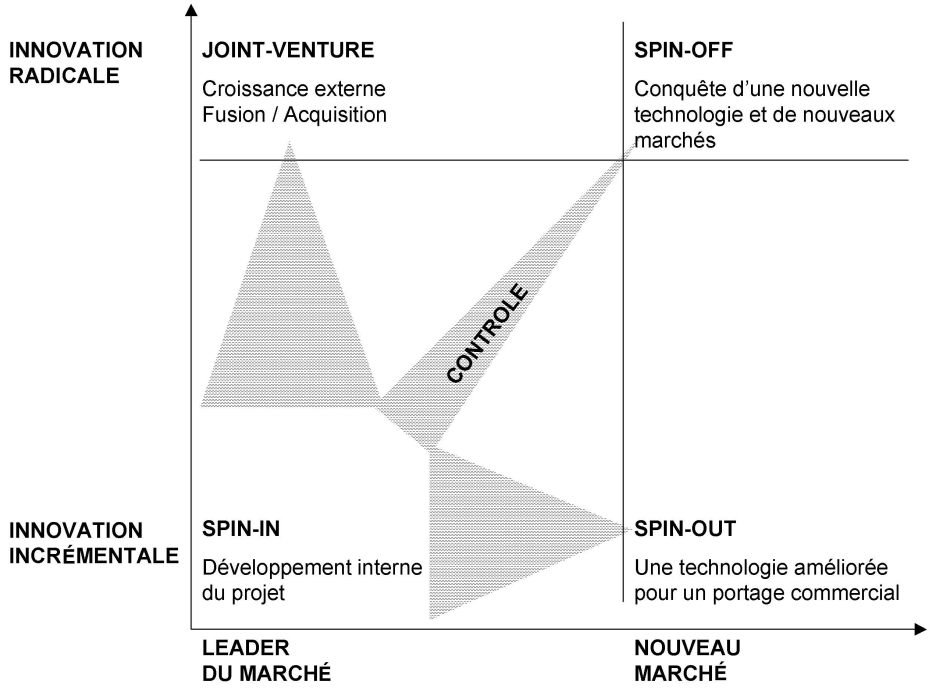
Les joint ventures

Une joint venture est le fruit d'une acquisition ou d'une fusion qui doit permettre à l'entreprise de croître suffisamment rapidement pour main-

tenir sa position de leader sur le marché dans des secteurs ou l'évolution technologique est rapide.
France Télécom, par exemple, s'oriente vers une dématérialisation de son activité par la production croissante de nouveaux services au sein de spin off. Véritable acquéreur de start-up géantes qui se sont développées sur de nouvelles technologies, le groupe a déjà à son actif trois introductions en Bourse de filiales à haut potentiel : Orange, Wanadoo et Equant. L'acquisition de ces entreprises s'inscrit dans une stratégie de long terme afin de maintenir sa position de leader sur le marché national et de devenir un leader de la téléphonie fixe, mobile et de l'Internet en Europe.

Le graphique positionne les différents modes organisationnels de la gestion de projet en fonction de critères stratégiques liés à la nature de l'innovation (incrémentale ou radicale) et à celle des marchés (existants ou nouveaux).

Stratégie d'entreprise-projet et modes organisationnels



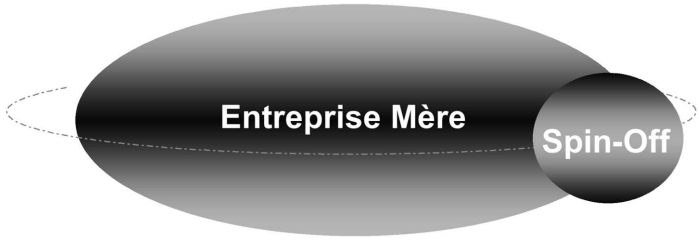
La suite de ce chapitre est essentiellement cansacré au spin-off étant donné que c'est le mode organisationnel qui répond le mieux aux innovations technologiques et qu'elle regroupe l'ensemble des problèmes rencontrés dans les trois autres.

■ Le concept et les sources de création de spin-off

Le concept et les formes de spin-off

Le terme de « ***spin-off*** » est né aux États-Unis dans les années 1970 lorsque les universités proches de la Silicon Valley ont commencé à valoriser leur réservoir de connaissances et leur capacité à innover. Les laboratoires de ces universités restaient jusqu'alors financièrement sous-exploités avant de démontrer leur capacité à communiquer sur leurs développements technologiques et la possibilité de transférer les innovations issues de la recherche fondamentale et appliquée vers des usages commerciaux. C'est dans ce contexte que le terme spin-off est apparu par référence à la création d'entreprises à partir de biens et de services dérivés de la recherche universitaire : les « ***academic spin-off*** ».
« L'essaimage » est le terme francophone qui s'apparente le mieux aux réalités du concept américain de ***« spin-off »***. Ce dernier demeure moins restrictif dans la mesure où il recouvre des notions plus larges que celles de la création d'entreprise par essaimage. En anglais, « spin » signifie tourner et « off » hors de. Cette traduction littérale nous renvoie à la représentation d'une entreprise de petite dimension gravitant autour d'une plus grande.

Entreprise mère et spin-off



Le développement des spin-off est exponentiel du fait des avantages qu'elles présentent pour les entreprises mères comme pour les porteurs de projets innovants. Les mécanismes qui régissent les fonctionnements des spin-off ont néanmoins leurs spécificités selon qu'il s'agit d'une entreprise essaimée à l'initiative des employés ou à celle de l'entreprise mère. Dans le premier cas on parle de « pull spin-off » et dans le deuxième de « push spin-off ». De façon générale, une spin-off pourra être définie comme étant la création d'une entreprise juridiquement indépendante émanant de tout type d'organisation et impliquant les salariés de celle-ci. La création d'un spin-off implique donc des changements significatifs dans la carrière des salariés. La dynamique entrepreneuriale dans laquelle ils sont plongés les conduit à devenir de véritables chefs d'entreprise. Il s'agit d'un changement important dans leur carrière et plus encore s'il s'agit de chercheurs. Bien que le spin-off soit consommateur de ressources financières par ses besoins en fonds de roulement au même titre qu'une start-up, il s'en différencie par l'obtention aisée du concours des investisseurs. Ces derniers convoitent les spin-off car ils sont appelés à générer des cash-flows positifs plus rapidement que des start-up isolées. Les investisseurs anticipent aussi une sortie plus aisée vers l'entreprise mère. Remarquons qu'aux États-Unis et en Angleterre, la valorisation de la recherche s'est traduite par le développement d'activités financières des laboratoires par la création de fonds d'investissement et de leur introduction en bourse. L'université de Standford à imposé toute sa dimension de réservoir technologique depuis les années 80 en suivant ce processus. Aujourd'hui, c'est au tour des plus grands laboratoires technologiques anglais de l'Université de Cambridge et de Bristol d'être introduits en bourse, leur conférant une forte notoriété et des possibilités extraordinaires d'expansion. La France reste en retrait à cause des freins administratifs imposés aux organismes publics dans le développement de fonds à la hauteur des ambitions futures de leur laboratoire en matière de développement entrepreneurial.

Mais les spin-off ne se limitent pas à l'émergence d'entreprises issues des laboratoires de recherche. Ils sont également initiés par des entreprises pour des raisons stratégiques de restructuration ou de concurrence.

Nous étudierons tout d'abord les deux grandes familles de spin-off (pull et push spin-off) avant de détailler les intérêts stratégiques des spin-off et les nouvelles formes d'organisation d'entreprise qui en découlent.

Pull spin-off et push spin-off

Les sources de création de spin–off diffèrent selon la nature des acteurs impliqués et leur degré de complémentarité. Une première question clef des spin-off s'avère être l'identité de l'acteur qui initie sa création, ce qui nous conduit à distinguer deux catégories d'entreprises essaimées : les ***« pull spin-off »*** appelés aussi spin-off naturels et les ***« push spin-off »***. Une deuxième question essentielle est la nature – concurrent, neutre ou complémentaire – de la relation entre le spin-off et l'entreprise-mère. Chacune de ces questions est étudiée dans cette partie qui sera conclue par une typologie des spin-off.

✔ *Les « pull spin-off » ou spin-off naturels*

Ce sont les création d'entreprise initiées par un ou plusieurs employés de l'entreprise d'origine qui s'orientent vers un projet individuel. Après avoir identifié une opportunité et l'avoir transformée en un projet d'entreprise, les employés quittent délibérément l'entreprise mère car ils sont « tirés » hors de l'entreprise par les perspectives prometteuses de leur projet ou par l'attrait du marché qui s'ouvre devant eux, d'où le terme « ***pull spin-off*** ». Ce mode de création est également appelé « *spin-off naturel* » car il correspond au départ spontané d'un salarié qui crée son entreprise indépendamment de toute politique ou de toute impulsion de son employeur. Ceci suppose donc qu'il n'y a pas soutien de l'entreprise ou du laboratoire d'origine. Il faut néanmoins nuancer ce propos car l'attitude de l'organisation d'origine face à une telle situation peut être variable : elle peut aller de la réserve, voire de l'hostilité, à l'appui ponctuel.
Du point de vue économique, l'avantage du développement d'un pull spin-off est de donner lieu à des tissus industriels progressivement enrichis par des créations d'entreprises favorisées par l'existence d'un vivier d'entrepreneurs disposant d'une expérience acquise dans leur entreprise ou laboratoire. Cela peut même expliquer la formation spontanée de certaines

technopôles, en particulier dans des régions souvent fortement industrialisées et innovantes et qui se développent autour de spécialisations technologiques.
On citera pour exemple la Silicon Valley, la zone de Meylan près de Grenoble ou encore Sophia Antipolis près de Nice. La présence de grandes entreprises et de laboratoires de recherche est un élément prépondérant du dynamisme de ces endroits, grâce aux transferts d'informations et de personnes qu'ils occasionnent. Le marché du travail dans un lieu tel que la Silicon Valley se caractérise par une forte mobilité des personnes et par un taux élevé de création d'entreprise. L'esprit d'entreprise, le désir d'indépendance, la richesse de l'expérience professionnelle ainsi que la forte tolérance à l'échec sont également des éléments importants de cette dynamique.

✔ *Les « push spin-off »*

Diverses contraintes dans le contexte des grandes entreprises peuvent pousser les employés à créer une nouvelle entreprise et donner naissance à un « push spin-off ». Parmi ces contraintes ou facteurs, le rôle de l'entreprise mère est prépondérant lorsqu'elle favorise le départ de ses employés. Dans ce cas, c'est le soutien de l'entreprise mère qui déclenche le processus de création du spin-off. Le but de l'entreprise mère peut être aussi bien d'obtenir une meilleure organisation fonctionnelle que de projeter une image de marque favorable, ou encore de concentrer ses ressources sur son métier tout en élargissant sa gamme de produits et services.

✔ *Spin-off concurrent, neutre ou complémentaire*

Du point de vue des métiers exercés, il est utile de voir comment ceux du spin-off vont interagir avec ceux de l'entreprise d'origine. En fonction du degré de complémentarité des activités des deux entités, on peut distinguer trois axes principaux : les spin-off concurrents, neutres et complémentaires.

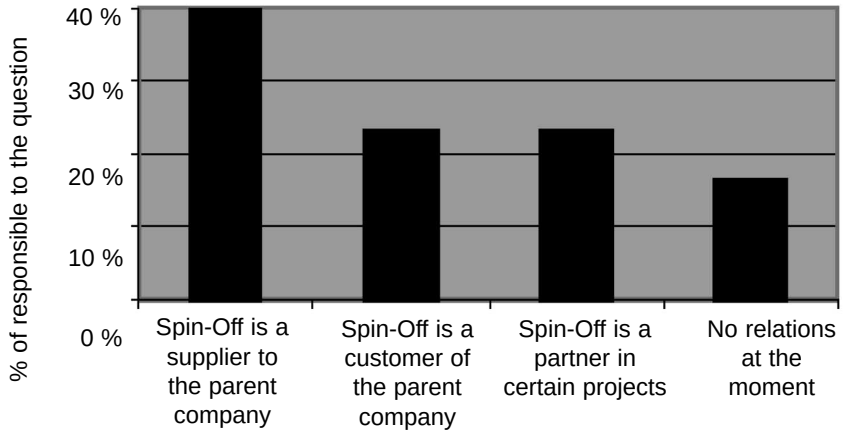
Le spin-off concurrent : il approche la même clientèle que celle de l'ancien employeur. Dans ce cas, le spin-off a pour vocation de satisfaire les mêmes besoins du marché avec ses propres produits et services. Il ne faut pas pour autant présumer que la nouvelle entreprise travaillera avec les clients de la maison mère, (cette situation reste fréquente mais juridiquement compromettante). Le spin-off peut cibler de nouvelles niches.

Le spin-off complémentaire et neutre : A l'opposé de la compétition ouverte, les spin-off complémentaires envisagent dès le début une coopération avec l'entreprise mère se fondant sur la complémentarité des activités. Cette catégorie de spin-off, entretient des partenariats et des relations commerciales avec l'entreprise mère afin d'accroître son chiffre d'affaires ou d'optimiser ses coûts de production. Cette pratique correspond à ce que l'on appelle « ***l'extrapreneurship*** » et consiste à externaliser une part de ses activités commerciales ou de production pour l'entreprise « mère ».

Le graphique ci-dessous expose les proportions occupées par les diverses formes de spin-off en Europe. Ces formes de spin-off correspondent à des besoins différenciés des firmes qui peuvent être définis selon les quatre axes suivants :

– les spin-off de type fournisseur (« ***spin-off is a supplier to the parent company*** ») représentent 40 % des spin-off et répondent avant tout à un souci de flexibilité et d'externalisation de la production. Ce type de spin-off a pris ses origines dans le milieu de l'industrie automobile ;
– les spin-off de type client (« ***spin-off is a customer to the parent company*** » permettent essentiellement à l'entreprise mère d'externaliser son réseau de distribution ;
– les spin-off de type partenaire « ***spin-off partner in projects*** » sont créés lorsque plusieurs entreprises se fédèrent autour d'un projet, ce qui est relativement fréquent dans le secteur de l'électronique ;
– les spin-off neutres n'ont pas de relation directe avec l'activité de l'entreprise mère car ils s'éloignent de son cœur de métier (« core business »). Ces spin-off occupent une place minoritaire.

Répartition des spin-off complémentaires et neutres

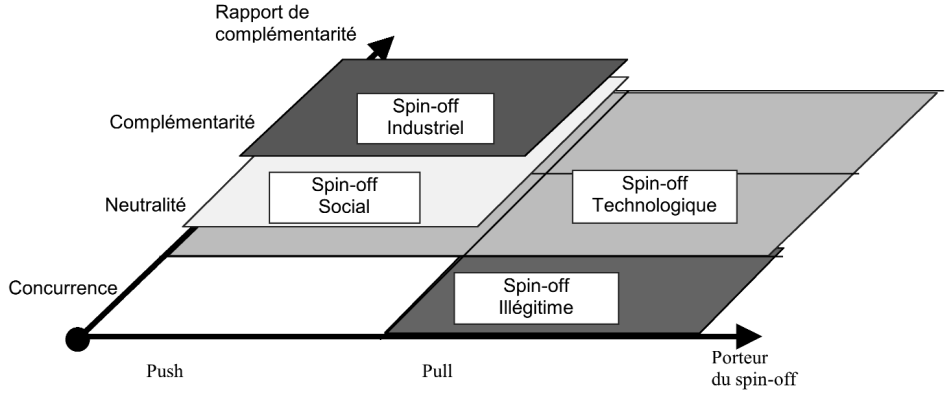


Source : IPTS Technical Report Series, EUR 19040 EN

Typologie des spin-off

L'origine des créateurs de spin-off et la nature des relations de ces nouvelles entités avec l'entreprise mère permet de représenter l'ensemble des différents types de spin-off sur le graphique suivant.

Typologie des spin-off



Sur l'axe horizontal se positionnent les « push » et « les pull spin-off » selon qu'ils émanent respectivement de l'initiative de l'entreprise ou de l'employé. On peut différencier sur cet axe l'identité du porteur du spin-off.
La nature de la relation entre l'entreprise mère et le spin-off figure sur l'axe oblique. Remarquons qu'il existe des zones de non sens telles que celle de spin-off concurrent créé par l'entreprise mère. Cet espace ne peut répondre qu'à des stratégies bien particulières car il n'est logiquement pas dans la stratégie de l'entreprise mère d'accroître sa propre concurrence. En revanche, une nouvelle entreprise concurrente de l'entreprise mère et fondée par un ex-employé est une pratique courante. Ce type de spin-off, appelé « spin-off illégitime », est considéré par les dirigeants de l'entreprise mère comme une trahison.

Le graphique matérialise trois autres stratégies de création de spin off par une entreprise mère :
– le spin-off technologique : il trouve ses origines dans l'initiative de l'entreprise mère ou d'un salarié. Il a pour objectif de développer des projets innovants complémentaires ou non de l'activité de l'entreprise ;
– le spin-off industriel : il est à l'initiative de l'entreprise mère et vise en général à externaliser une partie de sa production ou de son réseau commercial. L'activité est par conséquent complémentaire de celle de l'entreprise mère. Ces spin-off résultent en général de restructuration sectorielle ;
– le spin off social : L'entreprise mère est porteuse de ce type de projets qui a pour objectif d'offrir de nouvelles opportunités à des salariés en sur-effectif. Les activités de ces spin-off peuvent-être complémentaires ou neutres par rapport à l'activité de l'entreprise mère.

■ Spin-off et stratégie d'entreprise

Si l'on écarte les spin-off concurrents de l'entreprise mère, qui ne s'inscrivent pas dans la logique stratégique de celle-ci, nous pouvons identifier trois principales raisons stratégiques pour lesquelles l'entreprise mère est encline à essaimer :

– une stratégie d'innovation technologique pour le développement de nouveaux produits et services. Ces spin-off technologiques émanent d'entreprises ou de laboratoires. Nous ferons la distinction entre les spin-off technologiques industriels et les spin-off technologiques académiques ;
– une stratégie industrielle consistant à externaliser une activité ;
– la gestion des sureffectifs, nous parlons dans ce cas de spin-off social.

Quelle que soit la raison stratégique sous-jacente à la création d'un spin-off, on observe des traits communs reliant ces logiques d'essaimage. D'une part, l'optimisation des chances de succès du spin-off par le savoir-faire acquis des dirigeants au sein de l'entreprise mère. D'autre part, la volonté de dynamiser l'environnement par l'émergence d'innovations.

Le spin-off technologique industriel

Le spin-off technologique naît des activités de veille et d'innovation des grandes entreprises. Son concept repose sur la création d'une entreprise nouvelle par un salarié pour développer une technologie initiée dans l'entreprise mère. Les avantages sont nombreux et de natures différentes :
– une valorisation rapide par une gestion entrepreneuriale,
– une couverture des risques financiers,
– une diversification du portefeuille d'activités.

✔ *Une valorisation rapide par une gestion entrepreneuriale*

Le spin-off technologique permet de valoriser rapidement, dans une petite structure indépendante, des projets d'innovation stratégique de long terme initiés par l'entreprise essaimante. Le spin-off joue alors un rôle de pilote et l'entreprise mère celui de capital-investisseur industriel, « ***corporate venturing*** », par le soutien qu'elle apporte à un projet innovant. Pour l'entreprise essaimante, cette forme de capital-investissement associe une gestion du risque fondée sur le mode entrepreneurial à la recherche d'opportunités. Ses modalités organisationnelles privilégient l'autonomie des décisions, le fonctionnement réactif par équipe et l'acceptation d'un risque bien plus élevé. Par conséquent, la création d'un spin-off technologique

peut être choisie pour son processus de gestion rapide par rapport aux lenteurs de l'entreprise mère souvent confrontée à des circuits de décisions conflictuels, hiérarchisés et administratifs. Créer un spin-off est particulièrement déterminant pour les projets de produits ou services innovants s'inscrivant dans des délais brefs de mise sur le marché (« ***time to market*** »).

✔ *Une couverture du risque financier*

L'entreprise mère peut également choisir d'externaliser ses innovations pour diversifier ses risques d'accès à la technologie qui sont principalement de trois ordres : humain, financier et marketing. Tout d'abord, la recherche conduite par l'entreprise d'origine peut faire naître des vocations d'entrepreneur parmi ceux qui y prennent part. Dans ce cadre, il est dans l'intérêt de l'entreprise mère de soutenir la création d'un spin-off pour éviter le départ d'une personne clé et l'apparition d'activités illégitimes. Ensuite, la création d'un spin-off limite les responsabilités financières de l'entreprise mère. En cas de défaillance du projet, le risque financier est limité aux capitaux apportés.
À ces premiers avantages, nous pouvons enfin ajouter que l'expatriation du développement innovant peut également être opéré pour des raisons marketing, notamment lorsqu'une entreprise souhaite se prémunir de la dégradation éventuelle de son capital-marque.

✔ *Une diversification du portefeuille d'activités*

Le recours à l'essaimage technologique trouve également toute sa dimension dans les opportunités pour l'entreprise mère de diversifier son portefeuille d'activités. En effet, la création d'un spin-off se fait en général avec le concours d'un capital-investisseur. Sa contribution est précieuse pour l'entreprise mère dans la mesure ou il investit une partie des fonds nécessaires au développement du projet. Ainsi, l'entreprise mère peut investir dans plusieurs projets et évite de s'exposer à une concentration des risques.
Ajoutons que l'intervention d'un capital-investisseur permet de bénéficier d'avantages fiscaux et d'accéder plus facilement aux aides de l'État telles que celles de l'ANVAR. De plus, si, à terme, l'entreprise mère ne souhaite

pas intégrer le spin off à ses activités, les capital-investisseurs ont une grande capacité pour organiser une cession de type industrielle, boursière ou financière.
Pour le capital-investisseur, l'investissement dans le développement de spin-off permet de se couvrir contre de nombreux risques. Les équipes sont expérimentées, les projets ont fait l'objet de réflexions approfondies et ont été validés par l'entreprise mère qui s'engage financièrement à travers ses hommes, son soutien logistique, commercial… Les projets étant généralement intégrés à moyen terme à l'activité de l'entreprise mère, les capital-investisseurs trouvent aisément une sortie pour rentabiliser leur mise de fonds.

Exemples de spin-off dans le secteur des Technologies, Médias et Télécoms (TMT)

France Télécom R&D est très actif en matière de création de spin-off et incite des chercheurs à créer leur propre entreprise. En cas de succès, l'intérêt est double. Si le projet est stratégique pour France Télécom il est intégré à ses activités. Dans le cas où le spin-off développe des produits ou des services porteurs mais non stratégiques pour France Télécom, les résultats de la recherche sont valorisés par la fusion du spin-off avec d'autres groupes ou par sa cession. Nous pouvons citer l'exemple d'Algety, une entreprise qui a été fondée par des ingénieurs faisant des recherches sur le soliton et qui se sont facilement orientés vers une fusion avec Cortis, une start-up américaine de routeurs tout-optiques.

Avant de présenter des exemples de spin-off dans les TMT, certaines tendances sont à remarquer :
– il est extrêmement difficile de retracer les spin-off illégitimes car ceux-ci n'affichent pas leurs origines ;
– les spin-off d'activités neutres n'apparaissent que rarement sur la scène médiatique, excepté lorsque leur gestion a permis le succès de la réorientation d'un sureffectif. Si cette gestion est un échec, il n'est pas dans l'intérêt des grandes entreprises de divulguer ce type d'information pour des raisons d'image ;

– les spin-off technologiques industriels sont les plus nombreux et les plus facilement identifiables tant du côté de l'entreprise créée que de l'entreprise mère. D'une part, le spin-off peut profiter de la notoriété du groupe dont il est issu et compter sur la présence d'un soutien fiable de la part de l'entreprise mère, d'autre part l'entreprise mère peut se forger une image positive par la présentation d'une stratégie innovante.

Le tableau ci-dessous présente des exemples de spin-off afin d'illustrer leur présence dans le secteur des TMT.

Exemples de spin-off dans les Technologies, Médias et les Télécoms

Secteur des TMT	
Informatique	**Multimédia**
• Conseil, études et formation informatique *Accenture → Iventuri* • SSII et Intégrateurs de services *Technology Solutions Company → eLoyalty* • Éditeurs de logiciels *Eichon Technology Corp → Aviva Solutions* • Fabrication et distribution de matériel informatique *3COM → Palm Computing* • Éditeurs de jeux *Parallax Software Corporation → Volition Inc.*	• Édition de produits multimédia Interactifs *National Institute for the Physics of Matter → Infmedia Srl* • Jeux vidéo *Sony → Playstation* • Édition de CD-ROM culturels, éducatifs et pédagogiques *NASA → Cyrospace Inc.* • Imagerie et vidéo 3D *Silicon Graphics → MediaBase* • Recherche, développement en images de synthèse *Tadiran Military Technology → Scopus*
Internet/Intranet	**Télécommunications et réseaux**
• Web Agency *MCAnet, Inc → E-agency Inc.* • Banque de données *MED-CED → Firma Qualidoc AG* • Architecte Internet *EMC Corp → McDATA Corp* • Gestion de portefeuilles *Catholique de Louvain → n-Side*	• Équipementiers *ESA → TTI* • Services *Vodafone Group → Verzion* • Téléphonie sur IP *Telrad Networks → comMATCH* • Intégration voix, données, images *Lucent Technologies → Enterprise Networks Group* • Autres activités de télécom *l'INRIA → Udcast*

Le spin-off technologique académique

Ces dernières années, la valorisation de la R&D universitaire américaine a permis le déploiement d'une dynamique économique nouvelle fondée sur l'innovation par la création de spin-off au sein d'incubateurs. En Europe, nous suivons cette tendance avec la création récente de « Joint Research Centers » (JRC) affiliés à la Communauté européenne, et d'incubateurs associés aux laboratoires des Grandes Écoles d'ingénieurs et Universités comme par exemple celui de Télécom Paris ou celui de l'Université d'Aix-Marseille. Ces incubateurs à fort contenu technologique sont de loin les plus importants en France. Ces raffineries du savoir transforment les connaissances scientifiques fondamentales en des produits et services innovants destinés à une commercialisation quasi immédiate.

Il est aujourd'hui clairement dans l'intérêt des grandes entreprises de se rapprocher des incubateurs issus de la recherche pour détecter des projets innovants. Lorsqu'elles sont intéressées, ces grandes entreprises intègrent à leurs activités ces petites entreprises innovantes issues des incubateurs.

Par essence, la création de spin-off académique en collaboration avec une entreprise est une forme d'externalisation de la R&D. Ses avantages sont tout d'abord d'ordre concurrentiel car le spin-off permet de réduire considérablement le « time to market ». En effet, l'intégration du projet innovant est dans ce cas immédiate alors que son développement nécessite en général de 10 à 15 années de recherche fondamentale. Ensuite, l'entreprise mère bénéficie d'un projet dont les fondements sont aboutis, elle ne supporte pas les risques d'échecs ou d'interruptions qui caractérisent les longs cycles de R&D. Enfin, il en résulte des coûts de R&D et un risque de marché qui sont considérablement limités, offrant ainsi des perspectives élevées de rentabilité financière. Même s'il existe un risque de défaillance du projet, celui-ci est limité au spin-off et n'affectera pas la grande entreprise.

Par conséquent, la valorisation de projets par la création de spin-off se justifie d'autant plus que les projets sont innovants et requièrent d'importantes ressources en R&D, les coûts et les risques ayant été en grande

partie supportés par les laboratoires de recherches. La recherche fondamentale étant le levier de la création de nouveaux produits et services, le gouvernement français favorise l'essaimage de chercheurs en soutenant le développement de l'emploi scientifique et technique dans les entreprises mais aussi en s'appuyant sur les établissements d'enseignement supérieur. En effet, ces derniers ont également la mission de valoriser les résultats de leur recherche. À cet effet, nombre d'universités et d'écoles d'ingénieurs ont créé des services de valorisation et de relations avec les entreprises. C'est le cas, par exemple, de l'Université de Lyon, de l'INSA et de FIRST SPIN-OFF.

Pour l'université Lyon I, EZUS est une filiale de valorisation, créée en 1990, qui a pris la forme d'une société anonyme à directoire et comité de surveillance. Le capital est essentiellement détenu par l'Université Lyon I (67 %) et des organismes bancaires (20 %). La société comprend 22 salariés permanents et travaille avec un grand nombre de laboratoires du campus et de la région lyonnaise mais également avec des laboratoires universitaires d'autres régions.

L'INSA possède une filiale, INSAVALOR, créée en 1988, également société anonyme à directoire et comité de surveillance. Le capital est détenu à 62 % par l'INSA et à 26 % par des organismes bancaires. Elle compte plus d'une centaine de salariés. Les diverses opérations caractéristiques de la valorisation y sont remplies, jusqu'à la conception ou la réalisation de produits ou de procédés commercialisables. INSAVALOR assure fortement la mission de mise en valeur des résultats de ses laboratoires auprès des entreprises industrielles de toute taille et il est bon de souligner que plus du tiers des 735 opérations menées en 1995 l'ont été avec des PME-PMI.

Fin 1998, la Région Wallonne en Belgique a décidé de lancer un programme FIRST SPIN-OFF dévolu à la création de spin-off. La Direction Générale des Technologies, de la Recherche et de l'Énergie (DGTRE) est responsable de la mise en application de ce programme qui consiste à mettre à la disposition des universités des mandats attribués par voie de concours à des chercheurs susceptibles de valoriser les résultats de leurs recherches.

✔ *Les facteurs de succès des spin-off technologiques académiques*

Depuis 1990, il se crée en France chaque année environ une trentaine d'entreprises issues de l'essaimage de chercheurs exerçant dans les établissements publics. Sur les quinze dernières années, 220 entreprises issues des laboratoires propres ou associés au CNRS ont été recensées. Les activités de ces entreprises sont tournées vers les secteurs de l'environnement, de l'instrumentation, de la biotechnologie et des télécommunications. L'INRIA à également initié un nombre important de spin-off dont nous rappelons ci-après quelques exemples qui on connu un franc succès : Gctech, Grif, Liquid Market, Softmountain, Verilog, Kelkoo…

Comparées à la moyenne, les spin-off issus de laboratoires de recherche ont un taux d'échec remarquablement faible et affichent des performances supérieures en terme de croissance du chiffre d'affaires et de création d'emploi. Les facteurs de succès des spin-off académiques sont repris dans le tableau ci-dessous.

Les facteurs de succès des spin-off académiques

Support humain et matériel	– Conseil à la gestion : plan d'affaires... – Présence d'une communauté d'entrepreneurs – Présence d'un incubateur
Disponibilité du capital	– Existence d'un fonds d'amorçage et de développement – Accès aux investisseurs – Partenaires financiers : capital-investissement, crédits et avances récupérables
Ouverture au transfert de propriété intellectuelle	– Partage de la propriété intellectuelle avec le spin-off – L'université autorise le transfert technologique – L'université investit dans le spin-off plutôt qu'elle ne réclame des royalties
Mise en place d'un climat propice à entreprendre	– Réseau d'entrepreneurs – Formation à l'entrepreneuriat – Existence de pôles d'excellence – Réputation de l'université

Le spin-off industriel

Le spin-off industriel correspond à l'externalisation d'une activité auparavant conduite dans l'entreprise mère. Cette externalisation, appelée aussi « ***extrapreneurship*** », se traduit par la création d'une entreprise dans laquelle un ou plusieurs salariés, voire une équipe de l'entreprise mère iront exercer leur activité. Cette externalisation ne se limite pas à l'affectation de personnel mais aussi à celle d'un outil de production, par exemple un atelier. Ainsi, le spin-off industriel se caractérise principalement par l'exploitation d'actifs qui sont pris par une équipe à son propre compte. L'avantage repose sur une flexibilité de la production en période de croissance ou de déclin de la demande et sur le fait de pouvoir se séparer d'activités qui tendent à s'écarter des axes stratégiques.
Se structurer par la création de spin-off sert aussi l'entreprise mère dans ses choix d'investissements et permet de transformer certaines de ses charges fixes en des charges variables. Cette approche recentre l'entreprise mère sur ses compétences prioritaires tout en contrôlant par exemple ses fournisseurs. De plus, ces externalisations sont conduites selon une logique d'optimisation des spécialisations, de maîtrise de la qualité, des coûts et des délais. L'entreprise mère optimise ainsi ses ressources et ses compétences au sein d'une même chaîne de valeur tout en conservant une indépendance juridique et financière. L'industrie automobile a initié ce type de structure organisationnelle en donnant naissance au « ***sourcing-management*** ». Il est à noter que cette logique d'externalisation peut aller jusqu'au démantèlement de grandes entreprises en période de crise. C'est ainsi qu'un groupe industriel se restructure en se séparant d'activités de production ou de service qui tendent à détruire de sa valeur.

Dans de nombreux cas, le spin-off industriel représente un véritable challenge pour ceux qui sont en charge de le diriger. Pour compenser l'exposition aux risques encourus par les dirigeants et les salariés ainsi que la dureté des relations avec l'entreprise mère, cette dernière s'engage, au moins temporairement, à passer des commandes, à fournir un appui technique, une aide dans les démarches de normalisation et un cautionnement des transactions commerciales et financières. Ces dispositions visent à

aider le spin-off tout en l'incitant à chercher de nouveaux débouchés pour gagner au fur et à mesure son indépendance et sa pérennité.

✔ *Les facteurs de succès des spin-off industriels*

Les objectifs de la création de spin-off industriels reposent sur la volonté de l'entreprise à motiver ses employés, à gagner en compétitivité et en flexibilité opérationnelle ou encore à atteindre différents marchés avec une gamme étendue de produits. Globalement on observe que les spin-off créés à la suite d'une démarche entrepreneuriale ont des perspectives de succès plus importantes que les spin-off motivés par une restructuration. Un rapport réalisé en 1997 à la demande du Secrétariat d'Etat aux PME, au Commerce et à l'Artisanat estime que 20 000 spin-off sont créés chaque année en France par essaimage. France Telecom a procédé ainsi à 220 spin-off entre 1985 et 2000, la SNECMA à 700 spin-off entre 1992 et 1997, Danone à 280 spin-off entre 1993 et 1998, Schneider à 70 spin-off entre 1995 et 1998, la SNCF à 34 spin-off entre 1990 et 2000 et Thales détient le record avec 1 800 spin-off entre 1983 et 1998.
Pour l'essentiel, les spin-off émanent d'une politique d'essaimage des grandes entreprises. Le taux de survie de ces entreprises dans les cinq premières années est supérieur à la moyenne des créations nationales. Thomson a initié plus de 50 spin-off entre 1983 et 1998, parmi lesquels seulement sept ont connu un échec. En moyenne, les spin-off créent cinq emplois au cours de leurs trois premières années d'existence, contre seulement trois pour l'ensemble des entreprises créées en France.

Outre la création d'entreprises et d'emplois, l'enjeu des spin-off industriels porte sur le déploiement de l'innovation et la valorisation industrielle de la recherche. Par exemple, France Télécom encourage la création d'entreprise à travers une démarche de push spin-off. En règle générale, les facteurs de succès sont les suivants :
– une activité proche de celle de l'entreprise mère ;
– une compétence et une expérience dans le domaine ;
– une forte notoriété de l'entreprise mère ;
– un réseau de contacts du dirigeant du spin-off avec des fournisseurs et des clients potentiels.

La possibilité offerte aux employés de développer leurs projets pendant le temps consacré au travail doit être considéré comme un facteur important qui contribue fortement à la création de nouvelles sociétés. En revanche, l'étude de l'Agence pour la création d'entrerprise (APCE) montre qu'il est difficile de développer des spin-off lorsque :

– l'entreprise mère vit des troubles provisoires ou une désorganisation ;
– il y a une concurrence potentielle entre le spin-off et la société mère ;
– l'entreprise mère ne maîtrise pas les coûts et les profits d'un tel processus ;
– l'intégration des anciens employés est difficile en cas d'échec du spin-off ;
– il y a une crainte de départ des meilleurs employés.

✔ *Le spin-off social*

Pour une entreprise, il s'agit d'une solution de gestion de ses sureffectifs. Elle compense ses pertes d'emplois par une incitation de ses salariés à la création d'entreprises. Les entrepreneurs potentiels présentent leur projet afin de pouvoir bénéficier de mesures de soutien qui se traduisent par un apport en expertise, des débouchés commerciaux, la mise en relation avec des acteurs industriels, institutionnels et financiers. Le spin-off social est courant dans les entreprises confrontées à des baisses d'effectifs souvent très lourdes et qui mettent en place des dispositifs d'appui au développement local pour la création d'emplois. Nous pouvons citer par exemple la fermeture progressive des mines de potasse d'Alsace et les dispositifs mis en place d'aide à la création de spin-off, au même titre que les aides financières à la reconversion, le portage à l'exportation, l'appui technique et le conseil aux PME.

Les finalités sociales et médiatiques dominent nettement cette forme d'essaimage, qui s'appuie sur des projets personnels extrêmement divers. À l'intérieur même de cette forme particulière de spin-off se cachent deux approches différentes : le spin-off défensif ou essaimage à chaud, qui concerne des salariés dont l'emploi doit être supprimé, et l'essaimage offensif ou essaimage à froid, qui correspond à une politique d'essaimage mise en œuvre en dehors d'une situation de gestion des sureffectifs. Selon une enquête de l'APCE, il y a en France chaque année 20 000 créations de spin-off sociaux en France. Parmi ces créations, 75 % sont réalisés dans le

cadre de plans sociaux formels ou dans des contextes de sureffectifs et relèvent donc de l'essaimage à chaud.

■ Spin-off et restructuration d'entreprise

Désinvestissement par l'essaimage

Les années 1990 ont été marquées par de nombreuses restructurations qui avaient pour objectif d'accroître les performances financières des entreprises. Cette vague de désinvestissements par la vente de filiales est apparue après une période durant laquelle les entreprises se développaient par croissance externe. Les acquisitions d'entreprises se sont brusquement raréfiées aux États-Unis ainsi qu'en Europe dès l'apparition des premiers signes de récession. La chute des valeurs boursières à conduit les entreprises à se séparer de leurs acquisitions qui s'avéraient médiocres dans le but d'améliorer leurs résultats. Selon *Mergerstat Review* (1998) les opérations de désinvestissement représentaient 43 % des transactions de cession en 1993, période de forte récession, alors qu'elles n'étaient que d'environ 22 % en 1998, période de croissance des valeurs technologiques. Par ailleurs, l'étude de Berfer et Olfek (1995) montre que les entreprises se vendent 15 % moins cher lorsqu'il s'agit d'opération de restructuration. La création de spin-off ou de spin-off partiels (que l'on appelle aussi ***« Equity carve-out »*)** optimise la valeur de cession lors de désinvestissements. Ces approches représentaient respectivement 11 % du total des cessions pour les spin-off et 12 % pour les *carve-out* en 1998[1]. Sur les 271 acquisitions réalisées entre 1971 et 1982 qu'ont analysé Steven Kaplan et Michael Weisbach, 43.9 % ont été désinvesties par la création de spin-off après une période moyenne de portage de sept années. Il ressort également de cette étude que l'entreprise mère est quatre fois plus susceptible de désinvestir lorsque l'activité de l'acquisition est différent de son cœur de métier. Avant que nous abordions les particu-

1. J.P. Morgan Securities Inc. ; « U.S. Commentary on the M&A Market » ; July 17, 1998.

larismes qui différencient les spin-off des *carve-out*, nous analyserons plus en détail les raisons qui poussent les entreprises à désinvestir par l'essaimage et la manière dont elles procèdent. Les principales raisons sont les suivantes :
– stratégie de recentrage ;
– filiale non profitable ou hors du plan de développement ;
– synergie inverse ;
– réduction de la dette ;
– approche sectorielle des marchés financiers ;
– pression des autorités de régulation et d'antitrust.

✔ *Stratégie de recentrage*

La raison principale de désinvestissement par la création de spin-off est un recentrage de l'activité. Près de la moitié des entreprises concernées se séparent de domaines de compétences hors de leur cœur de métier dans le but de se concentrer sur une seule activité. C'est le cas par exemple de British Telecom qui a cédé l'infrastructure de la partie téléphonie mobile à son spin-off « mmO2 ».

✔ *Filiale non profitable ou hors du plan de développement*

L'entreprise mère peut décider d'abandonner une activité qui ne rentre plus dans sa stratégie de développement ou qui n'est plus financièrement rentable. Ce qui ne signifie pas qu'une autre entreprise ou une autre direction dotée d'une expertise approfondie ne puisse pas en tirer profit. Dans ce cas, les désinvestissements répondent à un processus d'affectation des actifs à des tiers compétents.

✔ *Synergie inverse*

L'une des motivations attribuée aux fusions et acquisitions est la synergie de l'association de deux entreprises. Il y a synergie lorsque l'entité résultante d'une fusion ou d'une acquisition a plus de valeur que la somme des deux parties évaluées indépendamment. La synergie inverse signifie que les filiales ont plus de valeur lorsqu'elles sont séparées. Dans ce cas, un

acquéreur attribuera à la division ciblée une valeur supérieure à celle de l'ensemble de l'entreprise. Le cas d'école « Allegis Corporation » illustre bien cette stratégie. Ce fournisseur de solutions logicielles des années 1980 a été forcé de vendre ses acquisitions antérieures : Hertz (location de véhicules) et Weston and Hilton International (une chaîne d'hôtels). Allegis avait investi massivement dans ces activités en pensant que les bénéfices de la synergie issue de la fusion de ces deux acteurs de l'industrie du voyages allaient rapidement amortir ces acquisitions. Les bénéfices attendus n'ayant pas été au rendez-vous, le cours des actions d'Allegis s'est effondré et a entraîné l'offre de Coniston Partners qui avait fondé son projet de rachat sur l'indépendance des activités de chacune des entreprises

✔ *Réduction de la dette*

Dans les cas extrêmes, on peut réduire sa dette en vendant l'entreprise ou une partie de celle-ci (« carve out »), ou encore en faisant migrer les dettes, avec toutes les précautions nécessaires, vers une filiale avant de l'externaliser. Ce fut le cas pour le leader du consulting Hanson & company, spécialiste des organisations à but non lucratif, qui avait accumulé une dette de 1,4 milliard de dollars et qui a transféré cette dette vers sa filiale US Industries avant de s'en séparer en 1995 par la création d'un spin-off.

✔ *Relation investisseurs*

La combinaison d'activités multiples peut s'avérer plus difficile à catégoriser pour les investisseurs. Ces derniers fondent en général leurs choix d'investissement sur des tendances sectorielles. Si l'entreprise est fortement diversifiée, elle peut être plus difficile à évaluer et être sous-évaluée même en période faste.
Les investisseurs évaluent également la performance de chacune des *« business units »* de l'entreprise, or ceci devient quasiment impossible devant la complexité des relations entre les pôles d'activités d'entreprises diversifiées. Ce phénomène est d'autant plus important dans les secteurs

où les investissements en infrastructures sont lourds. Il faut dresser un bilan de toutes les activités de l'entreprise pour avoir une image fidèle de sa performance générale. Une analyse financière d'une entreprise prête par conséquent à des approximation croissantes avec son degré de diversification par les pondérations sectorielles affectées. De plus, la différence de métiers entre plusieurs activités est très difficile à analyser en termes de synergies.
Cependant il ne faut pas oublier que même si l'activité unique est plus saine du point de vue de l'analyse, elle n'est pas sans présenter des lacunes stratégiques. Cela entraîne une sensibilité et une vulnérabilité assez importantes. L'exemple en est donné avec les entreprises de bâtiment ou de l'automobile qui, du fait de leur mono activité subissent de plein fouet les fluctuations des cycles économiques ; il n'y a pas d'activité complémentaire qui pourrait jouer un effet tampon en cas de récession.

✔ *Pression des autorités de régulation et d'antitrust*

La création d'un spin-off trouve également ses origines dans une réponse aux autorités de régulation qui estiment qu'un groupe nuit à l'esprit de concurrence par sa position monopolistique. Il s'agit dans ce cas de la nécessité de créer un spin-off involontaire. C'est ainsi que, suite à une décision de justice, le gouvernement américain et AT&T ont abouti à un plan de scission du groupe. Les 22 filiales qui existaient au sein de AT&T ont été réorganisées en sept holdings régionaux. Ces holdings sont devenus responsables des services locaux de télécommunications et le nouvel AT&T devait se concentrer sur les communications longues distances. Le spin-off des 22 filiales a permis aux actionnaires de garder le même nombre d'actions de l'entreprise. Pour chaque quotité de 10 actions de AT&T avant la création du spin-off, les actionnaires ont reçu une action de chacun des sept holdings régionaux. AT&T a marqué l'histoire une deuxième fois en 1995 après la scission du groupe en trois entreprises séparées.

Exemples de spin-off industriels de restructuration

Spin-off	Entreprise mère	Domaine d'activité	Date de création	Raison de la création
NPTest	Schlumberger	équipement de test. Semi-conducteur	Juin 2001	Recentrer sur le cœur de métier
Altavista	Compaq	Moteur de recherche sur internet	Janvier 1999	Diversification
Roxio	Adaptec	Logiciels multimédia	Mai 2001	Motivation de l'équipe et accès direct au marché financier.
CorpScience	Aventis	Agrochimie	Novembre 2000	Se concentrer sur les produits pharmaceutiques
3D plus 6wind	Thales	Construction de matériel informatique	Octobre 1995	Développement d'une activité annexe

Structure des spin-off et des carve-out

Une *« Equity Carve-Out »* (ECO) consiste en la vente d'une partie des actions d'une filiale à des investisseurs boursiers. Les actions de la filiale peuvent être vendues par l'intermédiaire d'une offre publique secondaire faite par l'entreprise mère, ou lors d'une offre primaire faite par la filiale elle-même. Généralement, l'entreprise mère conserve le contrôle de la filiale en détenant au moins 80 % du capital pour bénéficier d'une exonération fiscale (section 355 du « Tax Code » aux États-Unis).
Bien que les conditions fiscales entraînent des limites à la création d'ECO, l'étude de J.P. Morgan (1998) montre que les spin-off partiels représentent 23 % du total des IPO (Initial Public Offering) en 1997 avec un volume de neuf milliards de dollars. Cette étude souligne également l'incidence positive d'un *carve out* public sur la valeur des actions de l'entreprise mère. L'intérêt principal des *Equity Carve-Out* réside pour l'entreprise mère dans la possibilité de lever des fonds pour faire face à

des besoins de financements tout en conservant le contrôle de ses filiales.
La principale différence entre une ECO et un spin-off repose sur la géographie de l'actionnariat. Le spin-off conserve la même géographie des actionnaires alors qu'un *carve-out* intègre à son capital de nouveaux investisseurs, entraînant ainsi une nouvelle distribution des enjeux financiers. Généralement, les entreprises qui choisissent la technique de *carve-out* présentent les perspectives les plus favorables aux yeux du marché. Les entreprises perçues comme risquées sont sous-évaluées dans de telles proportions par le marché public qu'il est alors préférable pour les actionnaires de l'entreprise mère de procéder à un spin-off. La géographie du capital d'un spin-off conventionnel est alors composée des mêmes actionnaires que celle de l'entreprise mère et dans les mêmes proportions. Après la création du spin-off, on obtient deux entreprises indépendantes ayant pour particularité d'avoir une structure d'actionnariat identique.

Management par business units ou management par spin-off

La création de valeur résulte aussi d'une optimisation de la gestion du projet à travers l'implication et la motivation des dirigeants, leur expérience et leurs connaissances. À cet égard, les études montrent qu'un projet se développe mieux lorsqu'il est géré de façon indépendante plutôt qu'au sein de l'entreprise mère. Les spin-off ne servent donc pas qu'à restructurer les entreprises en période de crise mais sont également un mode organisationnel de gestion de projets qui est créateur de valeur et encore largement sous-utilisé.

Initiée dans les années 1980, l'approche de la gestion d'entreprise par activités stratégiques (*« business units »*) s'accompagne souvent d'une destruction de valeur. Les dirigeants sont en effet confrontés à une gestion croisée des projets dont la structure des coûts et des revenus sont difficilement définissables. De plus, les activités scindées en silos recouvrent des caractères différents et non-homogènes. La mesure des risques et des rentabilités est approximative et les prises de décisions sont freinées par la complexité des rouages hiérarchiques et politiques de ces structures transverses. Il en résulte :

– une dispersion des problématiques abordées,
– une difficulté de concentration sur un thème et de mise à profit de son expertise,
– une maîtrise partielle de l'intégrité de l'information,
– un stress supplémentaire et des hésitations,
– une charge de travail accrue du dirigeant,
– un manque d'efficacité généralisé.

La création d'un spin-off permet de réduire les coûts d'agence par rapport au développement d'activité en interne par *business units*. La maîtrise culturelle, l'expertise, la réactivité et le contrôle sont les facteurs clés d'économie de ces coûts.

✔ *Culture et compétences des dirigeants*

Plus particulièrement, les formes d'organisation par *business units* impliquent des compétences fortes des dirigeants sur des domaines extrêmement variés. Pour certains projets, les dirigeants font face à des situations qui ne leur sont pas familières pour des raisons de compétences mais aussi pour des raisons culturelles. L'exemple récent étant celui de l'utilisation d'outils de réseaux Internet pour la conception de nouveaux produits ou services vendus par Internet. Du tout gratuit au tout payant les avis se sont opposés. La création d'un spin-off permet de mettre à sa tête une équipe constituée de spécialistes du domaine dont l'expertise permet un développement rapide du projet.

✔ *Réactivité et proactivité*

Les scénarii des stratégies de développement pour des projets novateurs étant parfois obscurs et mal maîtrisés, les dirigeants tendent à retarder leurs décisions et à dissimuler de l'information. Ils préfèreront déployer leurs ressources vers des entités de grandes tailles et productives, où leur poids décisionnel est à la mesure de leurs responsabilités. Les informations transmises au sujet du projet sont alors incomplètes. Il se crée une opacité du projet d'autant plus importante que celui-ci est innovant et qu'il est possible pour les dirigeants de dissimuler de l'information. Ce

processus est source de conflits avec la direction mais aussi avec les collaborateurs. Par anticipation, les dirigeants de *business units* évitent de déployer rapidement de nouveaux axes stratégiques afin d'éviter la mise en œuvre de changements structurels et organisationnels provoqués par un projet novateur. Les dirigeants optent en revanche pour des comportements qui tendent à couvrir leurs risques en tolérant des baisses de régime et en limitant la profondeur de leur décision. Si cette approche consensuelle crée un climat de sécurité, elle ne permet pas d'optimiser la productivité et la rentabilité d'un projet innovant.

A contrario, le dirigeant d'un spin-off ne pouvant pas compter sur les ressources d'un groupe puissant lors de choix non-optimaux, il doit se comporter de façon proactive face aux risques de son activité. Ainsi, dans un contexte de globalisation où le « time to market » détermine les chances de succès, la décentralisation des activités sous forme de *business units* est insuffisante et il est nécessaire de mener les projets innovants de façon indépendante pour bénéficier d'une concentration d'expertise des leaders et pour disposer d'instruments de mesure objectifs de la performance.

✔ *Processus décisionnel*

La création de spin-off permet au dirigeant d'apprécier l'impact de ses décisions sur la croissance de son projet. Il est également motivé par le poids de ses décisions et par la rapidité de leur mise en œuvre. Dans le cadre d'une *business unit*, la structure hiérarchique ralentit les processus décisionnels et entraînent la défaillance de projets lorsqu'ils se positionnent sur des marchés où la concurrence est vive : consoles de jeux, informatique, médecine, biotechnologies par exemple.

✔ *Reporting et contrôle*

En terme de reporting, l'information transmise à l'entreprise mère est bien plus objective lorsqu'il s'agit d'évaluer les performances du spin-off. Ce dernier communique sur son activité en direction de l'entreprise mère mais aussi vers un pool d'investisseurs qui décident de poursuivre ou non le financement de l'activité au même titre que pour une start-up. Le spin-

off peut être facilement audité et restructuré en cas de besoin par la révocation aisée des dirigeants. Il peut aussi être liquidé sans pour autant affecter la maison mère, politiquement et financièrement. En cas de succès, le spin-off trouve sa sortie directement dans l'entreprise.

Ce chapitre, nous a montré que la création de spin-off repose sur un besoin d'extérioriser une activité innovante pour limiter l'implication de l'entreprise mère face à des risques qui sont notamment financiers. C'est dans ce prolongement que s'inscrit le chapitre suivant puisqu'il traite de la problématique du financement de l'innovation et plus particulièrement celle du capital-investissement. Cette activité financière se distingue de l'activité bancaire traditionnelle non seulement parce qu'elle intervient en haut de bilan (en fonds propres) mais aussi par ses caractéristiques d'accompagnement.

Chapitre 5

CAPITAL INVESTISSEMENT ET INNOVATION

■ Les fonds propres piliers de la structure financière

Structure financière des entreprises innovantes

L'avantage compétitif produit par l'innovation constitue le levier de croissance de toute entreprise dans la mesure où l'innovation est créatrice de valeur. Les projets novateurs ne sont cependant pas exempts d'incertitudes quant à leur aboutissement, et la difficulté d'évaluation de la qualité des projets, mais aussi de leur management, suscite en conséquence une demande d'information de la part des apporteurs de fonds. Cette demande est croissante avec le niveau de complexité du projet et génère un coût qui est destructeur de valeur. Dès lors, valoriser un projet consiste à communiquer les meilleures informations au marché financier pour le convaincre de ses futures performances. La gestion de l'information devient alors déterminante de la structure des ressources financières et de son coût. Notons que même les projets les plus novateurs sont abandonnés lorsque ces coûts sont tels qu'ils alourdissent les charges de l'entreprise au point de ne plus satisfaire la rémunération des apporteurs de capitaux. Dans cette problématique qui pourrait être sans issue pour l'entrepreneur innovant nous exposons le rôle précieux joué par les capital-investisseurs et dans quelle mesure ils valorisent l'entreprise en croissance. Mais auparavant, rappelons les caractéristiques de la structure financière des entreprises contemporaines en précisant leurs limites d'accès à l'endettement et les raisons de leurs besoins en fonds propres.

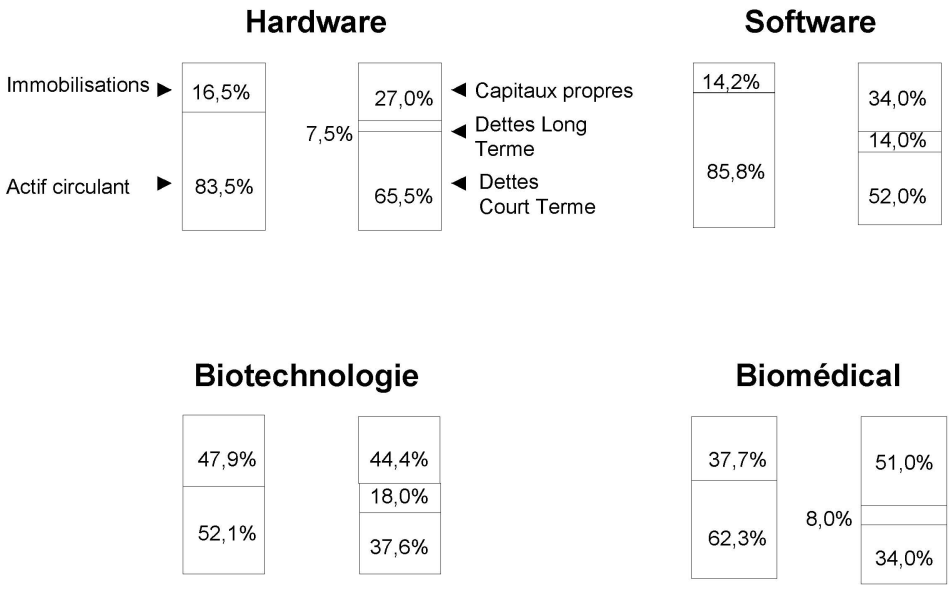
Dans un monde où l'information serait parfaite, un projet qui présente des opportunités de croissance devrait remporter à l'unanimité l'adhésion

des décideurs ainsi que des apporteurs de capitaux. Néanmoins, les études portant sur les investissements dans les entreprises innovantes rendent compte non seulement d'une surcapitalisation mais aussi du poids excessif du surendettement à court terme. Ces deux dimensions sont les témoins de prises de décisions d'investissements dans un environnement marqué de fortes incertitudes. Le marché financier fait alors preuve de non-efficience par ses difficultés à apprécier la majorité des projets qu'il finance et tente de maîtriser son exposition au risque en surpondérant les composantes du coût du capital. Les effets en sont pervers car, comme nous le verrons plus en détails, il en résulte une sous-évaluation et un surcoût du capital qui ont pour effet de considérablement dévaloriser l'entreprise au point où de nombreux projets économiquement viables sont abandonnés.

Rappelons tout d'abord que les sources de financements dont peut bénéficier une entreprise sont essentiellement de deux ordres : des fonds propres d'une part, et des fonds empruntés d'autre part. Dans le premier cas, l'actionnaire dispose en tant que propriétaire de l'entreprise, d'un droit de regard sur l'utilisation des fonds qu'il apporte. En revanche, le créancier ne peut pas exercer de contrôle sur l'utilisation des fonds qu'il prête. Comme nous l'avons étudié dans le précédent chapitre, le bailleur de fonds perçoit une rémunération contractuellement déterminée et son désengagement est planifié alors que les apports en fonds propres supposent la mise en place de moyens de contrôle coûteux par les actionnaires pour s'assurer que leurs intérêts sont préservés. Dans cette logique, le recours à l'emprunt devrait être systématiquement privilégié à condition qu'il permette au prêteur de récupérer les fonds qui lui sont dus en cas de liquidation de l'entreprise. L'accès à l'emprunt reste alors bien plus difficile pour les entreprises innovantes car elles sont dotées d'actifs fortement spécifiques, et elles disposent d'une grande flexibilité dans leurs choix d'investissements.

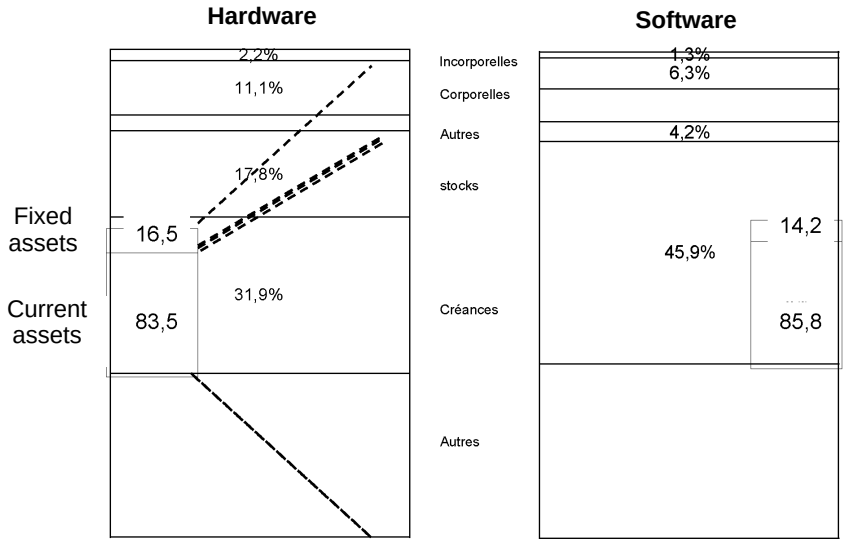
Le graphique ci-contre représente la structure financière des entreprises européennes et américaines cotées en bourse dans les secteurs du hardware, du software, de la biotechnologie et du biomédical. Nous avons choisi cet ordre car il est représentatif d'une intensification du risque pour un investisseur. En effet, le secteur du hardware a pour particularité de générer des investissements dans des actifs qui sont

La structure financière des entreprises innovantes



deux fois plus intenses que dans le secteur du software, respectivement 13,3 % contre 7,6 % du total de l'actif. De plus les stocks dans le software sont quatre fois moins importants que dans le hardware. La valeur liquidative des biens dans le software tend malheureusement vers zéro alors que dans le hardware les biens produits sont mieux valorisés et moins rapidement obsolètes. Le contrôle de la réalisation et du développement d'innovation dans le secteur du software est plus complexe que dans l'industrie du hardware. Autant de facteurs qui conduisent les bailleurs de fonds à limiter leurs apports, obligeant ainsi les entreprises de ces secteurs à recourir au financement en fonds propres à hauteur de 34 % du passif pour le secteur du software et de 27 % pour le hardware.

La structure de l'actif des entreprises des secteurs du hardware et du software



Ces besoins de financements en fonds propres sont encore plus accentués dans les secteurs de la biotechnologie et du biomédical. Bien que ces deux secteurs impliquent davantage d'investissements dans des immobilisations, ces derniers ont pour caractéristique d'être peu redéployables sur d'autres activités par leur spécificité. De plus les cycles de développement et d'exploitation sont bien plus longs et plus hasardeux dans ces secteurs que dans ceux de l'industrie informatique, surtout pour le biomédical. On observe alors des besoins en fonds propres qui s'élèvent à 44,4 % du passif pour le secteur de la biotechnologie et à 51 % pour le secteur biomédical.

Banque et marchés financiers : l'impasse financière des projets innovants

Les entreprises innovantes des secteurs étudiés ci-dessus sont limitées dans leur possibilité de lever des fonds sous la forme de dettes par le manque d'expertise et l'aversion au risque des bailleurs de fonds. Ces secteurs sont également moins endettés à long terme car les prêteurs obligent à recourir à un endettement de court terme pour permettre une rené-

gociation continue des engagements. Cette technique de couverture contre les incertitudes de non remboursement de la dette trouve bien évidemment ses limites dans la fragilisation financière de l'entreprise. Les échéances sont trop courtes pour que l'entreprise soit en mesure de rembourser sa dette. Les charges financières se concentrent sur les premiers exercices et alourdissent les comptes de l'entreprise qui dans bien des cas n'atteint même pas l'équilibre au niveau du résultat brut d'exploitation. L'issue est alors fatale, aussi bien pour l'entreprise que pour la banque et les fournisseurs puisqu'on assiste en période de crise à de nombreux cas de défaillances dues au sur-endettement.
À ce point de notre exposé, nous comprenons les raisons des limites d'accès à l'endettement des entreprises innovantes dans leur première phase de développement. Force est alors de constater l'importance à accorder aux fonds propres pour le développement de projet par les garanties qu'ils apportent et la flexibilité qu'ils offrent. L'endettement ne doit rester envisageable que pour la phase d'exploitation lorsque les cash-flows s'orientent vers une faible volatilité.

Les dirigeants d'entreprises disposent de connaissances techniques dans des domaines spécifiques, ce qui leur permet de détecter des opportunités pour générer des bénéfices. Cependant, nous avons pu constater que l'entrepreneur doit disposer de capitaux propres pour être en mesure de financer ses investissements en complément d'un emprunt bancaire. Les capitaux propres jouent un rôle fondamental car il permettent d'atteindre un équilibre financier tout en garantissant les tiers du remboursement de la dette levée en cas de défaillance. Les ressources de l'entrepreneur étant fréquemment limitées, il est appelé à s'adresser à des investisseurs extérieurs afin de les renforcer. Ces derniers ne connaissent pas toutes les réalités du projet, mais sont prêts à intervenir en haut de bilan en apportant des fonds propres s'ils peuvent espérer une rémunération en dividendes ou une valorisation à terme de leurs actions. En d'autres termes, les investisseurs extérieurs acquièrent une part de l'entreprise si les dirigeants sont en mesure de démontrer que leur projet permettra de générer des bénéfices ou de réaliser une plus-value. La crainte des apporteurs de capitaux propres réside dans la capacité des dirigeants à détourner une partie de leur richesse en tirant profit d'informations privilégiées. En effet,

lorsque le dirigeant de l'entreprise parvient à lever les capitaux nécessaires au développement de la firme, il peut produire un niveau d'effort inférieur à celui qu'il avait annoncé et ponctionner une partie des capitaux pour ses propres intérêts. Il y a donc un problème de hasard moral à résoudre pour l'investisseur. Le détournement de richesse se traduit par des actions aussi simples que la surfacturation ou encore des dépenses exagérées de confort (frais de restauration par exemple mais aussi du temps pris au détriment du temps passé dans l'entreprise, etc.). Ces exemples de comportements déviants sont nombreux et ont pour conséquence de décourager les investisseurs.

Les dirigeants peuvent également s'engager dans un gaspillage des ressources de l'actionnaire en surinvestissant dans des projets non rentables. Si l'entrepreneur est l'unique personne en mesure de juger de la rentabilité du projet il peut décider de la poursuite de l'activité, même si celle-ci est vouée à l'échec, voire inviter les actionnaires extérieurs à procéder à des investissements supplémentaires en arguant qu'il sont nécessaires à l'apparition de premiers bénéfices. Ainsi, le dirigeant est assimilable à un détenteur d'options sur la firme, dans le sens où ses pertes sont limitées (il perçoit un salaire fixe) et ses gains illimités. Il est donc dans son intérêt de surinvestir. Aussi, au moment de l'émission d'actions, il a tendance à surévaluer la valeur de la firme.

La tendance des dirigeants à adopter ces comportements entraîne la nécessité de contrôler leurs actions. Ce contrôle implique des investigations sur la qualité de la gestion pratiquée par le dirigeant, les « ***due diligence*** », dont les coûts peuvent dégrader la rentabilité de l'entreprise au point où les investisseurs ne sont plus enclins à s'engager. Par conséquent, les entrepreneurs ne sont incités à proposer des projets optimaux du point de vue de la firme que lorsque les coûts d'information pour l'investisseur sont faibles, donc lorsqu'il est spécialisé. A contrario, l'entrepreneur porteur d'un projet aux perspectives peu viables sera enclin à présenter son projet à des investisseurs non spécialisés espérant tirer profit d'une situation.

Les entrepreneurs porteurs de projets innovants sont dans une impasse lorsqu'ils sont face à des investisseurs non spécialisés. Les coûts de recherche d'information de ces derniers étant tels qu'ils ne permettent plus de dégager une rentabilité satisfaisante. Ces investisseurs préfèreront orienter leurs fonds vers des activités plus transparentes ou vers des place-

ments moins risqués. Il en résulte que les entrepreneurs qui ont des projets de bonne qualité sont parfois amenés à les abandonner à cause de la non-efficience du marché financier.
Bien heureusement les capital-investisseurs existent. Cette intermédiation financière permet aux investisseurs d'accéder à l'information et de la traiter à moindre coût, rétablissant ainsi une efficience du marché financier.

■ Le capital-investissement source de fonds propres

Cycle de vie financier des projets innovants et sources de financement

Nous avons expliqué les raisons pour lesquelles les investisseurs en fonds propres et les bailleurs de fonds ne sont que très rarement enclins à investir dans des projets innovants. Les problèmes de contrôle des agissements des dirigeants et le manque de collatéral (caution) apparaissent comme les causes principales de non-engagement des investisseurs. De plus l'expertise de ces derniers est souvent limitée ce qui les projette dans des environnements incertains. La prime de risque appliquée dans ce cas dévalue le projet dans de telles proportions que les entrepreneurs préfèrent abandonner leur projet. Dès lors, l'intermédiation financière en capital-investissement apporte une solution à la problématique du financement de l'entreprise innovante. Cette intermédiation est souvent définie, en première approximation, comme un procédé de financement en fonds propres dans des entreprises où il y a des projets à fort potentiel.

À l'image de leurs homologues américains, les capital-investisseurs français ont un rôle déterminant dans le financement de l'innovation. L'activité du capital investissement recouvre plusieurs segments de financement d'entreprise et à ce premier stade il est important de différencier le contenu des différents métiers de l'activité pour être ensuite en mesure d'en comprendre les enjeux stratégiques.

Joffre et Simon[1] définissent le capital-investissement comme « une activité d'investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des sociétés non cotées en bourse, y compris les opérations de création et de transmission des entreprises ». Cette définition ne fait cependant pas référence au rôle actif qu'entretient le capital-investisseur dans l'entreprise. L'association Française des Investisseurs en Capitaux considère comme opérateur en capital-investissement « tout organisme qui effectue des investissements en fonds propres dans des entreprises non cotées, qui s'est doté d'une équipe de professionnels se consacrant à temps plein à cette activité et qui apporte une contribution constructive aux entreprises dans lesquelles il investit ». Cette définition caractérise le capital investissement comme la combinaison d'une opération en fonds propres et de « consulting ». L'étude de C&L/AFIC (1993) démontre le rôle central joué par les capital-investisseurs dans la gestion de l'entreprise en nous informant que seuls 4 % des entrepreneurs financés par des capital-investisseurs considèrent ces derniers comme de simples pourvoyeurs de fonds. Ces entrepreneurs estiment que les capital-investisseurs constituent une aide précieuse pour les décisions stratégiques de l'entreprise notamment en matière d'acquisition d'actifs, de recrutement, de dépenses en recherche et développement et d'internationalisation. L'intervention des capital-investisseurs comporte cependant des nuances selon les stades de développement des entreprises soutenues. La littérature sur le sujet est abondante et s'accorde à distinguer principalement trois types d'interventions :

– le capital-risque et de démarrage ou « ***seed capital and early stage financing*** »,
– le capital-développement ou de croissance ou « ***expansion financing*** »,
– le capital-transmission ou « ***acquisition, leveraged buy out and initial public offering*** ».

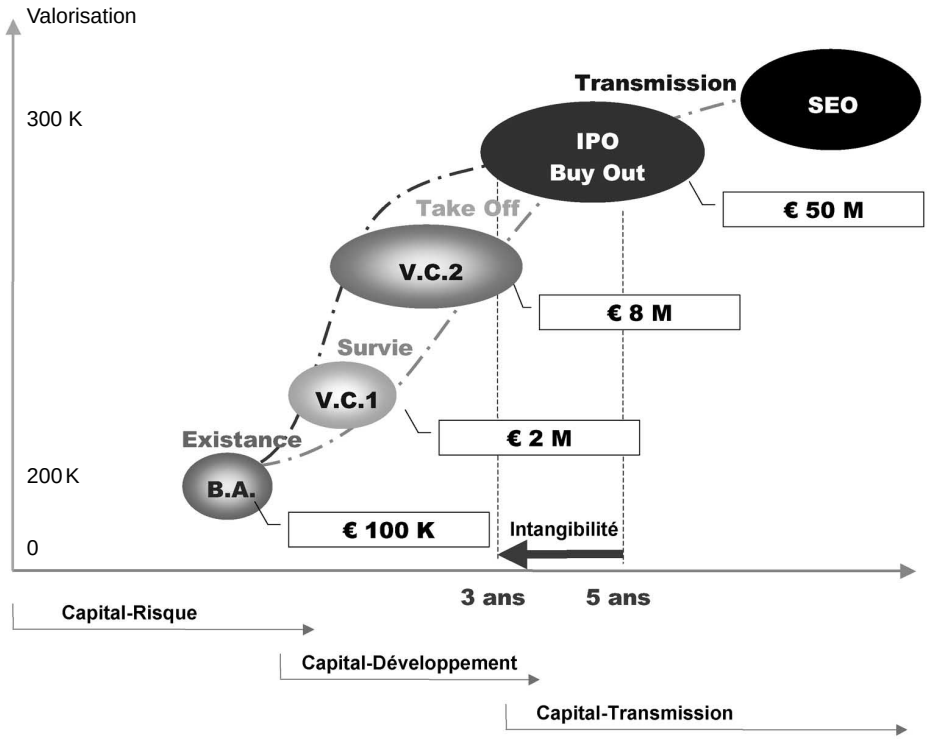
En général les capital-investisseurs, sont enclins à investir dans une entreprise en création s'ils anticipent leur sortie dans les quatre années à

1. Joffre et Simon 1994 ; *Encyclopédie de Gestion* ; éd. Economica.

venir. La durée moyenne de portage est néanmoins de sept années car l'ensemble des entreprises portées ne fait pas toujours l'objet d'un succès et d'une sortie aisée. Le graphique ci-dessous représente les différentes étapes du cycle d'investissement en capital et la valorisation des entreprises de haute-technologie qui ont été introduites en bourse. Bien qu'ils s'agissent de « ***success stories*** », nous pouvons observer que les entreprises aux actifs intangibles doivent prévoir un cycle d'évolution presque deux fois plus rapide. L'introduction en bourse se fait pour ces entreprises en moyenne trois ans après la création alors qu'elle se fait au bout de cinq ans pour les entreprises aux actifs tangibles. Pour les entreprises de biotechnologie on considère une période de cinq à six ans entre le moment où l'entreprise est crée et le moment où elles est introduite en bourse. Précisons que dans ce dernier cas, l'entreprise est créée seulement après une période supérieure à sept années de recherche et que l'entreprise est introduite en bourse avant même l'autorisation de mise sur le marché.

Ce graphique nous renseigne également sur les niveaux de valorisation et des levées de fonds moyennes à atteindre. La syndication (regroupement de plusieurs investisseurs) de business angels intervient en moyenne à hauteur de 100 000 euros, celle des capital-investisseurs à hauteur de deux millions d'euros lors du premier tour et de huit millions pour le deuxième tour. Les titres émis (cédés et nouveaux) lors d'une introduction en bourse portent en général sur un montant de 50 millions d'euros.
On pourra alors en déduire la construction des projections financières car les entreprises n'ont pas toutes de très forte croissance comme cela a été le cas pour Amgen qui a développé l'EPO (hormone de synthèse utilisée pour la médecine et le dopage) et a réalisé un chiffre d'affaires proche de 1 milliard de dollars au cours de la première année de commercialisation.

Cycle d'investissement en capital et de la valorisation de l'entreprise



BA : business angels
VC1 : premier tour de financement par les capital-investisseurs
VC2 : deuxième tour de financement par les capital-investisseurs
IPO : introduction en bourse
Buy-out : sortie industrielle ou financière
SEO : offre secondaire sur le marché boursier

Il est bien évident que l'exposition au risque du capital-investisseur est plus élevée en amont du cycle de financement, la situation s'améliorant progressivement lorsque l'entreprise commence à dégager des résultats et mieux encore lorsqu'elle est en mesure de s'autofinancer. Il en résulte que les capital-investisseurs investissent une proportion croissante de leur fonds plus les entreprises ciblées sont développées. Dans les biotechnologies, il y a généralement un tour de plus que dans les entreprises de hardware et de software. Les montants apportés par la syndication lors de

chacun des tours est également plus élevé. Le premier tour porte sur des montants compris entre 6 et 8 millions d'euros, le deuxième entre 15 et 20 millions d'euros et le troisième entre 20 et 80 millions d'euros.

✔ *Le capital-risque*

Il s'adresse à des entreprises en phase de création et jusqu'à cinq années d'existence. Il comprend le financement d'amorçage, de démarrage ou de la première étape.

– le financement d'amorçage, *« **seed financing** »*, comprend un montant relativement faible, en moyenne 100 K€, versé à un inventeur ou un entrepreneur pour lui permettre de développer une idée nouvelle ou mettre au point un prototype. Les investisseurs qui interviennent à ce stade du projet sont en général des « **business angels** » sous la forme de « ***love money*** ». Il s'agit en général d'un individu fortuné ou d'une entreprise mère dans le cas de la création d'un spin-off. La famille et les aides publiques (ANVAR) jouent à ce stade un rôle important ;
– le financement de démarrage, « ***start-up financing*** *»*. Les fonds apportés sont utilisés pour le développement du produit et la mise en œuvre d'un plan marketing. En général, une entreprise en situation de démarrage est une entreprise en cours d'organisation ou qui existe depuis moins d'un an. Elle doit avoir préparé un plan de développement, avoir fait des études de marché et avoir de bons dirigeants ;
– le financement de la première étape, *« **first stage financing** »*. Il s'agit d'une étape intermédiaire entre le démarrage et l'expansion. L'entreprise a déjà dépensé le capital initialement fourni et a besoin de capitaux pour développer sa politique commerciale et la fabrication du produit en série.

Les financements en capital-risque sont opérés dans des entreprises qui n'offrent qu'une faible garantie de potentiels à des créditeurs. L'entreprise est alors parfois tributaire des capital-risqueurs. A ce stade de développement, l'entreprise cumule de nombreux risques :

– la viabilité du projet est à démontrer,
– l'équipe de dirigeants doit être constituée, rodée et calibrée en fonction du projet,

– les plus-values attendues sont différées à une échéance éloignée du fait de la difficulté rencontrée par les opérateurs à céder leurs participations.

Les caractéristiques financières de ces entreprises sont des plus critiques par un niveau d'immobilisations productives quasi inexistant, un endettement à court terme très élevé et un résultat négatif. Le risque de faillite inhérent à ces entreprises est d'autant plus contraignant que les perspectives de recouvrement sont faibles. Sur dix dossiers financés dans la phase de la création, seuls un à deux projets sont rentables et portés jusqu'à une sortie financière ou industrielle. Le taux des sinistres représente 37,7 % des investissements contre une moyenne de 21,3 %, tous métiers confondus. En contrepartie de ce risque, les mises initiales pour des entreprises en création sont relativement faibles et en cas de succès, les perspectives de rentabilité sont très importantes. L'activité de capital risque reste cependant restreinte puisqu'elle n'occupe actuellement que 4,5 % des montants investis par les fonds en capital-investissement. En effet, si le financement de l'entreprise en création présente des perspectives de rentabilité qui pourraient séduire tous les capital-investisseurs, les opérations ne sont que très rarement des « ***success stories*** » et le TRI des opérations en capital risque est souvent négatif. En revanche, les États-Unis bénéficient d'une plus longue expérience et cette activité y est davantage développée avec près de 35 % des investissements et un TRI de sortie moyen positif.

✔ *Le capital-développement*

Les opérations de capital-développement interviennent dans les stades ultérieurs de la vie de l'entreprise et dans des secteurs plus matures. On distingue trois types de financements qui sont les suivants :

– le financement de la deuxième étape, « ***second stage financing*** ». À ce stade de développement, l'entreprise produit et vend. Elle ne réalise pas encore de bénéfices, mais elle a des stocks et des comptes de créances importants. Elle doit donc avoir un fonds de roulement suffisant pour financer son cycle d'exploitation ;
– le financement de la troisième étape, « ***third stage financing*** ». L'activité de l'entreprise commence à devenir bénéficiaire. Le seuil de rentabilité est au moins atteint. Cependant elle a besoin des fonds propres

supplémentaires. Ces fonds, à ce stade, sont utilisés pour l'augmentation du niveau des ventes, le marketing, et le renforcement du fonds de roulement ;

– le financement de la quatrième étape, « ***fourth stage financing*** ». Le potentiel de l'entreprise pouvant être évalué sur des bases tangibles, les investisseurs peuvent exploiter l'effet de levier de la dette pour accroître la rentabilité des fonds propres. Les opérations jointes en fonds propres et prêts, qui assurent une « rentabilité courante » sous forme d'intérêts, deviennent réalisables. Au moment de cette phase, les sociétés de capital-investissement ont un rôle d'accompagnateur. Leur intervention au titre du capital-développement se justifie encore parce que les risques et les besoins de financements restent élevés au regard des ressources.

Le capital-développement demande une collaboration étroite avec les dirigeants des entreprises pour l'élaboration et l'exécution de choix stratégiques. En moyenne, le segment du capital-développement représente plus de 30 % du total des montants investis par les fonds en capital-investissement. Depuis 2001, les capital-investisseurs recherchent des participations majoritaires afin de sécuriser leur sortie et de contrôler activement l'évolution des projets. Ils ont ainsi changé leur stratégie de gestion de portefeuille pour concentrer leurs investissements sur un faible nombre de lignes, à l'inverse d'un investisseur boursier. Les investissements moyens unitaires sont à présent beaucoup plus élevés qu'auparavant. Ces montant s'échelonnent de 5 à 10 millions d'euros. Notons que contrairement au capital-risque, l'activité de capital-développement est rentable à hauteur de 18 % en moyenne en France.

✔ *Le capital-transmission*

Dans le domaine du capital-transmission, « ***transmission capital*** », les montages de LBO « ***Leverage Buy Out ou LBO*** » constituent le cœur de l'activité des capital-investisseurs. Si cette activité d'acquisition d'entreprise par effet de levier financier est l'opération la plus prisée des capital-investisseurs, c'est parce qu'elle assure généralement de façon « mécanique » des revenus substantiels et crée une croissance artificielle de l'investissement. La part des opérations de LBO repré-

sente 40 % des sommes investies. Le montant moyen investi par opération s'élève à 20 millions d'euros. Les investisseurs français se consacrent de plus en plus au capital-transmission et semblent tendre vers le modèle américain où 65 % des montants investis le sont dans des opérations de ce type.
L'introduction en bourse est à considérer comme la voie royale mais elle dépend des conditions de marché. On observe que les entreprises qui exercent leur activité dans des secteurs où l'immatériel est dominant s'introduisent en bourse après trois années d'existence alors que les autres entreprises innovantes seront introduites au bout de cinq ans.

Le profil des risques supportés par les capital-investisseurs est déterminé par le fait que les sociétés de capital investissement opèrent sur une population d'entreprises hétérogènes tant par leur produits et services que par leur phase de développement et leur organisation. De plus, à l'inverse des entreprises biens établies, l'entreprise de croissance s'identifie souvent à ses dirigeants, ce qui conduit à une concentration du pouvoir et à de larges responsabilités. Il en résulte pour l'investisseur en capital une exposition aux risques suivants :

– la rentabilité négative. La première source de risque est la possibilité d'une rentabilité négative due à la perte totale ou partielle des fonds investis. La cause principale en est l'échec du projet qui provoque la liquidation de l'entreprise. Cette situation est rare étant donné la densité des informations collectées par les opérateurs financiers avant leur intervention ;
– le risque d'immobilisation, quant à lui, est plus insidieux. Le capital-investisseur qui détient une participation non négociable est en quelque sorte pris au piège, il est « collé ». Ce terme correspond à la situation dans laquelle l'entreprise ne verse pas de dividendes et pour laquelle on ne peut pas l'obliger à s'exécuter. Le risque d'immobilisation se manifeste plutôt lorsque l'entreprise a déjà bénéficié de plusieurs tours de financement et donc lorsque ses besoins en capitaux deviennent mineurs ;
– le risque de coûts de gestion. Un troisième type de risque n'entre qu'indirectement dans la catégorie des risques financiers et est relatif au coût

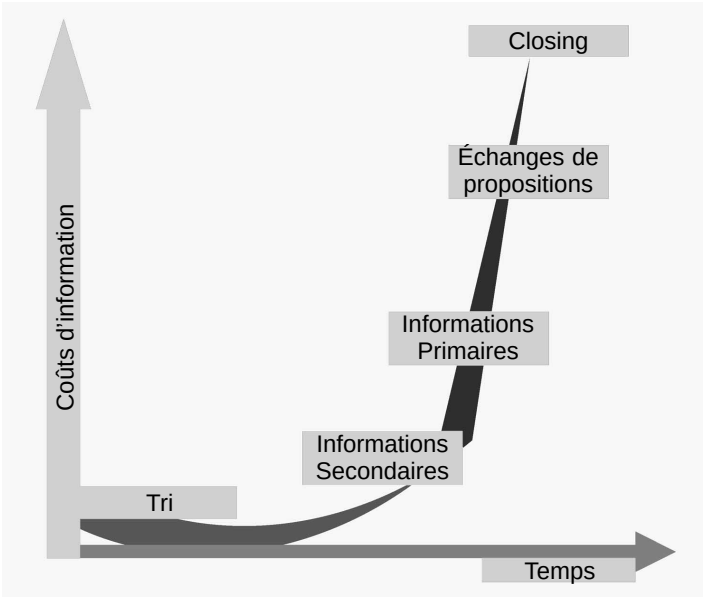
de gestion d'un projet. Le capital-investisseur contribue par ses conseils et son expertise à la croissance de l'entreprise. Aussi, ses interventions requièrent-elles une mobilisation importante des chargés d'affaires. Non seulement, leur activité de sélection et de gestion des autres investissements est entravée, mais une implication et un contrôle intenses affectent la rentabilité de l'investissement.

Modèle de décision d'investissement pour les opérations de capital-risque

L'appréciation de la qualité de l'entreprise et l'évaluation de sa valeur financière sont des éléments décisifs car ils conditionnent le mode d'investissement dans le projet. Le processus de décision d'investissement des capital-investisseurs s'inscrit dans une démarche dynamique et interactive avec l'entreprise qui s'articule en cinq étapes distinctes représentées sur le graphique ci-après et qui sont les suivantes :
– le tri des projets,
– la recherche d'informations secondaires,
– la recherche d'informations primaires,
– les échanges de propositions,
– le closing.

Le processus de décision d'investissement s'étend en moyenne sur 97 jours et requiert 130 heures d'étude lorsque le capital-investisseur est chef de file. Le coût moyen de l'étude d'un projet varie de 10 K€ à 20 K€ selon le niveau de complexité technologique et d'expertise requis. Le temps et le coût du processus d'expertise sont croissants avec la complexité technologique du projet allant jusqu'à être « exorbitants pour les affaires en démarrage ». Aussi, ces coûts d'expertise pénalisent tout espoir de rentabilité future pour des dossiers d'entreprises en phase de démarrage. En effet, ces dossiers requièrent en général de faibles apports en fonds propres s'élevant en moyenne à € 100 000. Rappelons également que leur taux de défaillance est supérieur à 50 % et qu'ils nécessitent des frais de portages annuels pour le capital-investisseur supérieurs à 20 000 €.

Les étapes du processus de décision d'investissement



✔ *Le tri des projets proposés*

Le capital-investisseur procède à une première sélection des projets qui lui sont présentés en opérant un tri par rapport à son domaine de spécialisation. De 800 à 1 000 projets sont soumis par an à un capital-investisseur selon la taille du fonds. Pour cette première phase, les capital-investisseurs s'attachent essentiellement à la lecture du résumé du business-plan, « ***executive summary*** ». Ce document est le premier élément à fournir pour que le capital-investisseur puisse juger si le projet s'inscrit dans sa politique d'investissements, sa « **road map** », et faire une première évaluation du contenu général du projet.

L'origine des projets, le « ***deal flow*** », est directe ou indirecte. Les demandes directes sont spontanées ou émanent du réseau bancaire. Les demandes indirectes proviennent du réseau personnel des investisseurs, des intermédiaires financiers et des intermédiaires tels que « les tremplins de l'entreprise du Sénat » ou « Capital-IT ».

La prospection est une troisième source d'où environ 10 % des dossiers sont issus en France. Les capital-investisseurs prospectent en général à travers leur réseau de relations informelles, mais aussi auprès d'associations d'entrepreneurs ou encore à l'occasion d'expositions industrielles. Ce taux est beaucoup plus élevé aux États-Unis où les capital-investisseurs ont une démarche proactive en allant au-devant des entreprises, des incubateurs et des laboratoires de recherche.

Seulement un quart des dossiers examinés par les capital-investisseurs découlent de demandes de financements spontanées d'entrepreneurs. Les trois quarts des dossiers sont apportés par les canaux indirects. Plus précisément, un tiers d'entre eux provient de la communauté même des capital-investisseurs. Un autre tiers est prescrit par les manifestations telles que les concours et la proportion restante émane des banques et de quelques entreprises. Dans ces conditions, les filiales bancaires de capital-investissement semblent être avantagées du fait qu'elles bénéficient d'un réseau qui oriente directement l'entrepreneur. L'avantage est alors double par rapport aux sociétés de capital-investissement indépendantes. Les sociétés de capital-investissement captives bénéficient de l'information en amont. De plus, elles disposent de relations privilégiées avec les prescripteurs du fait de leur longue existence car elles ne sont que très rarement dissoutes.
Il faut également signaler l'importance du soutien d'organismes tels que l'ANVAR, les Chambres de Commerce ou d'autres labels, et de la prescription par ces organismes.

✔ *L'étude des sources d'informations secondaires*

Lorsqu'un dossier correspond au domaine de spécialisation et que le projet est cohérent, soit environ pour 30 % des projets soumis, le capital-investisseur a recours à une étude du projet à partir de sources secondaires. Il examine le projet à partir d'éléments tels que le business-plan qui est alors lu dans sa totalité, les données comptables et des rapports sur le secteur d'activité.
La spécialisation du capital-investisseur lui permet alors d'évaluer plus rapidement les projets en ayant recours à des contacts privilégiés : fournisseurs, clients ou autres sources d'expertise dans le secteur d'activité

concerné. Les critères de spécialisation d'un capital-investisseur sont les suivants :
– la taille des montants à investir : le ticket,
– la technologie ou le segment de marché,
– le stade de développement,
– la situation géographique.

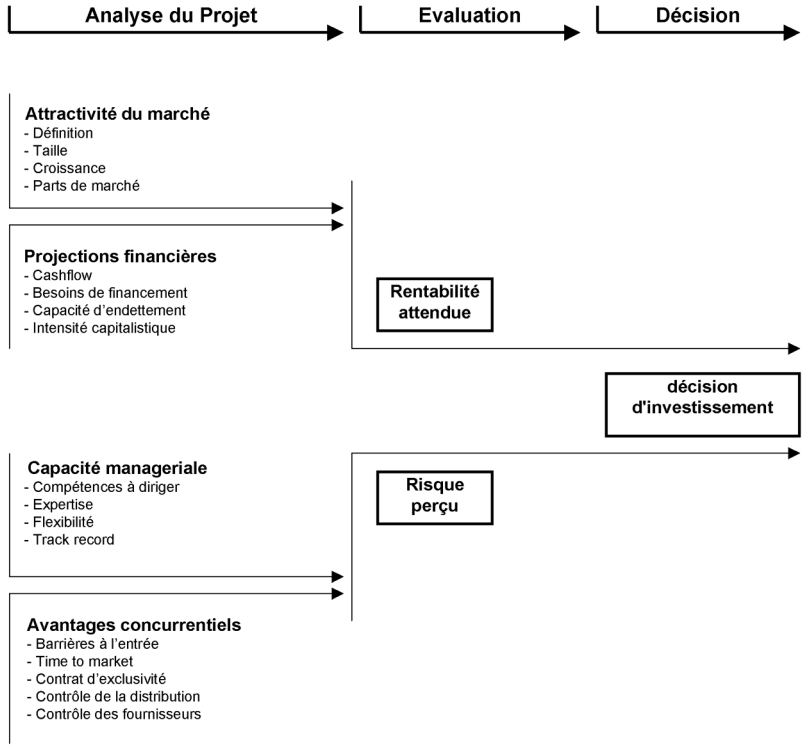
L'expérience permet également au capital-investisseur de construire des liens et de se familiariser avec les activités dans lesquelles il investit. Il accumule et capitalise les connaissances du secteur et des acteurs. Par conséquent, son domaine d'activité peut être davantage diversifié et il anticipe mieux les perspectives de fusion, de liquidation et de remplacement de dirigeant.

✔ *L'étude des sources d'informations primaires*

En moyenne, il ne reste plus à ce stade que 15 % des projets soumis. Les sources primaires amènent tout d'abord le capital-investisseur à avoir un contact direct avec les initiateurs, les sponsors qui sont les business angels, l'entreprise mère ou d'autres partenaires impliqués financièrement dans le projet.
Puis le capital-investisseur procède à un examen approfondi sur environ 8 % des projets retenus en se déplaçant sur le site de production, en analysant le marché et en affinant le business plan. C'est seulement sur 4 % des dossiers qu'il y a des « ***due diligence*** » et que sont mandatés des experts pour valider l'analyse du capital-investisseur. Lorsque le capital investisseur est « séduit », il aborde l'étape d'échange de propositions dans le but de concrétiser sa décision d'investissement dont nous représentons sur le graphique ci-dessous les principaux facteurs :

Lorsqu'on interroge les capital-investisseurs sur la formation de leur décision d'investissement, on discerne rapidement deux axes : la recherche de projet à fort potentiel de rentabilité et une faible exposition au risque.

Les composants de l'évaluation de la rentabilité et du risque d'un projet par les capital-investisseurs



Les facteurs déterminants du closing

✔ *Évaluation de la rentabilité attendue d'un projet*

Elle est avant tout estimée par rapport à l'attractivité du marché sur lequel se positionne le projet et dans un deuxième temps par les projections financières. Ainsi, un projet est d'autant mieux valorisé qu'il s'inscrit sur un marché en pleine croissance et que les projections financières sont maîtrisées. Les tableaux ci-dessous récapitulent les critères de marchés et ceux relatifs aux projections financières auxquels les capital-investisseurs sont sensibles :

Critères d'évaluation du marché

	Fort potentiel	Faible potentiel
Vente	Leviers de commercialisation Clients récurrents	Mal défini Incertain
Client	Accessible Pouvoir d'achat	Loyal à une marque
Valeur ajoutée	Forte valeur ajoutée Paiement à l'avance	Faible valeur ajoutée Pas de barrière à l'entrée
Taille	De € 100 millions à € 1 milliard	Moins de € 100 millions d'euros Non extensible
Croissance	De 30 % à 50 % de croissance par an	De moins de 10 % de croissance ou en déclin
Parts de marché	20 % ou plus en 5 ans Leadership	Moins de 5 % dans les 5 ans

Critères d'évaluation des projections financières des capital-investisseurs

	Fort potentiel	Faible potentiel
Valorisation	Intéressante Cohérente	Non justifiée Élevée
Break-even	Cashflow positif à l'issue de la deuxième année	En année 3 ou plus
Cashflow	prévisibles et stables	Cyclique ou volatile
Free cashflow	20 % ou plus du chiffre d'affaires	Inférieur à 10 % du chiffre d'affaires
Marge brute	Stable et supérieure à 40 % du chiffre d'affaires	Faible et inférieure à 20 % du chiffre d'affaires
Résultat net	Supérieur à 10 % les années suivant l'année 2	Toujours négatif après l'année 2
Besoins de financement	Bien calibrés selon les objectifs	Mal identifiés Trop élevés ou trop faibles
Intensité capitalistique	Chiffre d'affaires élevé par rapport au total de l'actif	Chiffre d'affaires faible par rapport au total de l'actif
Capacité d'endettement	Forte avant la sortie du capital-investisseur	Faible ou après la sortie du capital-investisseur
R&D	Faibles besoins immédiats	R&D à financer
Subventions	Capacité à obtenir des subventions françaises et européennes	Sans aides publiques Perçu parfois comme inquiétant

✔ *Évaluation du risque d'un projet*

Les facteurs qui tiennent à l'évaluation des risques par les capital-investisseurs sont, d'une part, la capacité managériale du chef de projet et de son équipe dirigeante, d'autre part, les avantages concurrentiels offerts par le bien ou le service produit. Notons que le premier facteur domine le deuxième et qu'ils sont indépendants.
Ainsi, la qualité de l'équipe dirigeante est le premier critère auquel les capital-investisseurs sont attentifs. Ils apprécient notamment une équipe qui a une stratégie claire et des tactiques opportunistes en termes de marchés et de technologies. Le tableau suivant regroupe les caractéristiques complémentaires que doit posséder l'équipe dirigeante pour qu'elle soit considérée comme étant à haut potentiel.

Critères d'évaluation du management par les capital-investisseurs

	Fort potentiel	**Faible potentiel**
Équipe	Combinaison de personnes reconnues Track record (expérience)	Entrepreneur solitaire sans track record (expérience)
Expertise	Connue et reconnue Clarté des objectifs	Nouveau dans le secteur Surévaluation des objectifs
Travail en équipe	Organisé et encouragé Résistance au stress	Performance individuelle Individus surmenés
Attitude face à la technologie	Implémentation des nouvelles technologies	Trop ambitieux Implémentation trop large
Flexibilité	Capacité d'adaptation, d'investissement et désinvestissement personnel	Attitude bornée
Prise d'opportunité	Toujours à la recherche de nouvelles opportunités	Croyance centrée sur un marché ou une technologie
Acceptation de l'erreur	Remise en cause aisée	Stratégie rigide

Bien que l'équipe dirigeante doive nécessairement être de grande qualité pour limiter les risques d'échec d'un projet, le bien ou le service produit

doit présenter une forte résistance aux menaces principalement par ses avantages concurrentiels décrits ci-dessous.

Critères d'évaluation des avantages concurrentiels par les capital-investisseurs

	Fort potentiel	Faible potentiel
Barrières à l'entrée	Propriété intellectuelle de qualité Blindée	Pas de brevet ou de licence Exclusivement du service
Time to market	En début de la fenêtre de marché	Trop tardif Trop prématuré
Contrat	Prioritaire ou exclusivité	Sans contrat
Coûts	Faibles coûts de production Communication facile vers le marché	Coûts de production élevés Évangélisation du marché requise
Contrôle sur les prix	Fort	Faible
Contrôle de la distribution ou sans contrôle	Modéré à fort contrôle	Faible contrôle

✔ *L'échange de propositions*

Le temps accordé pour l'étude du dossier s'accroît de façon considérable lors de l'étape d'échange de propositions. Le capital-investisseur tente d'identifier et de surmonter les obstacles à la bonne conduite du projet. Cette phase consiste alors en un échange de propositions entre l'entrepreneur et l'investisseur sur :

– les objectifs à atteindre,
– la valeur de l'entreprise par rapport aux autres entreprises du secteur et les opportunités futures de sortie.

Cet échange de propositions implique en général l'entrée d'autres capital-investisseurs. En effet, les capital-investisseurs investissent dans les projets en syndication afin de :

– réduire leur risque d'échec,
– se conforter dans leur jugement,
– diversifier leur portefeuille.

Cette approche leur permet de partager le risque mais aussi de mettre en commun leur expertise et de réduire ainsi les coûts de recherche et de traitement de l'information. Un capital-investisseur est davantage enclin à investir lorsqu'un confrère expérimenté l'est également. Les négociations sur la valeur de l'entreprise et l'arrivée d'un groupe d'actionnaires en syndication, amènent bien souvent à des changements significatifs par rapport aux suggestions initialement émises par les parties. Cette phase est alors une source de mésentente entre les différents acteurs qui peut se solder par le rejet du projet.
Dans le cas où les parties s'entendent sur les conditions de financement, l'entreprise se verra dotée de capitaux importants lui permettant de se positionner sur des marchés internationaux. De plus, elle sera en situation d'exclusivité, les capital-investisseurs ayant la contrainte légale de ne pas investir dans des entreprises aux activités similaires. L'accord des parties conduit à la phase appelée « closing ».

✔ *Le « closing »*

Cette étape consiste en l'élaboration formelle et la ratification du contrat qui lie le capital-investisseur et l'entreprise. Ce contrat s'apparente à un « mariage avec promesse de divorce » [1]. Les termes du contrat délimitent les obligations des parties durant la période de portage estimée. L'issue de cette association présente une incertitude généralement élevée et l'établissement d'un contrat sans équivoque est primordial. En effet, selon les professionnels du capital-investissement, les entrepreneurs tendent à confondre la propriété avec le contrôle de l'entreprise. Selon Charvet[2] « le but du texte est de décrire avec le plus de précisions possibles, l'ensemble du montage qui va être opéré, et l'investissement qui doit être réalisé. Ce

1. « 4 milliards en quête d'entrepreneurs », *Science et vie Économie*, n° 19, juillet-août 1986, p. 83.
2. Charvet « La pratique du capital risque et du droit » cité par Zopounidis,1987 : « Le capital risque en France », *La Revue du Financier*, n° 52, mars.

document comporte très souvent un préambule détaillé qui précise les conditions dans lesquelles l'entrepreneur et l'investisseur se sont rencontrés, et définit les objectifs qu'ensemble ils se sont fixés. Nul n'ignore en effet, que si un tribunal était appelé à statuer, il rechercherait quelle était, au moment de la prise de participation, la volonté commune des parties ».
Le contrat précise les éléments suivants :
– le montant des capitaux apportés,
– la part du capital de l'entreprise acquise par le capital-investisseur,
– l'échéancier peut prévoir des apports séquentiels. Ces apports sont subordonnés à des phases de développement de l'entreprise ou d'avancement du projet,
– la qualité du produit financier apporté à l'entreprise. Si en théorie l'achat d'actions constitue l'essence du capital-risque, en pratique d'autres instruments sont utilisés. La gamme des produits financiers utilisés s'échelonne du financement en fonds propres ou quasi-fonds propres jusqu'aux prêts à moyen ou long terme,
– les clauses particulières qui déterminent les dividendes prioritaires, les clauses de sortie, et la représentation au conseil d'administration.

On observe que le contrat d'investissement, préambule au pacte d'actionnaires, tend à être délaissé par les capital-investisseur car il est qualifié de « ***biding*** » : l'investisseur et l'entrepreneur ne peuvent pas se désengager s'il n'y a pas eu de préjudice.
Aujourd'hui, la pratique consiste à rédiger une « ***term sheet*** » qui équivaut à une proposition commerciale. Ce document est donc « ***non-biding*** » : les deux parties peuvent rompre les négociations sans dommages et intérêts. Au terme des négociations, la « term sheet » donne lieu à la rédaction d'un pacte d'actionnaires qui fixe les modalités de l'accord.

■ Processus d'engagement et de désengagement des capital-investisseurs

Les séquences d'investissements des capital-investisseurs

Le capital-investisseur a pour caractéristique d'investir en fonds propres en composant une structure d'investissement qui lui permet de détecter,

d'accompagner, de contrôler et de sortir des projets qui ont des perspectives de croissance. C'est sur le principe d'investissements en séquences, « ***tranches*** » ou « ***split*** », et de leur organisation que reposent les mécanismes d'engagement et de contrôle des capital-investisseurs.
D'une part, ces mécanismes améliorent le taux interne de rentabilité des investissements étant donné qu'ils sont segmentés dans le temps. De plus, dans certains cas, la valorisation est révisée au cours des « tranches », diminuant ainsi le coût de revient des capital-investisseurs car leur taux de rentabilité interne s'en trouve amélioré.
D'autre part, les séquences d'investissement permettent au capital-investisseur de minimiser ses coûts de gestion et de contrôler le processus de croissance de l'entreprise jusqu'à en prendre son contrôle en cas de défaut de gestion. Plus particulièrement, le capital-investisseur acquiert une expertise sur le développement technologique et commercial de l'entreprise par :
– les investissements séquentiels et conditionnés par la réalisation d'objectifs,
– l'organisation, le « ***lead*** », de la syndication, à savoir le groupement de capital-investisseurs qui sont les initiateurs du financement du projet,
– les prises de participations.

L'apport de cette expertise en capital-investissement est d'autant plus intense et valorisant pour l'entreprise que les projets présentent des risques.
Tout d'abord, l'investissement séquentiel est une caractéristique essentielle du contrat qui lie l'entrepreneur au capital-investisseur. Il constitue une première solution afin de motiver l'entrepreneur à agir dans l'intérêt des actionnaires extérieurs au projet. L'investisseur n'apporte qu'une fraction du capital qui est nécessaire au développement complet du projet. La reconduction des financements est conditionnée par l'atteinte d'objectifs dans des échéances fixées.
La décision d'un entrepreneur d'accepter un tel contrat l'amène à exprimer ses estimations en termes de temps et de coûts de développement du projet, deux aspects qui sont essentiels dans l'évaluation du socle de valorisation et pour lesquels l'entrepreneur témoigne souvent d'un certain optimisme. En effet, la reconduction des financements se fait sur la base

des informations acquises par le capital-investisseur lors du premier tour de financement. Si les objectifs sont atteints, l'entrepreneur bénéficie d'une valorisation de son projet. Dans le cas contraire, il est sanctionné par une perte de valorisation de son entreprise, et peut même être révoqué. L'investissement séquentiel incite alors l'entrepreneur à se concentrer sur les tâches qu'il doit accomplir et le motive à réaliser ses objectifs dans des périodes de temps limitées. Ce mode de financement peut cependant amener l'entrepreneur à cibler des objectifs de court terme, au détriment du long terme et d'une croissance durable, créant ainsi une « myopie ». Par exemple, il peut se concentrer sur la vente de produits au détriment du maintien d'une avance technologique, une configuration classique dans le secteur du software. Afin d'éviter ce problème, le capital-investisseur établit des objectifs intermédiaires à moyen terme dans la rédaction du contrat.

L'investissement séquentiel, malgré ses intérêts, génère ses propres coûts selon les instruments financiers utilisés et l'intensité du contrôle exercé. Dans la mesure où la technique d'investissement séquentiel permet de contrôler l'évolution de l'activité et offre une option d'abandon, elle est en quelque sorte assimilable à celle effectuée dans le cadre de l'endettement à court terme. En effet, dans ce dernier cas, le bailleur de fonds maintient un lien étroit avec l'entrepreneur en reconduisant sa dette périodiquement. Il évite ainsi des pertes potentielles qui seraient dues à des erreurs d'appréciation. De la même façon, si la nature de ses actifs rend difficile d'évaluer l'entreprise, le capital-investisseur procède à des séquences d'investissement plus nombreuses et les coûts de gestion s'en trouvent accrus.

Ainsi, le dispositif de contrôle est moins intense si l'entreprise dispose d'actifs corporels dans la mesure où les investissements sont mieux couverts en cas de liquidation. Cela se traduit par un nombre moins élevé de tours de financements – environ trois – pour atteindre un seuil de maturité alors qu'ils sont de cinq en moyenne pour les autres entreprises. Ces tours sont également plus espacés dans le temps avec des montants apportés beaucoup plus importants. Ainsi les entreprises disposant d'une forte proportion d'actifs corporels réalisent leurs tours de financement en moyenne tous les 15 mois alors qu'ils interviennent environ tous les six mois pour les entreprises plus risquées. Dans les mêmes proportions, les

capital-investisseurs tendent à accroître leur contrôle sur les jeunes entreprises ou sur celles qui ont une forte activité de R&D.

Syndication, participation et contrôle des capital-investisseurs

✔ *Une syndication élargie avec le risque*

Lorsqu'il est réalisé en syndication, le premier tour de financement permet d'améliorer la décision d'investir ou de ne pas investir dans un projet car l'approbation d'au moins deux examinateurs extérieurs est requise. En réalité, lorsque les capital-investisseurs détectent une entreprise à fort potentiel, ils sollicitent d'autres investisseurs pour connaître leurs critiques. Ceci leur permet de comparer leurs informations. La syndication permet alors d'améliorer la qualité de l'expertise ainsi que de partager le risque. Il apparaît donc que plus l'entreprise présente un profil risqué, plus le nombre de capital-investisseurs en syndication est important lors des premiers tours de financements et augmente encore avec les besoins de financements pour finir avec une moyenne de 3,2 investisseurs. Le profil des capital-investisseurs évolue avec l'avancée du projet. Ceux qui sont spécialisés dans le *seed capital* cèdent progressivement leurs participations aux intervenant spécialisés dans les projets qui doivent être portés à maturité.

✔ *Des participations et un contrôle croissants avec le risque*

Enfin, les capital-investisseurs exercent une activité de contrôle dans l'entreprise au travers de leur participation au capital et de détention de droits de vote qui s'échelonnent en France de 3,96 à 99 %. Aux États-Unis, les capital-investisseurs détiennent en moyenne entre 34,3 et 36.6 % du capital de l'entreprise avant l'IPO alors qu'en France la moyenne est de 27,6 %. En France, les capital-investisseurs peuvent détenir des actions dont le droit de vote compte double. Ce particularisme a son importance car il accentue la position managériale du capital-investisseur au sein de l'entreprise. On observe en France que les capital-investisseurs détiennent en moyenne 24 % des droits de vote ce qui témoigne d'un comportement passif. Remarquons que cette statistique concerne l'ensemble de la variété

des entreprises financées par capital-investissement et qui ont procédé à une IPO sur Euronext.
Lerner[1] observe qu'après le deuxième tour de financement, le capital-investisseur chef de file détient en moyenne 30 % des actions aux États-Unis contre exactement la moitié pour la France soit 15 %. Les besoins de contrôle étant croissants avec les risques de l'entreprise, aux États-Unis, les participations du capital-investisseur augmentent de 44 % lorsque le dirigeant de la firme ne possède pas d'expérience en matière entrepreneuriale. En France, dans le secteur du software, les participations des capital-investisseurs se situent en général au-dessus de 51 % du capital avec un chef de file qui détient en moyenne plus de 20 %.
L'intensification des prises de participation des capital-investisseurs n'est pas sans incidence sur la valorisation des entreprises. Lors d'IPO, on observe notamment que les écarts d'évaluation passent de 7,3 à 13 % lorsque la syndication des capital-investisseurs détient plus de 26 % du capital. Les entreprises dont le capital est détenu à moins de 19 % par le chef de file avant l'IPO ont des écarts d'évaluation moyens de 11,3 % alors qu'ils sont de 8,3 % lorsque le chef de file détient plus de 19 % du capital. La prise de participations significatives des investisseurs au capital de l'entreprise réduit ainsi les risques perçus par le marché financier. Les entreprises ne sont alors pas sous-évaluées par le marché alors qu'elles souffrent d'une dévalorisation de 6,3 % dans le cas contraire.

Processus de désengagement des capital-investisseurs

L'intervention en capital-investissement appelle à terme un désengagement dont les parties sont parfaitement conscientes. La forme des désengagements offre à l'entreprise plusieurs opportunités. Tout d'abord elle peut permettre de recentrer son contrôle par le rachat des actions du capital-investisseur. Ensuite, elle peut permettre de fusionner avec un autre groupe industriel ou financier. Enfin elle peut être l'occasion pour l'entreprise d'opérer un nouveau tour de financement impliquant l'émission de nouvelles actions et l'entrée au capital de nouveaux actionnaires.

1. Lerner (1994) : « The syndication of venture capitalist investments », *Financial Management*, Vol. 23 ; n° 3 ; Autumn 16-27.

Les enjeux relatifs au désengagement du capital-investisseur sont stratégiques et sont négociés dès l'entrée, dans les clauses juridiques encadrant la sortie. Ces clauses bénéficient également à l'entrepreneur afin d'éviter l'entrée à terme d'un investisseur non désirable dans le capital de son entreprise, tout candidat devant demander alors un droit d'agrément ou de préemption. Par la clause de « sortie pactée », le capital-investisseur a la possibilité de s'assurer que les acquéreurs adhèrent au pacte d'actionnaires.
Selon Poitrinal[1], les possibilités de sortie du capital-investisseur sont de trois types : sortie conjointe, sortie prioritaire et *buy or sell*.

✔ *Les clauses de sortie conjointe*

Tout d'abord, les clauses de sortie conjointe impliquent que le majoritaire s'engage à ne pas vendre ses actions sans faire aussi acheter par l'acquéreur des titres détenus par un ou plusieurs autres actionnaires, généralement minoritaires. Cette clause oblige le majoritaire dans le cas où il voudrait céder le contrôle de l'entreprise, à trouver un acquéreur acceptant d'acheter en plus la participation du capital-investisseur minoritaire.

✔ *Les clauses de sortie prioritaire*

Ensuite la clause de sortie prioritaire implique que les majoritaires s'engagent à ne pas céder leur participation tant que le capital-investisseur n'a pas cédé la sienne.

✔ *La clause de « buy or sell »*

Enfin, la clause de « *buy or sell* » vise le cas où le capital-investisseur trouverait un acquéreur pour une participation supérieure à celle qu'il détient, en général une participation majoritaire. Par cette clause, les majoritaires s'engagent à vendre le nombre de titres suffisants pour satisfaire la demande de l'acquéreur ou à acheter à l'investisseur ses actions au prix proposé par l'acquéreur.

1. Poitrinal, 1996, *op. cit*.

Bien que ces clauses permettent de guider le comportement du capital-investisseur, ce dernier peut être tenté de tirer profit d'informations privilégiées en divulguant de fausses informations quant à la véritable valeur de l'entreprise. Rappelons que les actionnaires qui entrent au capital de l'entreprise sont incités à sous-évaluer la valeur de la firme de façon à optimiser leur plus-value à l'issue de la période de portage. L'entrepreneur, quant à lui, est tenté de surévaluer son entreprise dans son propre intérêt. Au même titre qu'un entrepreneur, le capital-investisseur qui a participé à un premier tour de financement peut être tenté de surévaluer la valeur de la firme dans le cadre d'un deuxième tour de financement qui implique l'entrée de nouveaux investisseurs extérieurs.

La transmission et les états transitoires du capital-investissement

Pour prouver la qualité des équilibres financiers de l'entreprise, les capital-investisseurs et l'entrepreneur apportent une garantie de passif, par laquelle ils assurent l'acquéreur contre d'éventuels suppléments de passif ou d'insuffisances d'actifs qui auraient une cause antérieure à la cession. Ces dispositions sont néanmoins insuffisantes pour garantir un investisseur contre une surévaluation des actions offertes. Afin de remédier à cette carence il est dans l'intérêt du capital-investisseur de maintenir un niveau de participation fixe au fil des tours de financement. Cette stratégie le garde d'être enclin à surévaluer ses participations car il occupe une position neutre face à l'entreprise et aux investisseurs extérieurs. *A contrario*, un capital-investisseur peut émettre un mauvais signal quant à la valorisation de l'entreprise lorsqu'il cède ses participations lors d'une nouvelle augmentation en capital. Cette stratégie revient à interrompre le financement d'un projet supposé rentable et est interprétée comme douteuse.
L'évolution des tours de financements de l'entreprise implique par conséquent un accroissement du nombre des capital-investisseurs dans la structure de syndication et restreint les possibilités de désengagement. Par exemple, si un capital-investisseur obtient 50 % de deux cents actions de la firme lors d'un premier tour de financement et que le second tour de financement implique l'émission de cent nouvelles actions, il ne devrait alors acquérir que la moitié de cette nouvelle émission pour garantir la

valeur de la firme. Les actions restantes devront alors être acquises par un autre capital-investisseur. Le premier capital-investisseur valorise ainsi l'entreprise en tant qu'intermédiaire financier par le maintien de ses enjeux financiers, car en cas de dissémination de fausse information il subit à court terme les sanctions d'une dévalorisation de ses propres participations. En moyenne, la structure initiale de la syndication est composée de 2,2 capital-investisseurs et passe à 4,2 à partir du troisième tour de financement. Lors du deuxième tour de financement, les capital-investisseurs initiaux acquièrent en moyenne 30 % des actions vendues, ce qui leur permet de maintenir une position qui est de 34 % en moyenne au sein de la syndication.

La présence de nombreux investisseurs signifie que d'une part l'entrepreneur a su convaincre plusieurs investisseurs spécialisés de la qualité du projet et d'autre part que le contrôle de l'entreprise est intense. La situation décrite est paradoxale car selon nos explications la sortie du capital-investisseur implique le maintien de ses engagements. En fait, il s'agit là d'un état transitoire. Les informations sur la qualité de l'entreprise deviennent progressivement publiques par la participation progressive des capital-investisseurs et la formation des prix qui deviennent de notoriété commune. Le rôle du capital-investisseur s'arrête à ce moment et il est en mesure de céder entièrement ses participations sans dévaloriser l'entreprise.

Lorsqu'il s'agit d'une introduction sur le marché boursier, le maintien des enjeux financiers des capital-investisseurs est particulièrement significatif car il crédibilise la valeur des actions émises, la divulgation de fausses informations étant directement sanctionnée par la chute des cours. Le capital-investisseur dispose alors de la possibilité de divulguer progressivement l'information qu'il possède en introduisant l'entreprise en bourse et en vendant progressivement ses actions. On observe aux États-Unis que 43,3 % des capital-investisseurs ne cèdent pas une seule de leurs actions et seulement 0,9 % d'entre eux vendent 100 % de celles-ci. En moyenne, avant l'IPO, les capital-investisseurs détiennent 36,6 % des actions de l'entreprise et ne cèdent que 8 % de leurs participations lors de l'IPO. La proportion des actions détenues par le capital-investisseur avant l'IPO est de 36,6 % et passe à 23,3 % après l'IPO. Ce résultat est en fait dû à la dilution du capital suite à l'offre. En effet, la baisse des participations est due

à la vente d'une partie des actions mais aussi à l'émission de nouvelles actions. Le capital-investisseur chef de file détient quant à lui en moyenne 19 % des actions de la firme et cède 6,6 % de ses actions sachant que dans 44 % des cas il ne cède aucune de ses actions. Il apparaît également qu'un an après l'IPO les capital-investisseurs détiennent encore près de la moitié de leur engagements, soit 17,8 % du capital.

En France, les capital-investisseurs détiennent en moyenne 21,6 % du capital après l'introduction. Ils cèdent en moyenne 26,2 % du nombre d'actions qu'ils détiennent dans l'entreprise ce qui témoigne d'un désengagement bien plus important qu'aux États-Unis. Le chef de file détient 15,24 % des actions après l'introduction et son pourcentage d'actions cédées est de 7,8 %. Ce résultat montre que le désengagement du chef de file est très inférieur à celui de la syndication.

En maintenant ses enjeux financiers, le capital-investisseur peut se désengager à la suite de l'introduction en bourse pour un prix des actions élevé si l'entreprise est en croissance. Dans le cas contraire, le cours de l'action tendra à chuter et la richesse du capital-investisseur s'en trouvera diminuée. De plus, en certifiant la valeur d'introduction de l'entreprise, le capital-investisseur maintient son accès au marché financier, ce qui, dans le cas contraire, le freinerait dans le développement de son activité. On observe alors que si les capital-investisseurs s'engagent à conserver plus de 18 % du capital après l'introduction en bourse, l'entreprise n'est quasiment jamais sous-évaluée. De plus, dans ces conditions d'introduction, les écarts d'évaluation sont de faible amplitude et de moitié en comparaison avec un maintien des participations inférieur à 18 % (6,7 % contre 13,08 %). En revanche, si le chef de file cède plus de 9 % des actions qu'il possède la probabilité d'avoir d'importants écarts d'évaluation est supérieure à 50 %.

■ Les acteurs et la gestion des véhicules du financement de l'innovation

Le lent et profond krach sur les valeurs technologiques, n'a pas été sans répercussions sur la politique des capital-investisseurs. Jusqu'au mois de

février 2001, ils étaient présents dès les toutes premières levées de capitaux des start-up et s'engageaient à les accompagner tout au long de leur croissance. Les niveaux de valorisation ayant perdu près de 80 % dans les secteurs innovants, les capital-investisseurs se sont brusquement retirés des investissements en early stage. Ils se sont concentrés sur les deuxièmes tours de table des entreprises qui avaient été financées entre 1998 et 2002. Les capital-investisseurs disposaient ainsi de la possibilité de choisir des firmes au sein d'un très large panel d'entreprises qui avaient déjà bénéficié d'un premier accompagnement et qui avaient résisté aux intempéries économiques. En investissant dans ces entreprises victimes d'une dévalorisation sans précédent, l'univers darwinien du financement des hautes technologies prenait ses marques avec le « ***vulture capitalism*** », les fonds rapaces et la création de fonds d'occasion, les « ***trail funds*** ».
Une dynamique nouvelle de création de fonds d'investissement spécialisés dans les hautes technologies émerge aujourd'hui d'organismes comme les centres de recherches et les grandes entreprises. Ils possèdent une véritable expertise technologique ou commerciale ainsi que leurs propres incubateurs. Les entreprises qui prennent naissance dans ces centres évitent de se heurter au paroxysme de la crise du capital-investissement.
Nous décrivons tout d'abord les acteurs contemporains du financement de l'innovation. Ensuite, nous abordons les sources de conflits d'intérêts entre actionnaires et gestionnaires de fonds pour, enfin, comprendre le mode de fonctionnement des appels à souscription, de rémunération et d'obligation d'information.

Les levées de fonds et le choix des actionnaires du fonds

✔ *Les Business Angels*

Il existe deux catégories de business angels : les professionnels et les particuliers fréquemment regroupés en association (par exemple, France-Angel). Les professionnels sont représentés par les sociétés de capital-risque qui interviennent essentiellement en *seed capital*. Ces sociétés peuvent être indépendantes ou filiales d'organismes financiers. Les fonds qu'elles gèrent proviennent d'investisseurs institutionnels comme les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, les banques et les groupes

industriels. En France il existe environ 150 sociétés de ce type. Mais pour 1'entreprise ayant accueilli à son capital un investisseur de type professionnel, il en existe 9 qui ont accueilli un investisseur privé. Ces investisseurs privés représentent la catégorie d'investisseurs en fonds propres, de loin la plus importante. L'investisseur individuel est généralement un entrepreneur ou un dirigeant d'entreprise qui a connu un ou plusieurs succès. Il investit de 15 000 à plusieurs millions d'euros avec l'objectif de dégager une plus-value à cinq ans et l'espoir de « miser » sur le futur Apple, Microsoft, ou Netscape !
Souvent, les conseils et l'expérience apportés par ces professionnels avertis s'avèrent au moins aussi importants que les capitaux qu'ils investissent. Le réseau relationnel de ces investisseurs est synonyme de mises en contact diverses, introduction auprès de clients potentiels, de partenaires industriels et d'ouvertures sur des sources de financements complémentaires.

✔ *Les sociétés de capital-investissement*

La durée de vie d'un fonds d'investissement en partenariat limité est de 10 années, reconductibles sur deux ans en France et sur trois ans aux États-Unis. Les périodes de participations, quant à elles, ne dépassent pas une durée comprise entre cinq et sept ans. Ces caractéristiques d'ordre temporel impliquent une rotation élevée des portefeuilles de participations et des appels progressifs des engagements de souscription sauf pour les FCPI (fonds communs de placement innovation). En effet, le rendement de la trésorerie du fonds étant supposé moins élevé que celui de leurs portefeuilles de participations, les gestionnaires sont soucieux d'éviter toute immobilisation injustifiée qui viendrait à l'encontre de la performance du fonds.
La poursuite des activités du capital-investissement dépend alors de la création d'une série de partenariats limités et de l'intérêt que portent les investisseurs à souscrire à de nouveaux fonds. Ces partenariats sont plus ou moins difficiles à mettre en œuvre selon les sources financières, à savoir lorsqu'il s'agit d'un fonds indépendant ou à l'autre extrême lorsqu'il s'agit d'un fonds captif.

Les sociétés de capital-investissement captives : Les sociétés de capital-investissement filiales ou départements de banques, d'un établissement

financier, d'une compagnie d'assurance ou d'une société industrielle, sont qualifiées de « captives ». La majorité, sinon la totalité des capitaux proviennent de la maison mère. Nous pouvons citer pour exemple les banques de réseau telles que le Crédit Agricole avec UI et Idia, la BNP avec BNP Private Equity, le Crédit Lyonnais avec le CLPE, la Société Générale avec la SGAM, et bien d'autres organismes qui possèdent des filiales spécialisées dans le financement de haut de bilan.

Les sociétés de capital-investissement semi-captives : Il existe également des structures dites « semi-captives », qui sont affiliées à un actionnaire principal tels qu'un établissement financier, une compagnie d'assurance ou une société industrielle. C'est le cas, par exemple, d'*Innovacom et Partech*, des organismes de capital-investissement qui sont respectivement des filiales de *France Télécom et de Paribas*. Ces organismes sont indépendants et lèvent des capitaux importants auprès de tiers qui détiennent parfois la majorité. Certains de ces organismes sont également affiliés à des collectivités locales, comme *Ile de France Développement*, détenue à 49 % par le *Conseil régional d'Ile de France*. Ces sociétés investissent en général des montants plus faibles et sont moins actives dans leur gestion.

Les sociétés de capital-investissement indépendantes : A l'opposé, on trouve les « indépendants », comme Sofinova, Siparex ou l'Idi, qui ont pour caractéristiques de gérer des fonds émanant de plusieurs sources et dans lesquels aucun actionnaire n'est majoritaire. Les investisseurs sont composés d'institutionnels, essentiellement des banques, des compagnies d'assurance et des caisses de retraites, mais aussi d'entreprises industrielles ou d'investisseurs privés sans qu'un seul puisse être considéré comme dominant. Ces fonds ont pour caractéristique d'être très actifs et indépendants dans leurs choix d'investissements.

La durée des engagements et les appels de souscription

Au-delà du produit de leur activité qui est généré par les plus-values et les revenus courants de leur portefeuille de participations, les gestionnaires de fonds doivent trouver des financements auprès des investisseurs institutionnels, personnes morales ou physiques. Aussi est-il crucial pour leur

pérennité d'établir des relations de confiance avec ces investisseurs. Celles-ci sont fondées sur la durée des engagements et les appels de souscription, la rémunération et la transparence des informations communiquées.

La durée des engagements des investisseurs dans le fonds d'investissement : le contenu des engagements réciproques des gestionnaires de fonds et des souscripteurs spécifie la durée des engagements qui est en général de 10 ans. Les conflits d'intérêts quant à la distribution des bénéfices sont éliminés grâce à cette date préalablement définie. De plus, les souscripteurs ne sont pas contraints de poursuivre leur investissement au-delà de cette date.

Les appels de souscriptions : durant la période d'exercice du fonds, les investisseurs sont soucieux d'éviter toutes les immobilisations injustifiées de leurs fonds. Afin de réduire à son minimum la trésorerie disponible dans le fonds, la société de capital investissement opère à des appels progressifs des engagements de souscriptions au fur et à mesure des besoins d'investissements. Ce système permet de minimiser les montants libérés et en attente d'investissement. Pour éviter toute précipitation des gestionnaires et aussi pour contrôler les montants de leurs décaissements, certains investisseurs plafonnent les engagements de souscription susceptibles d'être appelés dans l'année. La contrepartie de l'appel progressif des fonds consiste en l'instauration d'une clause de défaut. La pénalité encourue par le souscripteur qui ne répond pas à un appel de fonds est, au minimum, la perte de ses droits sur les plus-values du fonds et la seule récupération des sommes préalablement versées, nette de toute distribution préalable et sans intérêt créditeur, au terme de la vie du fonds.
Indépendamment de la rémunération des gestionnaires, le fonds prend en charge les frais de constitution : consultations de juristes ou de fiscalistes, frais de déplacement et frais divers.

La rémunération des gestionnaires et les obligations d'information

La rémunération des gestionnaires des sociétés de capital-investissement : le gestionnaire est rémunéré par une commission de gestion, mais aussi par une commission de performance.

La commission de gestion correspond en moyenne à 3 % du montant global des engagements de souscriptions. Elle ne vise qu'à couvrir les frais prévisibles du gestionnaire. Le taux de cette commission tend à baisser à une hauteur de 2,5 % lorsque la taille du fonds dépasse les 50 millions d'euros. Les gestionnaires peuvent également se voir attribuer une commission plus importante lorsque la stratégie d'investissement exige une expertise plus approfondie, comme pour les entreprises de haute technologie ou en phase de démarrage.
La commission de performance dépend du taux interne de rentabilité (TIR) du fonds pour les investisseurs. En général, la répartition est de « 80-20 » de l'ensemble des bénéfices courants et de cession. Aux États-Unis, selon Gompers et Lerner[1] des commissions de performance sont attribuées à 81 % des gestionnaires. Ils perçoivent en moyenne 21 % des gains générés par les investissements. Cette commission est croissante avec les activités de haute technologie ou encore dans les entreprises qui sont en phase de démarrage. Il est également remarqué que les gestionnaires de plus grande expérience ou de sociétés de capital-investissement de taille supérieure, perçoivent une commission de performance plus importante.

L'obligation d'information du gestionnaire de fonds auprès des actionnaires : il faut distinguer l'information que les dirigeants dispensent en temps réel à leurs actionnaires, de manière à obtenir les réactions sur des projets de nouvelles participations, et l'information légale de fin d'exercice. Le premier type d'information permet aux investisseurs de visualiser les placements effectués par le gestionnaire et la tenue des stratégies qui ont été définies lors de la constitution du fonds, c'est le mémorandum du fonds.
Le deuxième type d'information est d'ordre comptable et reflète la performance courante du fonds. Cette information est primordiale lorsque l'on sait que l'activité d'un gestionnaire de fonds lui demande un temps moyen annuel de 110 heures par entreprise pour la recherche de nouveaux fonds.

1. Gompers et Lerner 1995 « An analysis of compensation in the U-S venture capital partnership » ; Working Paper ; Harvard University, Cambridge, MA.

L'information sur le mode de gestion : le premier type d'information dépend du mode de gestion dont conviennent les actionnaires et les dirigeants, la situation pouvant sensiblement différer d'un actionnaire à l'autre. Si certains ne cherchent que la rentabilité de leur investissement en laissant une très large autonomie aux dirigeants, d'autres souhaitent s'impliquer largement dans la procédure d'investissement, voire même investir aux côtés de la société. Les dirigeants doivent donc connaître les desiderata, parfois contradictoires, de chacun des actionnaires. En revanche, les dirigeants peuvent souvent faire appel à certains de leurs actionnaires pour confirmer ou infirmer leur jugement sur l'opportunité d'investissement.
De façon plus générale, un comité formé des principaux souscripteurs du fonds est constitué à titre consultatif. En effet, juridiquement, l'AMF interdit tout droit d'ingérence de tiers dans les décisions de la société de gestion. Cependant, le gestionnaire doit respecter les engagements pris par le mémorandum de placement. Ceux-ci font le plus souvent référence à une réunion annuelle des souscripteurs à l'occasion de laquelle la stratégie des investissements effectués et l'environnement concurrentiel sont rappelés.
Les projections sur les performances attendues du TRI du portefeuille et du TRI net, ainsi que les problèmes liés à la liquidation des participations du fonds sont également abordés.

L'information comptable : l'information comptable en fin d'exercice est présentée parallèlement sous la forme suivante qui présente l'intérêt d'isoler clairement dans le compte de résultat les activités de la société ;
– les produits du portefeuille de participation et les produits du portefeuille de placement qui comprennent les revenus courants, les produits des opérations en capital et les provisions pour dépréciation ;
– les produits liés au montage des opérations ;
– les coûts nets de fonctionnement qui englobent les frais divers de gestion, les frais de personnel, les impôts et taxes, les dotations aux amortissements, les prestations à des tiers ;
– le résultat d'exploitation avec les opérations hors courantes dont les opérations exceptionnelles et la provision pour risques divers, et les impôts sur les sociétés ;
– le résultat net.

Par ailleurs, le gestionnaire doit informer régulièrement les actionnaires de l'évaluation de l'actif net réévalué. Cet indicateur permet de synthétiser la santé de la société. Il solde les moins-values et les plus-values latentes. L'actif net réévalué est donc un indicateur important pour les actionnaires, du fait qu'il est représentatif de l'évolution des placements réalisés, contrairement au résultat net. En effet, dans l'activité du capital-investissement, le choix du moment opportun pour les cessions constitue la marque de professionnalisme de l'organisme. L'information comptable est alors une source de conflit entre les actionnaires du fonds et le gestionnaire de ce dernier. Le gestionnaire du fonds peut être incité à désinvestir dans l'unique perspective de dégager un résultat annuel élevé pour attirer de nouveaux fonds. Bien que l'actif net réévalué soit plus représentatif de la performance de la société de capital investissement lors de son activité, les gestionnaires peuvent être amenés à surévaluer le patrimoine dont ils disposent dans le but de faire miroiter de bonnes performances à long terme. Cette approche a pour effet d'attirer de nouveaux investisseurs à la recherche de prises de participations, et de céder des actions du fonds surévaluées. Le produit de ces cessions vient alors s'ajouter au bénéfice annuel dont le gestionnaire perçoit une commission.

Après avoir examiné les caractéristiques du capital-investissement qui est la source des capitaux propres des projets innovants, nous abordons à présent le financement de la transmission d'entreprise en utilisant l'effet de levier d'endettement, le « leverage buy out. »

Chapitre 6

REPRISE D'ENTREPRISE : LBO ET LMBO

■ Principe général du « Leverage Buy Out »

La dette et son effet de levier financier dans la reprise d'entreprise

Le « Leverage Buy Out ou LBO » consiste en l'acquisition d'une entreprise en utilisant l'effet de levier financier de la dette. Cette opération est prisée par les investisseurs car elle assure généralement de façon « mécanique » des revenus substantiels et crée une croissance artificielle de l'investissement. La réussite de l'opération dépend d'une bonne évaluation par les repreneurs du potentiel de l'entreprise qu'ils présenteront aux financiers afin de les convaincre et de les rassurer sur le remboursement de la dette.

Le premier argument à défendre repose sur la possibilité de racheter une entreprise en utilisant sa capacité d'endettement. Les meilleures affaires se font lorsque le prix de vente est suffisamment bas et la capacité d'endettement suffisamment élevée pour emprunter la totalité des fonds nécessaires au financement du rachat. En règle générale, un apport en fonds propres est tout de même requis. Cet apport peut être obtenu au travers des sociétés de capital-investissement dont le cœur de métier est le capital-transmission.

Le deuxième argument consiste à démontrer qu'il existe une opportunité de vendre des actifs inexploités de la cible ce qui permet un remboursement plus rapide de la dette. Si le mécanisme fonctionne, les investisseurs peuvent revendre l'entreprise au même prix qu'ils l'ont achetée tout en réalisant un large bénéfice.

L'exemple ci-dessous illustre les effets mécaniques de levier financier de la dette dans le cadre d'un LBO aux État-Unis, pays où il n'est légalement

pas nécessaire d'introduire une holding financière dans le montage de reprise.

Exemple d'une structure d'un LBO aux États-Unis

€ 000	Avant le rachat	Après le rachat	À la sortie
EBITDA	15 000	15 000	15 000
Dette senior	35 000	95 000	70 000
Dette subordonnée	0	26 500	26 500
Fonds propres	**100 000**	**13 500**	**38 500**
VALEUR	135 000	135 000	135 000
Ratio : dette/fonds propres	0,35	7,04	2,51

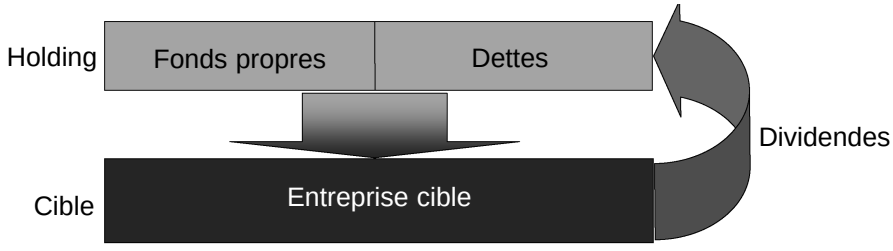
Dans cet exemple, un investisseur acquiert une entreprise valorisée à neuf fois son EBITDA, soit 135 millions d'euros. Pour financer ce rachat, il apporte un dixième de la valeur de l'entreprise, soit 13,5 millions d'euros en fonds propres, et emprunte la somme restante. L'emprunt est réparti entre une dette senior et une dette subordonnée. Les intérêts annuels s'élèvent à 10 millions d'euros. L'entreprise utilise les free cash-flows qui restent pour rembourser la dette, soit 5 millions d'euros annuellement. Lors de la sixième année, grâce à l'effet de levier d'endettement, l'investisseur triple la valeur des fonds propres initialement engagés en revendant l'entreprise au même prix qu'il l'avait achetée. Les bénéfices retirés de cette opération de LBO iront croissant avec la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette ou avec ses possibilités de cessions d'actifs non-valorisés dans l'activité.

La holding financière dans le montage de LBO

Le droit français, contrairement au droit anglo-saxon, n'accepte pas le montage exposé ci-dessus dans son intégralité et impose des contraintes. L'article 217.9 de la Loi du 24 juillet 1966 rectifié par la Loi du 30 décembre 1981 indique qu'une « … *société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscrip-*

tion ou de l'achat de ses propres actions par un tiers ». En France, la réalisation d'un LBO impose la constitution d'un holding de reprise où sera concentrer la dette nécessaire à l'opération. Le montage ne pouvant que dans de rares cas se limiter au recours à l'emprunt, le ou les repreneurs de l'entreprise-cible s'associent à des investisseurs, les capital-transmetteurs, pour apporter des fonds propres. L'ensemble des ressources financières sont apportés à la holding, qui est l'acquéreur final de l'entreprise-cible. Une fois la transaction réalisée, la dette est remboursée grâce aux dividendes versés par l'entreprise-cible à la holding. L'effet de levier intervient lorsque le taux interne de rentabilité de la cible est supérieur au taux de l'emprunt. De plus, par le régime d'intégration, la holding lourdement endettée, bénéficiera de déductions fiscales qui permettront d'alléger les intérêts de la dette d'acquisition. L'inconvénient majeur est que la cible est « condamnée » à générer un flux de trésorerie suffisant pour permettre le remboursement de la dette. Si le résultat est supérieur au flux de trésorerie nette, les investisseurs en fonds propres (repreneur et capital-transmetteur) peuvent percevoir des dividendes.

Principe du « Leverage Buy Out » avec holding de reprise



En Europe, les LBO trouvent leurs origines dans la transmission d'entreprises familiales et la restructuration d'entreprises cherchant à se recentrer sur leur cœur de métier. La technique du LBO peut être utilisée par différents acteurs comme le management de l'entreprise lorsqu'il se porte acquéreur, on parlera alors de LMBO, « ***leverage management buy-out*** ».

Une entreprise souhaitant sortir du marché boursier utilisera également cette technique pour l'achat de ses actions cotées publiquement. Ce dernier cas est fréquent en période morose des marchés. Les perspectives de lever de nouveaux capitaux lors d'une offre secondaire sont alors à exclure ; pour l'entreprise, être cotée en bourse devient une charge financière et psychologique. Sortir du marché est aussi une occasion d'effectuer des changements structurels et managériaux pour réorienter son activité, ce qui est souvent perçu par les marchés comme un facteur de risque. Ainsi, lorsque les actions d'une entreprise sont faiblement valorisées sur des marchés déprimés, le mécanisme de LBO est le moyen idéal pour racheter indirectement ses actions.

■ Rentabilité et effet de levier financier du LBO

Rentabilité économique et rentabilité financière

L'acquisition d'entreprises mises en vente est facilitée par l'utilisation de la dette et de son effet de levier financier. L'endettement limite l'apport de fonds propres nécessaires à la prise de contrôle et il augmente la rentabilité des investissements dans la mesure où la rentabilité du projet est supérieure aux intérêts de la dette. La rentabilité des fonds apportés par l'investisseur s'en trouve ainsi multipliée. En effet, si la rentabilité économique d'un investissement est supérieure au taux d'intérêt des emprunts, le propriétaire d'une entreprise a tout intérêt à financer ses acquisitions par l'endettement plutôt qu'en apportant des fonds propres. Les effets de démultiplication liés au niveau d'endettement auront de plus la même incidence sur la valorisation de l'entreprise. En revanche, si la rentabilité économique n'est pas atteinte, l'effet de levier est négatif et fait plonger la valeur de l'entreprise dans les mêmes proportions. Ainsi, trois aspects doivent être étudiés afin d'évaluer l'impact du levier financier sur une entreprise : la rentabilité économique, la rentabilité financière et le taux d'emprunt.

– 1e calcul de la rentabilité économique, K_a, indique la rentabilité des fonds investis dans l'entreprise, indépendamment de la structure du passif :

$$Ke = \frac{\text{Résultat d'exploitation après impôt}}{\text{Actif économique}}$$

– le résultat net de l'exercice rapporté aux capitaux propres renseigne sur la rentabilité financière de l'opération, Kc :

$$Ke = \frac{\text{Résultat net de l'exercice}}{\text{Capitaux propres}}$$

Dans le cas où l'entreprise n'est pas endettée, la rentabilité économique et la rentabilité financière sont égales. Les actionnaires sont les seuls agents à se partager le résultat économique après impôt. En revanche, si l'entreprise est endettée, deux situations peuvent se présenter ;
– la rentabilité financière est supérieure à la rentabilité économique : Kc > Ke. L'emprunt améliore la rentabilité financière, qui est alors supérieure au taux de la dette, *Kd*, créant ainsi un effet de levier positif ;
– la rentabilité financière est inférieure à celle de l'entreprise, le taux de l'emprunt est alors supérieur à la rentabilité financière créant un effet de levier négatif.

La rentabilité financière peut également s'exprimer à partir de la rentabilité économique lorsqu'on introduit le ratio d'endettement de l'entreprise (dettes, *D*, rapportées aux capitaux propres, *CP*) :

$$Kc = Ke + (Ke - Kd)*(D/CP)$$

L'effet de levier financier proprement dit est égal à Kc – Ke ; son intensité est donc fonction de la différence entre le taux de la rentabilité économique et le coût de la dette mais également du ratio d'endettement. En effet, si la différence Ke – Kd est positive, l'effet de levier est d'autant plus élevé que le levier d'endettement est important. Le paragraphe suivant illustre l'incidence de l'effet de levier sur la rentabilité financière.

L'effet de levier financier d'endettement

Nous abordons l'effet de levier d'endettement par l'étude de deux entreprises ayant recours à une structure de financement différente : l'une

recourt à l'emprunt et la seconde se finance uniquement par fonds propres. Le coût de la dette avant impôt est de 9 %, soit Kd = 6 %, en considérant un taux d'imposition de 33,33 %. L'actif économique de ces entreprises est de 1 000 et l'une d'entre elle s'endette pour un montant de 400.

Exemple de l'effet de levier d'endettement

	Entreprise endettée		Entreprise non-endettée	
	Année 1	**Année 2**	**Année 1**	**Année 2**
Capitaux propres	600	600	1 000	1 000
Dettes	400	400	–	–
Résultat d'exploitation	60	255	60	255
– Frais Financiers	36	36	–	–
= Résultat avant impôt	24	219	60	255
– Impôt sur les bénéfices	8	73	20	85
= Résultat net	16	146	40	170
K_e (Ke = (60*(1 – 0,33))/1 000)	4,0 %	17 %	4,0 %	17,0 %
K_c (K_c = (16/600))	2,7 %	24,3 %	4,0 %	17,0 %
K_d	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %

En année 2, la rentabilité financière de l'entreprise non endettée est de 17 % alors que celle de l'entreprise endettée s'élève à 24,3 %. L'endettement a donc permis d'offrir une rentabilité supérieure aux actionnaires, induisant un effet de levier financier de 24,3 % – 17 % = 7,3 %.
En revanche, en année 1, la rentabilité financière est égale à 4 % pour l'entreprise non-endettée alors qu'elle est de 2,7 % pour celle qui est endettée, induisant cette fois-ci un effet de levier négatif de 2,7 % – 4 % = – 1,3 %.

Cet exemple met en évidence dans quelle mesure il peut être tentant de recourir à l'endettement pour financer une acquisition. Néanmoins, lorsqu'il s'agit d'entreprise de croissance, la holding sera d'autant moins endettée que les actifs de la cible sont difficilement redéployables et que l'écart type des free cash-flows attendus est important. Le ratio d'endettement maximum est défini selon les critères suivants :

– la volatilité des bénéfices attendus,
– les besoins attendus en investissement et en fonds de roulement,
– la quotité disponible des dividendes distribuables,
– la capacité d'emprunt possible tenant compte des annuités.

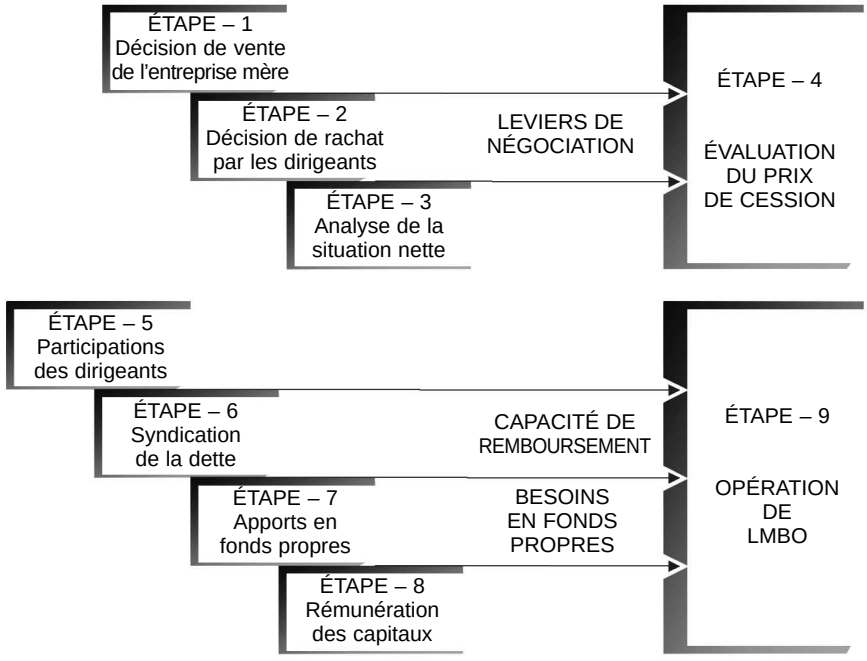
■ Les étapes d'un LBO et la structure de la dette

Les étapes d'un LBO

Un LBO étant financé par de la dette, il est plus facilement réalisable sur des entreprises assises sur des actifs corporels et qui exercent dans un secteur traditionnel. En comparant les ratios de marge d'exploitation et de marge nette de l'entreprise cible avec les autres entreprises du secteur, on choisira une cible qui présente des opportunités d'amélioration de ces marges d'un ou deux points. Par exemple, le secteur de la santé se prête particulièrement bien à ce type de montage. Les marchés qui composent ce secteur sont matures et si on ne peut pas compter sur une croissance élevée du chiffre d'affaires, on peut en revanche compter sur une faible croissance des besoins en fonds de roulement et sur des investissements prévisibles et raisonnables. Dans ce cadre, les opérations de LBO présentent un risque opérationnel faible. Les repreneurs auront pour objectif d'élaborer un plan d'optimisation de la rentabilité de l'entreprise.
Pour les entreprises de croissance, la technique de LBO est possible si le management est impliqué dans le capital car c'est le meilleur moyen de le fidéliser et de l'obliger à révéler les véritables opportunités d'un projet. L'exemple ci-après relate les étapes d'un rachat d'une entreprise par ses dirigeants, « ***Leverage management buy out – LMBO*** ».

• Première étape : Décision de vente par l'entreprise mère
L'équipe dirigeante d'une entreprise diversifiée sur plusieurs secteurs estime que son activité électronique représente un poids sur les performances de la holding. Les dirigeants décident de se séparer de la branche

Les étapes d'un LMBO



électronique pour se concentrer sur des domaines plus rentables. Cependant, pour des raisons de personnel, les dirigeants sont soucieux de trouver un repreneur. Fermer l'activité électronique serait une alternative souhaitable mais entraînerait de lourds problèmes sociaux. Il en résulte que les conditions de sortie les plus favorables se trouvent directement auprès des dirigeants de l'activité électronique.

• Deuxième étape : Décision de rachat par les dirigeants

L'équipe dirigeante de l'activité électronique a confiance dans un potentiel inexploité et considéré comme non stratégique par l'entreprise mère. Les membres de cette équipe voient également dans cette reprise la possibilité de maintenir leur emploi.

Pour déterminer le mode de financement de l'opération, les deux équipes dirigeantes consultent la banque de l'entreprise mère pour évaluer l'opération de LMBO.

• Troisième étape : Analyse de la situation nette de l'activité
L'intérêt de cette analyse est de tester si la division électronique est de taille à supporter un endettement suffisamment conséquent pour financer le « buyout ». Un bilan financier est effectué pour réévaluer les actifs et la capacité de remboursement selon les scénarii d'évolution de l'activité.

• Quatrième étape : Évaluation du prix de cession
L'entreprise mère n'acceptera de vendre qu'à un prix supérieur à celui de la valeur des actifs car dans le cas contraire elle préfèrera démanteler les lignes de production pour les revendre séparément. La question du prix reste néanmoins très ouverte. Bien que certains actifs puissent avoir une valeur élevée, ils ne sont pas toujours transportables et les problèmes de personnels demeurent. Ce qui sera déterminant dans la formation du prix de rachat, c'est la capacité à utiliser les leviers de négociation de la direction électronique ainsi que l'intensité avec laquelle l'entreprise mère souhaite se séparer de sa division. Il arrive que des entreprises se sentent obligées face à leurs employées d'accepter de vendre à un prix largement inférieur à celui de la valeur des actifs. A contrario, dans les entreprises de haute technologie, les actifs sont en général facilement transportables et nécessitent peu de personnel, ce qui permettra à l'entreprise mère de vendre au-dessus du prix de la valeur des actifs.

• Cinquième étape : Les prises de participation des dirigeants
Une fois le prix décidé, les dirigeants de l'activité électronique évaluent les montants qu'ils apporteront sous la forme de capitaux propres. Le niveau d'engagement des dirigeants est décisif dans la transaction car il sécurise les investisseurs qui compléteront les besoins à la fois en capitaux propres mais aussi sous la forme de dette. Ainsi, même si les capitaux apportés par chaque dirigeant sont proportionnellement faibles en comparaison avec la valeur de rachat de l'entreprise, ces capitaux sont considérer comme un vecteur d'implication des dirigeants par les apporteurs de fonds.

• Sixième étape : Syndication de la dette
La banque d'affaires déjà consultée lors de la deuxième étape est en charge de construire le pool d'apporteurs de fonds pour le financement du

LBO. Si la transaction requiert d'importants enjeux financiers, la banque d'affaires replace la dette auprès d'une syndication d'autres banques car une seule banque serait réticente à prêter l'intégralité de la somme par souci de diversification.

• Septième étape : Apport en fonds propres

On détermine s'il y a des besoins en fonds propres devant provenir éventuellement d'autres personnes que celles déjà impliquées dans le LBO. En effet, cela peut être souhaitable et demandé par les bailleurs de fonds si ceux-ci considèrent que le risque est trop élevé, c'est-à-dire si le rapport de la dette au capitaux propres semble excessif. L'intervention des capital-investisseurs est alors très fréquente car c'est leur domaine de spécialisation, particulièrement lorsqu'il s'agit d'entreprises de haute technologie.

• Huitième étape : Analyse de la rémunération des apporteurs de capitaux

Une fois que les différents acteurs du pool de ressources financières sont déterminés, une étude approfondie des cash-flows est réalisée afin de s'assurer qu'ils seront suffisants pour satisfaire le paiement des intérêts, le remboursement de la dette et la rémunération attendue des investisseurs en fonds propres. Des restrictions budgétaires découlent généralement de cette étude. Elles portent en premier lieu sur les dépenses de recherche et développement et rarement sur les dépenses marketing et commerciales. Les étapes 5 à 8 peuvent être répétées ensuite plusieurs fois avant l'aboutissement de la transaction.

• Neuvième étape : Acceptation

Si les cash-flows libres sont suffisants pour satisfaire la rémunération des apporteurs de capitaux, l'accord est signé.

Le scénario que nous avons élaboré ici n'est pas très différent pour un LBO. Dans tous les cas, le point important porte sur la capacité de la cible à supporter le coût du capital et le remboursement de la dette.

Structure de la dette d'un LBO

Il existe deux types de dettes pouvant servir à financer les LBO : la dette sécurisée et la dette non sécurisée. Toutes deux sont utilisées simultanément. La dette sécurisée est fonction des actifs de l'entreprise cible. Elle est scindée en une dette senior et une dette à moyen terme. La dette non sécurisée n'offre pas les garanties de la dette sécurisée mais elle génère une rentabilité pour le bailleur de fonds qui est croissante avec le risque de l'entreprise.

✔ *La dette sécurisée*

La dette senior tranche A : Ce sont des prêts sécurisés par des droits de rétention ou de gages sur des actifs de l'entreprise. Les garanties des prêteurs incluent les actifs immobiliers tels que les terrains, les équipements, le matériel mais également le stock ou encore les crédits clients. Ces derniers sont évalués en fonction des derniers bilans à une hauteur de 85 % et à 50 % en ce qui concerne la valeur des stocks de produits finis.
La dette senior est rémunérée à des taux d'environ Pibor + 2,25 % (le Pibor est le taux d'échange interbancaire français), et elle est amortissable : les remboursements s'échelonnent sur une durée de 7 ans en moyenne.
Cette dette peut être complétée avec des tranches B et C généralement remboursables *in fine*. La maturité de ces tranches est de 8 à 9 ans, et les intérêts sont supérieurs à ceux de la dette senior A : Pibor + 3 %.

Pour pouvoir souscrire une dette senior, il faut en particulier que les prévisions vérifient certaines conditions, appelées des « ***covenants*** », à savoir le respect des multiples et ratios suivants :
– EBITDA/Intérêts de la dette totale > 3,5
– dette totale nette de la trésorerie / EBIT < 4
– dette totale/fonds propres < 60 %
– (dette + intérêts)/cash-flow > 1,1

Le dernier indicateur exposé ci-dessus, « **cover ratio** », est considéré par les investisseurs comme étant le ratio référant. Une attention particulière

est également portée sur la volatilité des cash-flows. Il peut en découler des restrictions budgétaires et des réductions drastiques de coûts. Après révision des centres de coûts et la vente d'actifs non stratégiques, la dette sécurisée peut s'avérer insuffisante pour financer une opération de LBO. Le repreneur devra, dans ce cas, faire appel à des capital-investisseurs ou lever une dette non sécurisée, ou encore les deux.

✔ *La dette non sécurisée*

Les opérations de LBO sont financées dans une vaste majorité des cas par une combinaison de dette sécurisée et de dette non sécurisée. La dette non sécurisée ne pourrait demander à être remboursée qu'après la dette sécurisée en cas de défaillance. Le terme de « *dette mezzanine* » est employé pour décrire une dette non sécurisée, c'est-à-dire subordonnée juridiquement à la dette senior. Elle est généralement émise sous la forme d'Obligations à bons de souscription d'actions.

La dette mezzanine porte sur une période de 8 à 10 ans. Les montants apportés représentent au maximum 15 % du total de la transaction. La dette mezzanine se rapproche de la dette senior de tranche B dans la mesure où les intérêts sont toujours payés annuellement, mais le remboursement a lieu en une seule fois à échéance. C'est donc un prêt plus risqué pour les banques, d'où des taux d'intérêt beaucoup plus élevés, de l'ordre de Pibor + 7,50 % (3,5 % d'intérêts cash + 4 % d'intérêts capitalisés). De plus, la dette mezzanine est souvent accompagnée de BSA (bons de souscription d'actions) qui donnent aux prêteurs un droit d'accès au capital lors de la cession de l'entreprise. Une part de l'entreprise est ainsi cédée en contrepartie des fonds avancés. L'inconvénient pour les dirigeants-actionnaires d'un LMBO est que l'exercice des droits de conversion s'accompagne d'une dilution du capital au moment où l'entreprise devient rentable et donc au moment où les actions prennent de la valeur. Cette forme d'endettement présente donc des inconvénients pour les dirigeants mais elle est incontournable car la maturité de la dette sécurisée est au maximum de sept ans tandis que la maturité d'une dette non sécurisée peut aller jusqu'à quinze ans.

Par ailleurs, pour facilité la transaction et limiter des décotes de 5 % à 15 % lorsque les conditions économiques sont difficiles ou lorsque

l'entreprise est risquée, le vendeur concède un crédit à l'acheteur. Ce crédit vendeur, ou « ***vendor note*** », fait évidemment partie du prix d'acquisition. Il est rémunéré aux environs de Pibor + 0,5 %, et remboursable généralement en fin de période après les dettes seniors et sécurisées.

Les cash flows sont employés en quasi totalité au remboursement de la totalité de la dette. Ceci suppose une répartition judicieuse des différentes dettes. Par exemple, en année 8, alors que la dette senior a été remboursée, on peut rembourser une tranche B correspondant au montant des cash-flows. Les opérateurs sur les LBO espèrent en moyenne investir 2 euros pour 1 en fonds propres. Cependant, lorsque les marchés sont étroits, ils sont contraints d'intervenir davantage en fonds propres. Dans ces conditions, le levier d'endettement s'en trouve réduit et de fait le taux de rentabilité interne habituellement espéré qui est de 17 % à 25 % est revu à la baisse. Les échecs sont rarissimes en LBO car une solidarité d'engagement fait qu'un opérateur préfère prolonger la durée de la dette, et transformer un échec en situation neutre.

■ Tension de montage d'une reprise par les dirigeants et sortie de bourse

Tension de montage d'un BIMBO : LBO de reprise par des dirigeants

L'entreprise X est détenue à 50 % par François et à 50 % par Bertrand. Tous deux veulent se retirer en faveur de cadres de l'entreprise et d'un manager extérieur. Dans ce contexte l'opération de LBO est un « **BIMBO :** ***Buy-In Management Buy-Out*** **»**. Le rachat est effectué en partie par des cadres internes et externes à l'entreprise.
Les caractéristiques de l'entreprise en font la cible idéale pour un LBO :

EBIT	: 15 M €
Résultat Net	: 10 M €
Trésorerie	: 10 M €

Valorisation de l'entreprise : elle est abordée selon la méthode des multiples.

$$\text{Valorisation de la cible} = 5 \times \text{EBIT} + \text{Trésorerie Nette} = 85\ \text{M€}$$

Pour dimensionner la dette senior (DS), on suppose que les cash-flows libres sont constants et égaux à 70 % du résultat nets. On a donc un taux de distribution des bénéfices égal à 70 %. L'actualisation des cash-flows libres :

$$DS = \sum_{i=1}^{7} \frac{7}{(1 + 7\ \%)^i} = 37{,}7$$

Le *Plan de Financement*, arrêté en fonction des surfaces financières respectives des repreneurs et des financiers, est le suivant :

Investissement	Ressources
– Achat de Titres : 85 M€	– Repreneurs : 14 M€ – Financiers : 13 M€ – Obligations Convertibles : 10 M€ – Trésorerie : 10M€ – DS : 38 M€

L'accord stipule qu'en cas de bon fonctionnement, pour ne pas grever la croissance future de l'entreprise, les obligations convertibles seront exercées.

Calcul du TRI pour les investisseurs : les données dont nous disposons permettent de calculer la rentabilité théorique de l'investissement pour les financiers et d'examiner jusqu'à quel point on peut tendre un montage de type LBO avec les conséquences en terme de rentabilité.

Valeur terminale de la cible : pour déterminer cette valeur terminale à prendre en compte dans le calcul du TRI, on utilise la même méthode que celle utilisée pour l'achat de l'entreprise. Cette hypothèse de cohérence est évidemment forte, et des ajustements sont inévitables. On a alors $V = 5 \times \text{EBIT} + \text{Trésorerie}$.

La trésorerie représente ici l'ensemble des bénéfices qui n'ont pas été distribués. Sachant que le taux de distribution est de 70 % et que le bénéfice constant annuel est de 10 M, la trésorerie nette augmente de 3 M€ par an. La durée du montage étant de 7 ans, la valeur de la trésorerie est égale à $7 \times 3 = 21$ M€. D'où une valorisation de l'entreprise de $5 \times 75 + 21 = 96$ M€ avec l'hypothèse selon laquelle l'EBIT est constant à 15 M€.
TRI : On a supposé que la conversion intervenait si les objectifs étaient atteints, donc que les obligations convertibles n'étaient pas remboursées. La proportion du capital détenue par les financiers est alors de 62 %. Leur quote-part de la valeur terminale de la cible est alors de :

$$V_2 = 96 \times 62\ \% = 59{,}5\ \text{M€}$$

On a également supposé qu'aucun versements n'étaient perçus par les financiers pendant la durée de l'opération, ce qui est ambigu puisqu'on a introduit des obligations convertibles. On supposera néanmoins que ces flux sont négligeables, par souci de simplification. Pour calculer le TRI de l'investissement, il suffit d'écrire :

$$\text{TRI} = \left(\frac{59{,}5}{23}\right)^{1/7} - 1 = 14{,}5\ \%$$

Le TRI obtenu est honorable sur une durée aussi longue et ceci parce que les financiers ont investi 23 M€ en année 0, et perçoivent 59,5 M€ en année 7.
Le TRI est une fonction décroissante de la période du LBO, *n*. Sur une période plus tendue où le remboursement de la dette se fait sur 5 ans par exemple, en augmentant le taux de distribution des dividendes, à 90 % par exemple, on obtient les résultats suivants :

Dette Senior	: 37 M€
Participation repreneurs	: 15 M€
Participation financiers	: 13 M€
OC	: 10 M€
Valeur terminale	: 80 M€

Soit, si la conversion des obligations convertibles a lieu, un TRI de :

$$\text{TRI} = \left(\frac{80 \times 60{,}5\ \%}{19}\right)^{1/7} - 1 = \left(\frac{48{,}4}{23}\right)^{1/5} - 1 = 16\ \%$$

Le LBO dans les opérations de sortie de bourse : « public to private »

Lors de la période 1997-2201 un flot d'entreprises s'est introduit en bourse pour financer leur croissance. Le retournement des marchés qui a suivi incite bon nombre de ces entreprises à vouloir quitter le marché, « ***public to private*** ».
Les meilleurs candidats à une sortie du marché boursier sont les entreprises qui disposent des caractéristiques suivantes :
– une valeur d'entreprise reflétée par un multiple de chiffre d'affaires ou d'EBITDA,
– des prévisions montrant des cash-flow importants,
– une trésorerie robuste selon le bilan,
– une capacité d'endettement,
– une activité sur les titres relativement faible et un actionnariat peu éclaté.
– un prix des actions faibles. On dit qu'il s'agit d'actions orphelines ou de « ***wallflowers*** »,
– une bonne équipe dirigeante,
– une part des actions détenue par les employés relativement faible,
– aucun accès au marché public possible pour lever des fonds,
– des revenus parfois un peu volatiles, perturbant les projections des analystes,
– incapacité ou impossibilité à faire des acquisitions stratégiques, due à des problèmes de dilution.

Une opération de LBO permet de faciliter le rachat des actions cotées en bourse. La nouvelle entité est financée par :
– une dette senior, sécurisée par les capitaux propres de la cible, la dette étant comprise entre 40 et 70 % du prix d'achat,
– une dette subordonnée, contenant plusieurs niveaux, souvent convertible ou accompagnée de BSA,
– des actions préférentielles pour le capital-investisseur ou la syndication se chargeant du LBO, contribuant à 35-40 % de la capitalisation,
– au moins 25 % des actions doivent être réservés au management,
– le reste est détenu par les promoteurs de la transaction.

Il faut éviter que les actionnaires soient « trop » mécontents de cette opération : s'ils espéraient une OPA avec un bon premium, il est possible qu'ils entravent l'opération. Afin d'y échapper il faut :

– proposer un prix de rachat « juste ». Mais l'entreprise doit être prête à surenchérir le prix d'offre plus d'une fois.
– avoir une opinion juste sur la valorisation : passer par une banque d'affaires indépendante.

Si le management et les promoteurs dominent la cible, un vote de la minorité des actionnaires (approuvé par la majorité de la minorité) peut permettre d'éliminer le sentiment « d'injustice ».

Chapitre 7

INTRODUCTIONS EN BOURSE : IPO

■ Valorisation du capital financier et du capital-marque

Valorisation du capital financier

Dans une perspective de financement de la croissance d'une entreprise, la bourse offre l'opportunité de lever des capitaux à des conditions bien plus avantageuses comparativement aux sources traditionnelles de financement. Le coût du capital est en effet de l'ordre de 15 % en bourse, alors qu'il est de l'ordre de 25 % pour les investisseurs en capitaux. Cette différence est due au manque de liquidité des actions. S'introduire en bourse offre une négociabilité des actions et valorise ainsi considérablement l'entreprise au profit des actionnaires existants.

L'élargissement du cercle des actionnaires de l'entreprise permet aussi une diversification des sources de financement sans pour autant perdre le contrôle de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle l'introduction en bourse est souvent apparentée à « la voix royale » en matière de financement d'entreprise.

De plus, si les actionnaires bénéficient d'une valorisation de leurs titres, l'introduction en bourse leur offre également la possibilité de céder au public une partie de ceux qui pourraient être difficilement négociables dans un cadre privé. C'est ce qu'ont fait certains capital-investisseurs « collés » à des entreprises pour lesquelles ils ne trouvaient pas d'acquéreur de leurs participations. Néanmoins, les nouvelles règles imposent[1] le blocage des titres « ***lock-up*** », sur une durée d'un an après l'introduction à toute personne devenue actionnaire au cours de l'année précédent l'introduction. Quant à l'actionnaire dirigeant, il ne peut céder que 20 %

1. Règles et instructions relatives au Nouveau Marché d'Euronext Paris ; Balo du 13.08.03, diffusé dans l'avis n° 2003-2869 du 4.09.03.

de ses titres lors de l'introduction et doit s'engager à conserver le solde sur une durée d'un an.

L'introduction en bourse apporte également une solution financière au développement interne de projet d'ampleur, car elle donne à l'entreprise un accès au marché des capitaux. « L'un des points d'orgue de 1998 fut notre introduction sur EURO.NM, où nous avons rassemblé 6,5 millions de dollars… La réussite de notre offre publique nous permettra d'augmenter de manière significative nos efforts de recherche et développement, d'acquérir des technologies, de renforcer l'équipe de management et de mettre en place des canaux de distribution et de marketing plus solides. Notre présence dans l'un des principaux centres financiers d'Europe nous aidera à réaliser notre business plan et notre croissance. »[1] À l'image de Pro-Laser, l'objectif est de lever un volume important de fonds destinés au financement de la recherche et du développement pour de nouvelles technologies et lignes de produits, au financement d'équipements d'industrialisation ou encore à celui de la conquête de nouveaux marchés.
L'introduction en bourse facilite également le financement d'une croissance externe par voie d'acquisitions ou de fusions pour rapidement bénéficier d'une synergie technique commerciale ou encore d'une taille critique suffisante. C'est ainsi que la jeune entreprise Saveur de France a pu acquérir Brossard pour devenir en quelques années leader sur le secteur. Ainsi, l'introduction en bourse offre l'avantage d'obtenir les fonds nécessaires à l'acquisition ou facilite et accélère considérablement le processus d'échanges d'actions dans le cadre de fusion. C'est tout particulièrement vrai pour le Nouveau Marché qui se veut plus simple et surtout moins contraignant que les autres (Premier et Second marché) en ce qui concerne l'introduction.

Notoriété et création d'un capital-marque

S'introduire en bourse impose de convaincre la société de bourse qui gère la place de marché de la viabilité de l'entreprise. En effet, il n'est pas dans son intérêt d'accueillir des entreprises non-viables si elle veut être concur-

1. Source : rapport annuel 1998 de Pro-Laser & Brantano.

rentielle avec les autres places de marché. Les entreprises à fort potentiel ne seraient pas motivées pour rejoindre un marché sur lequel les entreprises ne sont pas valorisées à leur plus haut, lequel serait donc l'unique issue de projets économiquement non-viables en quête d'une sortie. *A contrario*, une société de bourse qui sélectionne de façon drastique les entreprises qu'elle cote, s'assure que seules les entreprises aux projets viables s'engagent dans le processus d'introduction. La composition du comité de sélection d'introduction et sa neutralité est par conséquent primordiale au fonctionnement de la place de marché.
Une cotation en bourse est un label de qualité reconnu internationalement et attire l'attention des intermédiaires financiers, de la presse écrite, des médias ainsi que des organismes spécialisés dans l'information sur les entreprises. L'information diffusée contribue à l'image positive de l'entreprise lorsque la communication est correctement gérée mais, sur les marchés en déclin en particulier, les erreurs de communication sont fatales et dévalorisent considérablement l'entreprise.

Introduction en bourse et motivation des collaborateurs

Les entreprises doivent pouvoir compter sur des collaborateurs qui mettent leur compétence et leur motivation au profit de l'entreprise. Grâce à la cotation en bourse et à l'attribution d'options sur actions, une entreprise peut davantage motiver, fidéliser et associer les membres de son personnel, qui pourront suivre quotidiennement le cours de l'action et bénéficier de sa négociabilité. Ces politiques publiques d'intéressement des salariés ont également pour objectif de communiquer sur un engagement d'efficacité accrue des salariés et par voie de conséquence sur la rentabilité de l'entreprise, comme en témoigne le coprésident de Mitiska[1] : « Une introduction en bourse entraîne plusieurs changements importants et peut modifier le comportement du personnel vis-à-vis de l'entreprise. La participation au développement de l'entreprise s'accroît. De plus, une introduction en bourse contribue à une démocratisation accrue du capitalisme. Grâce aux options sur actions, les travailleurs peuvent participer à

1. Source : interview avec Luc Geuten, Coprésident de Mitiska (références Retail Estates & Brantano).

la croissance de l'entreprise. Enfin, une entrée en bourse offre la possibilité de faire une nette distinction entre les actionnaires de l'entreprise et son management ».

■ Les étapes de l'Introduction en bourse et ses acteurs stratégiques

Les stratégies d'introduction en bourse

L'introduction en bourse est une phase importante du financement de la croissance d'une entreprise. Les fonds qui sont levés pour la partie du capital de l'entreprise offerte au public sont croissants avec la qualité de la communication sur les perspectives de rentabilité du projet. La communication reste néanmoins difficile car les fondamentaux de l'analyse financière ne sont pas toujours représentatifs du niveau de valorisation des entreprises innovantes. Par exemple, Art price.com a été sous-évalué de 188 % à l'introduction, c'est à dire que dans les jours qui ont suivi l'introduction le prix de l'action a quasiment été multiplié par trois. Les personnes qui ont souscrit à cette émission d'actions ont réalisé des gains élevés au détriment de la richesse de l'entreprise. Une meilleure communication aurait sans doute permis de vendre les actions à un prix plus proche de leur valeur boursière post-introduction. Les chances de réaliser de tels gains ne sont cependant pas toujours au rendez-vous. Deux tiers des introductions de 1998 dans le secteur fort innovant des télécommunications avaient au 31 décembre 1998 un cours inférieur à celui de l'introduction alors même que le marché s'envolait dans ce secteur.
Les spécialistes indiquent que les entreprises « économiquement viables » peuvent se différencier de celles qui ne le sont pas en adoptant une stratégie d'introduction en bourse en deux étapes : une introduction initiale (***initial public offering***) suivie d'une introduction secondaire, une SEO (***seasonned equity offering***). L'introduction initiale est réalisée en offrant une proportion réduite du capital à un prix sous-évalué montrant ainsi une croissance de la valeur de l'action. Puis, une seconde émission complète l'ouverture du capital au véritable prix de marché de l'entreprise. Si cette

stratégie permet de sanctionner immédiatement les firmes de « non-croissance », car leur cours s'effondre, elle présente l'inconvénient d'induire des coûts de transaction importants dus à la sous-évaluation et à des coûts d'introduction[1] répétés. Le très faible nombre d'introductions secondaires témoigne que cette stratégie n'est pas optimale et ne nous permet pas de conclure en la pertinence de l'explication des valorisations observées.
En revanche, l'aventure entrepreneuriale est accompagnée d'un profil nouveau associé aux dirigeants des entreprises contemporaines : les capital-investisseurs. Ces investisseurs spécialisés insistent très souvent sur le fait que l'information qu'ils génèrent est au moins aussi importante que les services qu'ils rendent aux entreprises. Si l'on rejette l'hypothèse selon laquelle l'information qui règne sur les marchés financiers est parfaite, celle que produisent les capital-investisseurs peut alors révéler la qualité de l'entreprise et de ses projets. En d'autres termes, la stratégie optimale pour l'entreprise en forte croissance consiste à intégrer au sein de son organisation des capital-investisseurs jouant un rôle de « mentor » pour elle-même et pour le marché.

Les étapes de préparation à l'introduction en bourse

La réussite d'une introduction en bourse ne dépend pas que des aspects financiers. Elle est également liée à la qualité de la préparation et des choix stratégiques d'alliance et de mode d'introduction pour éviter une forte sous-évaluation. Selon Xavier Leroy, Directeur de la Cote à Euronext, l'entreprise doit répondre aux aspects suivants lors de la préparation à l'introduction :
– être promise à une position de leader,
– préparer l'entreprise à la cotation,
– présenter un business model crédible,
– avoir dans son capital des investisseurs de référence,
– bien choisir le moment d'introduction,
– bien choisir les partenaires de l'introduction,
– prévoir une levée de fonds suffisante pour assurer la liquidité et l'animation du titre,

1. Plus de 25 % des montants levés.

– proposer à l'introduction une valorisation pertinente
– Bien formaliser sa stratégie et son business plan,
– considérer l'investisseur comme un client.

Répondre à ces différents éléments implique un agenda qui s'articule de la façon suivante :

Calendrier d'introduction en bourse

4 à 6 mois avant la datte prévisionnelle d'introduction	Décision d'introduction – choix des intermédiaires/ITM, choix d'une agence de communication, – Adaptation des structures, due diligences
J – 60	Dépôt du dossier d'introduction auprès d'Euronext Paris et de l'AMF pour instruction
Entre J – 20 et J – 3	– Décision de Paris Bourse – Visa de l'AMF sur la note préliminaire – communication et pré-placement des titres
Entre J – 3 et J	– Fixation du prix – Placement des tires
	INTRODUCTION

Source : Xavier Leroy, Euronext

Lorsque l'ensemble des aspects précédemment énoncés sont validés par l'entreprise, les banquiers, les conseillers juridiques et les comptables soumettent la brochure d'introduction à l'organisme de réglementation (en France, l'AMF). Ses représentants prennent un mois pour examiner la proposition qui est souvent renvoyée avec des questions. Au cours des dix derniers jours, les banquiers négocieront également le prix d'émission et l'accord de syndication. Il faudra parfois plus de six mois de travail intensif pour obtenir un prospectus définitif.

Les critères réglementaires

✔ *Le dossier d'admission*

Pour être admise sur le marché des valeurs de croissance, l'entreprise doit tout d'abord obtenir l'accord de la société de bourse (Euronext Paris pour la France) ainsi que le visa de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). À cette fin, l'entreprise émettrice doit présenter un dossier d'admission qui contient un ensemble d'informations dont nous rappelons les plus importantes ci-après :

– **une documentation générale** : une lettre de demande d'admission aux négociations, une lettre d'engagement de l'entreprise et de ses actionnaires à respecter les conditions de fonctionnement du Nouveau Marché, une convention de tenue de marché, un projet de prospectus d'introduction,
– **une documentation juridique :** les statuts de l'entreprise, les procès verbaux des assemblées générales,
– **une documentation financière :** les comptes consolidés et certifiés du ou des deux derniers exercices, les rapports et avis des commissaires aux comptes,
– **une documentation spécifique au Nouveau Marché :** l'entreprise doit présenter une note d'analyse de l'Introducteur Teneur de Marché (voir ci-dessous 7.2.4. A), ainsi qu'un projet de développement crédible et structuré. Ce projet peut être par exemple un effort de croissance interne, externe ou à l'export, des investissements commerciaux, marketing ou en R&D.

Le dossier relatif au projet de développement est la partie la plus importante de la demande d'admission. Il fait également la spécificité d'une demande d'admission au Nouveau Marché. Il doit se présenter sous la forme d'une étude détaillée faisant apparaître les composantes techniques, financières et commerciales du projet ainsi que les stratégies et moyens que l'entreprise compte mettre en œuvre pour atteindre ses objectifs. Ainsi, il doit expliciter les éléments suivants :

– les données objectives sur l'état actuel et les perspectives futures du marché avec des études de marché et de concurrence,

– le positionnement de l'entreprise sur son marché en termes de parts de marché et d'avantages concurrentiels,
– les moyens techniques et humains mis en œuvre (descriptif de l'outil industriel, structure organisationnelle, effectifs, équipe dirigeante…).

Ce dossier constitue ce qu'on appelle communément le « Business Plan » de l'entreprise. D'après Xavier Leroy, Directeur de la Cote d'Euronext, il doit absolument être « clair, crédible et pas trop gourmand en valorisation », pour que l'entreprise ait une chance d'être admise au Nouveau Marché. Enfin, il faut savoir que la grande majorité de ces informations sera diffusée par la société de bourse et figurera dans le prospectus d'introduction qui sera le document de référence pour que le marché évalue l'intérêt de l'entreprise et de son introduction en bourse.

✔ *Les conditions d'introduction sur l'EURO NM*

Les entreprise qui souhaitent être introduites sur le Nouveau Marché doivent bien sûr remplir certaines conditions mais celles-ci sont peu contraignantes pour les jeunes entreprises à fort potentiel de croissance car elles ne portent pas sur le chiffre d'affaires. Des jeunes pousses au volume de ventes faible peuvent donc y avoir accès. Cependant, l'entreprise doit présenter :
– les comptes certifiés des trois derniers exercices,
– un compte de résultat vérifié par les commissaires aux comptes, calculé sur les douze mois précédent l'introduction, faisant ressortir un résultat courant avant impôts positif. Très peu de dérogations sont attribuées.

Une entreprise postulante doit en revanche remplir les critères suivants :
– le montant de ses fonds propres doit s'élever à plus de 1,5 millions d'euros,
– la diffusion des titres dans le public doit porter sur un quantité minimale de 100 000 actions,
– le montant total des titres diffusés dans le public doit atteindre au minimum 5 millions d'euros,
– la diffusion dans le public des titres doit représenter 20 % au moins de son capital.

✔ *Les engagements*

Le fait d'être introduite au Nouveau Marché implique que l'entreprise émettrice et ses actionnaires dirigeants prennent des engagements sur la conservation des titres et la diffusion de l'information financière.

Pour ce qui est de la conservation des titres, la période de « ***lock-up*** » est d'un an.

En matière d'information financière, l'admission au Nouveau Marché donne lieu à un engagement de l'entreprise quant à la publication et à la diffusion d'informations financières à destination de la société de bourse et du public.
Premièrement, l'entreprise doit s'engager à communiquer à la société de bourse toutes les informations financières, légales et juridiques qu'elle émet : les comptes rendus des assemblées générales, les communiqués de presse… Elle doit aussi informer la société de bourse de tout changement juridique ou financier la concernant, ainsi que de toute opération financière sur les titres et finalement de tout événement qui pourrait influencer le marché. Toutes ces informations pourront faire l'objet d'une large diffusion par la société de bourse au travers de son site Internet ou du *Bulletin d'Annonces Légales Obligatoires* (BALO).
Deuxièmement, toute société cotée au Nouveau Marché doit assurer l'information périodique du marché et du public en publiant :
– une présentation d'informations trimestrielles comprenant des informations sur les résultats, sur la situation de la trésorerie, sur les événements ayant eu une influence sur l'activité et sur les opérations exceptionnelles,
– un rapport d'activité semestriel et le compte de résultat semestriel,
– la situation de l'entreprise et l'évolution de ses cours de bourse tout les 6 mois afin de rendre plus visible ses performances,
– un rapport annuel et les comptes annuels,
– un document de référence annuel visé et enregistré par l'AMF.

Ces documents doivent être certifiés par un commissaire aux comptes. Les comptes annuels et semestriels doivent être publiés au BALO, la diffusion des comptes et les informations sont vérifiés par l'AMF.

Les introducteurs et les teneurs de marché

Une entreprise a besoin de partenaires lors de l'introduction, et par la suite pour assurer l'animation du marché de ses titres côtés. Ces partenaires sont un ou des Introducteurs Teneurs de Marché (ITM) et une agence de communication financière.

✔ *L'Introducteur Teneur de Marché – ITM –*

Toute introduction en Bourse nécessite la présence de partenaires et d'intermédiaires financiers aux côtés de l'entreprise à introduire. Leur rôle consiste principalement à assister l'entreprise lors de l'introduction et par la suite à animer ses titres cotés sur le marché, ainsi qu'à assurer l'intermédiation entre l'entreprise et le marché. Ces partenaires se divisent en deux catégories : les Introducteurs et les Teneurs de marché. Les établissements habilités à exercer la fonction d'ITM, sont soit des grandes banques d'affaires et d'investissements internationales (Goldman Sachs International, Morgan Stanley, Merrill Lynch…), soit des grandes banques et leurs filiales spécialisées (Société Générale et SG Securities, Crédit Lyonnais et CL Securities, BNP Paribas et BNP Paribas Equities…), soit des banques de plus petite taille.
L'Introducteur Teneur de Marché (ITM) joue le rôle de premier assistant de l'entreprise qui souhaite s'introduire en bourse et par la suite l'aide à assurer l'animation du marché de ses titres. Il s'agit du principal intermédiaire entre l'entreprise et le marché. Sa présence aux côtés de l'entreprise apporte aussi garantie et crédibilité à l'opération d'introduction.
Le rôle d'introducteur est d'assister l'entreprise dans la rédaction des documents et dans le choix des modalités d'introduction. Il gère aussi les relations avec les autorités de marchés d'une part et les investisseurs d'autre part. En tant que teneur de marché, il doit assurer la liquidité du titre. À cet effet, l'entreprise émettrice peut être amenée à mettre à sa disposition un contingent de titres.

✔ *Le rôle et les engagements des ITM*

Le statut d'ITM donne l'accès exclusif à deux fonctions qui sont la participation aux introductions d'instruments financiers et la tenue de marché des instruments financiers.
L'Introducteur et l'introduction : lorsqu'il participe à une introduction sur le Nouveau Marché pour le compte d'une entreprise, l'introducteur prend les engagements suivants, dans une convention avec l'entreprise émettrice :
– assister l'entreprise dans la préparation des documents requis (dossier d'admission, prospectus, communiqués divers…),
– vérifier que le prospectus ne contient pas d'informations trompeuses,
– publier une analyse financière de l'entreprise lors de l'introduction et à l'issue des deux exercices suivants.

L'introducteur est le partenaire le plus important de l'entreprise puisqu'il l'assiste dans la préparation du prospectus et donc du Business Plan, qui sont les documents d'information des investisseurs potentiels par excellence et sur lesquels seront fondées leurs analyses. Dans ce cadre, c'est également l'ITM qui contribue significativement à l'évaluation de la valorisation des actions en proposant une estimation du cours de bourse. De plus, c'est l'introducteur qui établit le calendrier de l'introduction et qui choisit, en accord avec la société de bourse, la procédure de diffusion et de première cotation du titre. Enfin, l'Introducteur assure les relations et les rencontres avec les investisseurs qui sont surtout institutionnels.

✔ *Le Teneur de Marché et la tenue de marché*

La tenue de marché consiste en l'animation du marché des titres de l'entreprise introduite, une fois l'introduction réalisée. Pendant une durée de trois ans à partir de la date d'introduction, le teneur de marché s'engage à :
– assurer la continuité des négociations sur le titre,
– assurer la liquidité du titre,
– publier et diffuser de manière régulière des notes d'analyse sur l'entreprise pour laquelle il assure la tenue de marché.

Pour assurer la continuité des négociations, un teneur de marché doit maintenir en permanence, durant les horaires d'ouverture du marché, des prix fermes à l'achat et à la vente sur une quantité minimale de titres.
Sa mission d'assurer la liquidité du titre est la plus contraignante parmi celles imposées par la convention de tenue de marché. En effet, le teneur de marché doit maintenir en permanence un écart fixé par la société de bourse, appelé le « ***spread*** », entre les prix proposés à la vente et ceux proposés à l'achat. En cas de déséquilibre du marché, le teneur doit passer des ordres d'achat ou de vente, de manière à rétablir l'écart maximal autorisé entre prix de vente et prix d'achat pour éviter tout dérapage de prix à la baisse ou à la hausse. Dans des phases de fluctuations importantes du marché, l'exercice de cette obligation de liquidité du titre peut être ruineuse.

✔ *La « signature » de l'ITM*

La présence d'un ITM aux côtés de l'entreprise va au-delà d'une simple assistance technique. Le nom et la signature de l'ITM sur le prospectus d'introduction, sur les divers communiqués, sur les avis officiels, ont une valeur de garantie pour l'entreprise et pour l'opération qu'elle envisage.
Tout d'abord, l'ITM agit comme une garantie lors de l'introduction. Il couvre les risques de l'opération en assurant le placement et la distribution des titres, en s'engageant, dans le cadre d'un placement garanti, à racheter ceux qui n'auraient pas trouvé preneur. Mais l'ITM est aussi une garantie pour les investisseurs de la validité et de la pertinence de l'opération. En associant son nom à une opération aussi risquée et complexe qu'une introduction en Bourse, il envoie un signal fort de confiance au marché. Avoir comme partenaire un ITM qui a réalisé avec succès de nombreuses introductions en bourse est donc particulièrement utile. Ceci est d'autant plus vrai sur le Nouveau Marché, car les entreprises introduites présentent peu de visibilité du fait de leur activité de haute technologie et de leur âge. Ces entreprises ne peuvent éveiller l'intérêt du marché que par leurs perspectives de croissance et en prenant appui sur les partenaires qui leur ont déjà fait confiance : les ITM et les capital-investisseurs.

■ Les Procédures d'introduction en bourse

Lorsqu'une entreprise est introduite au Nouveau Marché, elle a le choix entre plusieurs procédures de diffusion des titres dans le public et de première cotation. En général, l'introduction en bourse combine la procédure de placement à l'une des procédures de première cotation.

Le placement garanti

Le placement est une procédure de diffusion des titres uniquement. Elle est le plus souvent associée à une offre à prix ferme ou, dans des cas plus marginaux, aux autres procédures de marché (offre à prix minimal et offre à prix ouvert que nous décrivons plus bas). Le ou les établissements responsables du placement se voient confier une partie des titres distribués lors de l'introduction. Ils s'engagent à les placer auprès de leurs clients ou de clients d'autres établissements. S'il s'agit d'un placement garanti, ils s'engagent aussi à racheter les titres qui n'auraient pas trouvé preneur. Pour ce faire, les établissements de placement recourent à la technique dite de construction du livre d'ordre, « ***bookbuilding*** ». Le prix de l'offre s'inscrit dans une fourchette, révisée au fur et à mesure que les demandes s'expriment puis définitivement fixée. Les établissements de placement définissent le prix ou la fourchette de prix auxquels les investisseurs sont prêts à se porter acquéreurs. Les établissements placeurs procèdent ensuite à la répartition des titres. On observe que les IPO qui s'accompagnent d'une offre à prix ferme sont sous-évaluées de 9,74 % en moyenne alors que celles qui ne reposent que sur un placement garanti sont sous-évaluées à une hauteur de 1,45 % en moyenne. Cette observation confirme la confiance accordée par les investisseurs à l'entier engagement des établissements responsables du placement

Les procédures de première cotation

Une procédure de marché permet de distribuer les titres dans le public, ainsi que d'organiser et d'assurer leur première cotation. Elle peut compléter le placement en associant un actionnariat plus diversifié avec notamment les particuliers. Sur le Nouveau Marché, il y a trois procédures

de diffusion et de première cotation envisageables : l'Offre à Prix Ferme (OPF) est présente dans deux tiers des IPO, l'Offre à Prix Minimal (OPM) et l'Offre à Prix Ouvert (OPO) ne font l'objet que de quelques introductions.

✔ *L'Offre à Prix Minimal*

L'avis d'introduction concernant une OPM donne le nombre de titres mis à la disposition du marché, ainsi que le prix de vente minimum auquel les introducteurs sont prêts à céder les titres. Cette procédure peut être assimilée à une vente aux enchères. Les ordres de demande stipulent donc le nombre de titres commandés et le prix d'achat maximal proposé : ordre « à cours limité ». Tous les ordres dont le prix d'achat est inférieur au prix de vente finalement fixé, qui est le premier cours coté, sont rejetés. La société de bourse se réserve le droit d'éliminer les ordres dont le prix d'achat lui paraît « excéder anormalement » le prix minimum d'offre. L'ajustement entre l'offre et la demande se fait partiellement par le prix et partiellement par la réduction des demandes. C'est-à-dire que le prix de vente est fixé à la fin de la période de souscription en confrontant l'offre et toutes les demandes. Le premier cours coté est fixé par la société de bourse en accord avec les introducteurs, de manière à maximiser le nombre de titres échangés. Ensuite, si la demande excède toujours l'offre, on applique un taux de réduction à toutes les demandes servies. Ainsi, si le nombre de titres demandés est 4 fois supérieur au nombre de titres offerts, toutes les ordres servis le sont à hauteur du quart du nombre de titres demandés.

✔ *L'Offre à Prix Ferme*

L'avis d'introduction concernant une OPF donne le nombre de titres mis à la disposition du marché, ainsi que le prix ferme et définitif de l'offre. Ce prix est déterminé et fixé au début de la période de souscription par l'ITM, en accord avec l'entreprise émettrice. Les ordres de demande sont donc passés en nombre de titres. En réalité, l'avis d'introduction peut donner une fourchette de prix pour le prix de l'offre, et cette fourchette pourra même être modifiée par la suite. Toutefois, le prix définitif est publié au

moins deux jours d'ouverture du Marché avant l'introduction. Plus précisément, le calendrier d'une introduction par Placement et Offre à Prix Ferme est le suivant :

J – 19 Début de la période de sensibilisation (présentations investisseurs)
J – 10 Fixation fourchette de prix
Début du placement
J – 3 Fin du placement
Visa COB d'opération définitive
Début de l'Offre Institutionnelle et de l'OPF
J – 1 Fin des offres
J Centralisation de l'OPF par Euronext Paris, résultats et allocation, introduction
J +1 Première cotation sur les systèmes d'Euronext

L'ajustement entre l'offre et la demande se fait uniquement par réduction des demandes, sur la base du prix de l'offre. C'est-à-dire que tous les ordres sont servis avec un certain taux de réduction. Toutefois, la réduction des ordres peut être différenciée en catégorisant les ordres passés. Les différentes catégories peuvent être établies en fonction de la quantité de titres demandée, des caractéristiques de l'ordre et de la qualité des donneurs d'ordres (personne physique, personne morale). Cette catégorisation des ordres vise à servir les personnes physiques mieux que les personnes morales et les petits ordres mieux que les grands. Elle permet également de réserver une partie de l'offre à une population identifiée d'investisseurs.

✔ *L'Offre à Prix Ouvert*

L'avis d'introduction concernant une OPO donne le nombre de titres mis à la disposition du marché, ainsi qu'une fourchette de prix auxquels ces titres sont proposés. Les ordres sont donc passés en nombre de titres et précisent un prix d'achat dans la fourchette proposée. Pour cette procédure, la fourchette peut être aussi modifiée par les introducteurs à condition que la fourchette définitive soit publiée au moins deux jours avant l'introduction. Dans notre échantillon nous n'avons que deux entreprises de croissance qui ont procédé à une offre à prix ouvert : Consodata et

Devoteam. Nous remarquons qu'elles étaient très sous-évaluées à l'IPO, respectivement 37 % et 39 % après trente jours.
La procédure d'Offre à Prix Ferme est contraignante en matière de prix pour les investisseurs, puisqu'elle leur impose le prix minimum des titres. Cette procédure est donc préférable lorsque la valeur de l'entreprise à introduire est bien cernée. Par contre, les procédures faisant appel à la technique de « construction du livre d'ordres », c'est-à-dire le placement, laissent plus de latitude au marché pour apprécier le prix d'introduction et donc la valeur de l'entreprise, chose qu'il semble mal maîtriser sans l'aide des intermédiaires.

Le prospectus d'introduction en bourse

Chaque procédure d'introduction requiert d'informer le public à l'aide d'un document normalisé et officiel appelé prospectus d'introduction. C'est un document légal obligatoire qui retrace les modalités de l'introduction. Il permet aux investisseurs de se faire une opinion sur la stratégie de l'entreprise, sa situation financière précise ainsi que sur les perspectives et les droits attachés aux actions.

Le prospectus contient des renseignements sur le placement lui-même : nombre d'actions, prix, période de placement et lieu de souscription. Le pourcentage du capital mis à la disposition du public varie selon le marché de l'introduction. Sur le Premier Marché, une société doit introduire au moins 25 % de son capital, sur le Second Marché et le Nouveau Marché elle doit introduire au minimum 20 % de son capital. Plus l'entreprise ouvre son capital au marché financier, plus celui-ci a un contrôle croissant sur l'entreprise.

Les entreprises introduites au Nouveau Marché, doivent disposer d'au moins 1,5 million d'euros de fonds propres et proposer au moins 100 000 titres au public.
Le prospectus contient également des renseignements sur l'activité, les comptes, les dirigeants, les perspectives de croissance et l'objectif poursuivi. Ce dernier aspect est important dans la mesure où il faut prendre garde à ce que la majorité des capitaux issus de l'introduction ne soit pas dédiée au remboursement d'un endettement trop lourd. Les investisseurs sont

méfiants envers les plans qui ne précisent pas de façon claire et argumentée l'utilisation des fonds levés. L'entreprise doit véhiculer une idée très précise de l'utilisation de ses fonds tels que l'acquisition d'une autre entreprise, le développement marketing ou de produits, au risque d'être sous-évaluée.

Les renseignements contenus dans le prospectus d'une introduction en bourse

Les renseignements sur les modalités de la réalisation de l'introduction en bourse
– le nombre et la nature des titres offerts à la souscription – le calendrier de l'opération et la date prévue de cotation des titres – les éléments d'appréciation du prix – la procédure d'introduction
Les informations sur l'entreprise
– Les données d'ordre général – Les données sur le capital – Les données sur l'activité – Les données économiques – Les comptes de la société et du groupe – Les faits exceptionnels et litiges

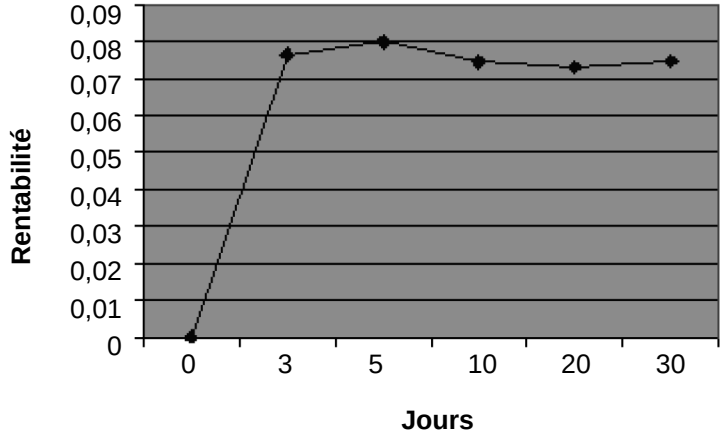
■ Les facteurs de valorisation des entreprises introduites en bourse

Levée de capitaux et valorisation de l'entreprise

Les levées de capitaux lors d'IPO sont de tailles variables. Les levées de moins de 5 millions d'euros qui étaient possibles avant septembre 2003 concernaient environ 10 % des entreprises. Celles comprises entre 5 et 40 millions d'euros regroupent 70 % des entreprises cotées sur le Nouveau Marché. Seules 20 % des entreprises lèvent des montants supérieurs à 40 millions d'euros (ces proportions d'entreprises sont représentées par la taille des cercles dans les graphiques des pages 233 et 234).

Les investisseurs qui ciblent les entreprises qui procèdent à des levées comprises entre 5 et 40 millions d'euros réalisent en moyenne une rentabilité de 7,5 % (voir graphique ci-dessous). La rentabilité maximum est atteinte au bout de trois jours alors qu'elle est atteinte seulement au bout de 30 jours pour les entreprises de plus petite ou de plus grande capitalisation. Ce qui témoigne d'un établissement d'une efficience de marché plus longue pour ces entreprises.

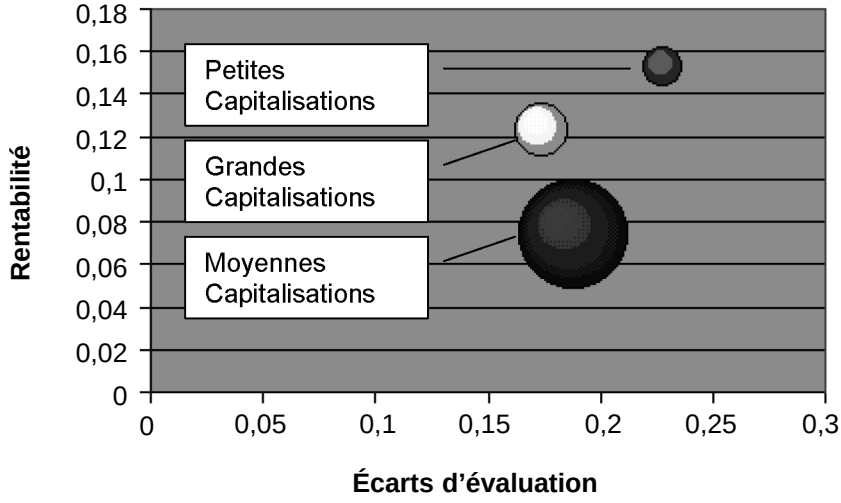
Rentabilité boursière des IPO (levées de fonds entre 5 et 40 Meuros)



Par ailleurs, les entreprises levant peu de capitaux sont davantage sous-évaluées et rapportent donc en moyenne plus à un investisseur, avec une rentabilité de 16 %. La sous-évaluation des grandes capitalisations est quant à elle de 12 % en moyenne. Les écarts d'évaluation associés aux petites capitalisations sont nettement supérieurs à ceux des grandes capitalisations : respectivement 16 % contre 23 %.

Les capitalisations de taille moyenne apparaissent plus risquées étant donné leurs écarts d'évaluation qui sont de 19 % pour une sous-évaluation moindre que celles des grandes capitalisations. Par conséquent, il est préférable pour l'investisseur de cibler des capitalisations de grande taille lors d'IPO.

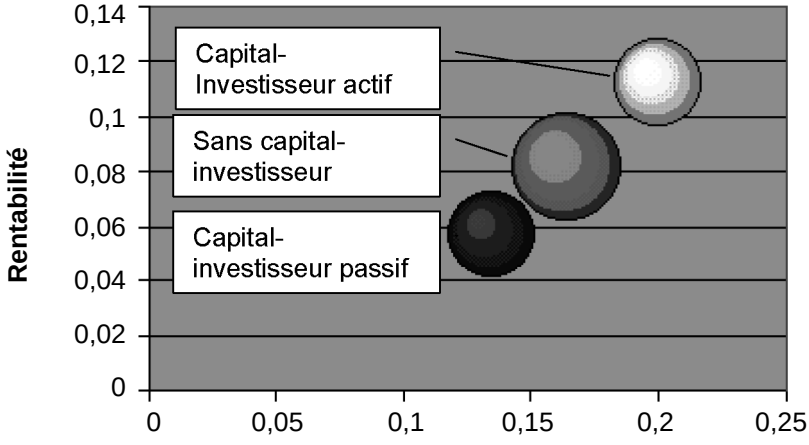
Rentabilité et écarts d'évaluation des IPO



L'impact positif des capital-investisseurs sur la valorisation de l'entreprise

Les capital-investisseurs ont un fort impact sur la valorisation de l'entreprise lors de son IPO. On remarque notamment sur le graphique ci-dessous que les entreprises les moins risquées, mais aussi les moins sous-évaluées, sont celles qui ont bénéficié d'un accompagnement passif de capital-investisseurs. Le faible degré d'implication de ces financiers dans l'entreprise démontre leur confiance lors de l'accompagnement de l'entreprise. Ils n'ont en effet pas eu à prendre une part significative dans le contrôle de ces entreprises pour veiller au bon développement de leur croissance. *A contrario*, les entreprises les plus risquées sont celles pour lesquelles le contrôle des capital-investisseurs est élevé. Leur rôle actif est nécessaire pour conduire l'entreprise dans sa croissance face à des marchés difficiles et à un management parfois sensible. Les écarts d'évaluation de ces entreprises ainsi que leurs sous-évaluations sont les plus élevés.

Impact du contrôle des capital-investisseurs sur la valorisation des IPO



✔ *La communication financière*

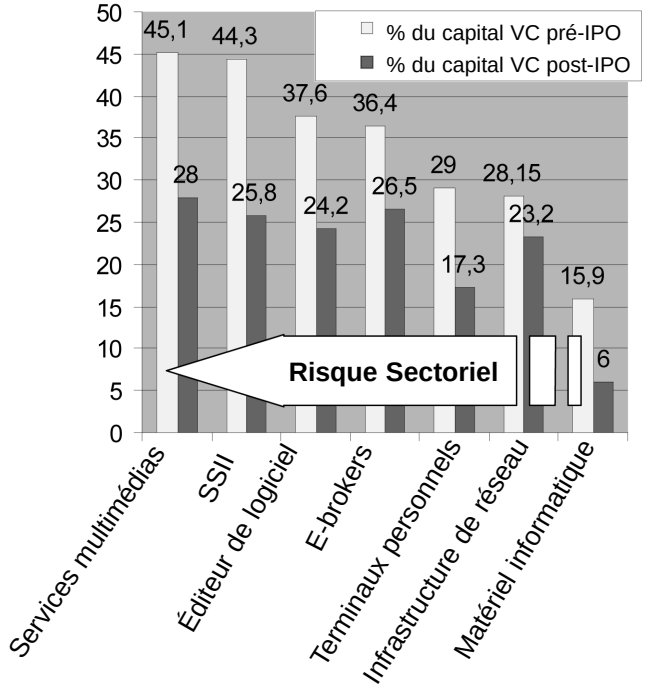
Un chef d'entreprise du secteur Internet me tenait les propos suivants lors d'un entretien qui portait sur les difficultés qu'il a rencontrées lors de son IPO en 2000 : « C'est incontestablement le choc culturel entre les entrepreneurs et le monde financier : si vous voulez, on avait à faire à des gens qui avaient pratiquement le double de notre âge, à des gens qui n'avaient pas du tout l'habitude d'utiliser Internet, et ce n'était pas toujours évident pour nous de communiquer avec eux… de nombreuses personnes ne comprenaient pas encore bien les enjeux d'Internet. S'est rajouté le fait que ces personnes concevaient difficilement qu'une société puisse être cotée en Bourse trois ans après sa création ».

À la question de savoir si sa stratégie était davantage tournée vers le grand public ou les investisseurs institutionnels, un autre chef d'entreprise me tenait les propos suivants : « Vers les investisseurs institutionnels. Finalement, vous savez, le meilleur argument pour convaincre les investisseurs est le choix de la banque qui a été effectué. Si on choisit une banque qui a de bonnes relations, on n'a pas trop de problèmes pour trouver des investisseurs. C'est ce choix de banque qui est décisif. »

✔ *Les capital-investisseurs médiateurs financiers*

Le problème de communication avec la communauté financière est de loin le plus souvent évoqué par les entrepreneurs lorsqu'ils témoignent de leur expérience de la bourse. Le rôle des capital-investisseurs va donc bien au-delà du capital-risque et du financement du lancement du projet. Ces intermédiaires financiers permettent réellement de communiquer sur la viabilité du projet avec le marché boursier mais aussi avec le marché privé. Lorsqu'il s'agit d'entreprises qui exercent dans des secteurs maîtrisés par le marché financier, leur rôle est restreint. Par exemple on observe que les capital-investisseurs sont présents à une hauteur de 15,9 % au capital des entreprises de matériel informatique avant l'IPO. Après l'IPO les capital-investisseurs ne détiennent plus qu'un tiers de leurs enjeux avec 5 % du capital.

Niveau de contrôle des capital-investisseurs lors d'IPO



En revanche, dans l'entreprise qui exerce dans un secteur innovant, la syndication de capital-investisseurs est en mesure de collecter de l'information précise et de communiquer son expertise au marché financier. Les capital-investisseurs détiennent ainsi 44,3 % du capital des SSII avant IPO et maintiennent une part significative de leur enjeux après IPO avec 25,8 % du capital. Ainsi, sur le graphique ci-dessous on observe un niveau de contrôle des entreprises du secteur des TIC par les capital-investisseurs qui est croissant avec le manque de visibilité offert au marché financer avant et après l'IPO.

De plus, la présence de capital-investisseurs joue un rôle significatif sur la valorisation des entreprises qui se positionnent sur des secteurs réputés risqués. Si les capital-investisseurs sont peu présents, la sous-évaluation est de 19,2 % alors que ces entreprises sont survalorisées de 1 % lorsque les capital-investisseurs affichent une présence importante. Les écarts de valorisation sont proches de 20 % sur les secteurs risqués, ce qui n'est pas négligeable lorsqu'on sait que la moyenne des capitaux levés était de 23,8 millions d'euros.

Après avoir examiné les sources de financement en fonds propres par capital-investissement « private equity », et par le marché boursier « public equity », nous abordons dans le prochain chapitre les modes financements de l'entreprise en croissance par la dette.

Chapitre 8

DETTE ET DISCIPLINE MANAGÉRIALE

■ La dette : un levier de valorisation d'accès limité

Financement par la dette ou financement sur fonds propres

S'engager dans une nouvelle activité relève soit de la croissance interne (le développement d'un projet novateur), soit de la croissance externe (l'acquisition d'une firme existante). Chacun de ces deux axes de croissance induit des sources de risques et d'investissements spécifiques.
Les projets internes s'exposent essentiellement à des risques de production, de marketing et de non-aboutissement, et nécessitent des investissements qui sont fonction des coûts de développement du projet. Dans le cadre de l'acquisition d'une entreprise existante, s'il est plus aisé de mesurer les sources de risques évoquées précédemment, il pèse en revanche un risque de surévaluation de la cible qui est sans doute l'une des premières causes de faillite des groupes industriels. Il n'en reste pas moins que, quel que soit le mode de croissance choisi, il impliquera des investissements de long terme. Structurer financièrement sa croissance est alors stratégique si l'on veut qu'elle soit durable.
Le premier arbitrage se pose entre l'autofinancement et le recours à des ressources financières extérieures. Puiser dans les ressources de l'entreprise est le moyen généralement soutenu par les dirigeants car il évite tout recours à des tiers, ce qui leur confère une plus grande flexibilité dans leurs choix d'investissement. En revanche cette solution est au détriment de versements de dividendes aux actionnaires.
Si l'entreprise n'est pas en mesure d'autofinancer une nouvelle activité ou si elle souhaite privilégier ses actionnaires elle devra lever des fonds propres ou s'endetter. Cette dernière forme de financement entraîne les coûts de transactions les plus faibles, dans la mesure où les possibilités d'ajustements offertes aux contractants sont nulles. En effet, le recours à la dette ne nécessite pas de la part des bailleurs de fonds une surveillance

constante des décisions d'investissement. Cette absence de contrôle sur le projet implique les effets suivants :
– une rémunération du prêteur contractuellement déterminée par le taux d'intérêt,
– un calendrier des échéances de remboursements du principal et du paiement des intérêts.

Les éléments qui caractérisent la dette assurent donc au prêteur une rémunération, un remboursement des montants et un désengagement planifié alors que l'investisseur en fonds propres ne dispose d'aucune de ces garanties. Bien que l'endettement engendre des engagements contractuels qui restreignent les agissements des dirigeants, ces derniers préféreront cette solution à toute souscription de nouveaux capitaux propres qui viendrait affaiblir leur contrôle. Le choix de la structure financière est une question épineuse car les solutions les moins onéreuses *a priori* sont bien souvent destructrices de valeur à moyen terme dans le cadre de projets innovants, ceci étant dû au problème de contrôle des dirigeants.

Un management discipliné par le risque de faillite

Un management plus discipliné

Lorsqu'une entreprise dégage des résultats positifs elle est en mesure de financer ses nouveaux projets sans avoir recours à des sources extérieures. Pour les actionnaires, l'autofinancement est la part des bénéfices qui n'est pas reversée sous forme de dividendes et présente l'avantage d'être une source de financement moins onéreuse que la dette ou l'augmentation de capital. L'inconvénient repose sur la possibilité des dirigeants à gérer leur projet libre de contraintes formelles de remboursements et sans risque de perte de contrôle. Dans ce cadre, les dirigeants peuvent être motivés par leur autonomie et leur indépendance à réaliser des investissements sous-optimaux.
Lorsque l'entreprise s'endette pour un projet, il incombe au dirigeant de générer un résultat au moins suffisant pour recouvrir les intérêts et le principal après impôts. En effet, la dette étant liée à un risque pour les prêteurs, elle est assujettie à des engagements contractuels qu'exerceront les

bailleurs de fonds en cas de défaut de remboursement. Dans certains cas, cela peut mener à la perte de contrôle de l'entreprise dont la gestion est alors confiée à l'institution pour laquelle le service de la dette n'a pas été honoré. Mais généralement la perte de contrôle est induite par l'entrée d'un partenaire suite à l'obligation d'augmenter le capital ou à la cession partielle ou totale des parts. Dans les cas les plus critiques, cela peut conduire au dépôt de bilan, avec redressement pour les situations les moins préoccupantes.
En faisant le choix d'un financement par la dette, les objectifs sont de satisfaire aux obligations contractuelles mais aussi de maintenir un niveau de bénéfices acceptable pour le versement de dividendes aux actionnaires par l'effet de levier. Ces contraintes pèsent sur les dirigeants et les obligent à une discipline quotidienne afin de ne pas mettre l'entreprise en péril. Les échéances de remboursements viennent renforcer cette motivation à produire des efforts qui ne devront pas se relâcher et s'inscrire dans la durée.

✔ *Risque de faillites et autres limites du levier d'endettement*

Les actionnaires d'une entreprise qui ne verse pas de dividendes ne disposent d'aucun moyen contractuel pour obtenir une rémunération sur les capitaux investis. Le bailleur de fonds quant à lui s'assure d'une rémunération fixe et d'un remboursement du capital initial. Lorsque ces remboursements ne sont pas honorés, le banquier engage une procédure de recouvrement associée au fait que des incidents de paiement auront été constatés et à la réduction ou à la suppression de concours d'exploitation, ce qui peut provoquer le dépôt de bilan. Ainsi, le défaut de paiement de la dette est un révélateur, pas une cause de la faillite de l'entreprise. Le banquier doit donc évaluer le potentiel du projet ainsi que l'engagement de ses dirigeants pour éviter toute faillite. La probabilité de faillite est croissante avec l'incertitude de l'entreprise à réaliser les cash-flows futurs. La maîtrise encore imparfaite d'une technologie ou du marché et l'immatérialité des actifs caractérisent les projets innovants qui sont alors marqués de fortes incertitudes. Celles-ci sont d'autant plus amplifiée que l'entreprise se positionne sur un secteur où la volatilité des cash-flows est très élevée.

Dans ce contexte « d'asymétrie informationnelle », les institutions bancaires ont des difficultés à évaluer les capacités réelles de l'entreprise et les perspectives effectives de réussite du projet avant la passation du contrat bancaire. Le problème de l'information se retrouve également une fois les fonds débloqués car il est délicat pour le banquier de savoir si les fonds sont effectivement alloués aux investissements auxquels ils étaient destinés ou si ils sont employés à bon escient pour répondre au besoin en fonds de roulement.

La carence d'information générique cause de non engagement des banques

L'intérêt de la qualité des informations transmises à la banque dans le cadre du financement d'un projet d'investissement est double :
– les informations à caractère générique permettent au banquier de comprendre l'environnement dans lequel évolue l'entreprise ;
– la définition claire de l'objet du financement permet la compréhension des besoins et des ressources de l'entreprise pour définir les meilleures solutions de financement.

L'information générique s'articule autour de deux axes qui sont l'entreprise et son environnement. L'obtention des informations d'ordre générique implique d'une part que le secteur ait fait l'objet d'études et de publication et que l'entreprise dispose déjà d'une certaine taille et d'une notoriété afin que son activité soit identifiée.
Il est évident que pour les projets novateurs peu d'informations sur l'environnement sont disponibles. D'une part, l'activité est souvent en phase exploratoire et les informations sont contradictoires.
Le caractère secret des projets implique des informations distillées et il est difficile pour la banque d'évaluer le contenu du projet pour le mettre en adéquation avec les perspectives de marché. L'approche des résultats en terme de rentabilité ne pouvant être dissociée des spécificités du secteur d'appartenance pour appréhender les ratios d'activité, le financement par la dette de projet novateur trouve ses limites par ces premiers éléments de l'information générique.

Face à de telles difficultés d'appréhension de l'information sur un projet, la banque s'attache à des aspects tels que l'historique et l'organisation pour évaluer la stabilité de l'entreprise. L'actionnariat et les filiales dans lesquelles le projet s'inscrit sont alors étudiés. Cette approche permet à la banque d'apprécier les enjeux stratégiques d'un projet novateur sur la croissance de l'entreprise ainsi que le soutien qu'elle lui accordera. Les moyens d'exploitation techniques, humains et immobiliers servent au banquier de mesure du risque auquel il s'expose. Par conséquent, un projet novateur qui s'écarte du cœur de métier de l'entreprise aura de grandes difficultés à pouvoir bénéficier d'un prêt bancaire et plus encore s'il s'agit d'un individu ou d'une équipe isolée tel que dans une start-up (entreprise créée *ex nihilo* avec un produit nouveau sur un marché nouveau). Force est également de constater que les banquiers accordent une grande importance au parcours professionnel des dirigeants. Là encore, le leader de projet devra être une personne clé de l'entreprise pour démontrer l'importance stratégique du projet et réduire les incertitudes.

■ L'information légale et le poids des relations entre la banque et le dirigeant

Documents comptables et opacité des entreprises innovantes

Dans le cadre de prêts bancaires, contrairement au capital-investissement, les documents comptables sont la base de l'analyse de l'entreprise et du projet d'investissement. Les liasses fiscales et les rapports des commissaires aux comptes sont les seuls documents financiers que les entreprises ont obligation de transmettre à leur banque. Cependant, d'autres documents sont nécessaires à la banque pour fonder son expertise économique de l'entreprise. Force est de constater un manque de coopération de la part des entrepreneurs à produire des documents complémentaires et à divulguer de l'information sur leur projet. Pour mettre la banque en confiance, il faut veiller à transmettre les documents suivants :

Les documents comptables à fournir aux banques

Documents comptables	*Information*
Les liasses fiscales	Elles sont obligatoires pour un financement mais généralement pas pour un découvert. Certaines banques les demandent tout de même dans ce dernier cas.
Documents aux formats normalisés	De simples éditions informatiques en lieu et place des liasses fiscales ne donnent pas de certitudes sur la valeur de l'information
Les annexes	Toujours demandées (mais souvent absentes), elle permettent de connaître plus précisément les engagements extérieurs de l'entreprise et la formation du résultat.
Les signatures	Il est fréquent que les liasses fiscales ne soient pas signées par l'expert comptable, ou que la première page qui contient normalement cette signature soit absente. Là encore, le crédit apporté aux documents est remis en cause.
Les détails de bilan et de compte de résultats	Quasiment toujours absents, alors que l'information contenue dans ces documents permet de comprendre l'organisation de l'entreprise et sa structure.
Les états de situation, les états prévisionnels et les plans de financement	Inexistants ou difficiles à obtenir, ces documents informent sur la viabilité économique du projet mais aussi sur la rationalité des ambitions des dirigeants.
Les états de participations et de créances d'associés	Ces documents sont parfois difficiles à obtenir ! Ils sont pourtant indispensables à la compréhension de la structure des enjeux d'un groupe. Ne pas fournir ces informations entraîne une décote de l'entreprise voire la cessation des relations.
Les bilans consolidés	Rarement obligatoires, ils sont donc difficiles à obtenir pour le banquier. Ces documents permettent d'identifier l'activité réelle du groupe tout en évitant les effets de facturation entre filiales
Les rapports de commissaires aux comptes	Ils ne posent généralement pas de problèmes et sont transmis facilement

Ces documents constituent l'essentiel du support d'analyse des banques. Les produire en bonne et due forme est d'autant plus important que le projet présente des risques car ils permettent d'atténuer l'opacité des opérations. Une démarche documentaire comptable qui s'avère complète offre en général l'accès à des négociations qui seraient refusées dans le cas contraire ou qui porteraient sur des échéances et des taux d'intérêts décourageants.

Apports et limites des informations de la banque de France

La Banque de France et le Tribunal de Commerce mettent à disposition des institutions financières des informations sur les entreprises. Il s'agit d'informations à l'état brut qui sont les suivantes et que nous commentons dans ce paragraphe :
– cotation de l'entreprise,
– détails des incidents de paiement,
– cotation des dirigeants,
– centralisation des concours bancaires,
– existence d'inscription privilégiée.

La présence d'une cotation non favorable de l'entreprise ou du dirigeant est un élément déterminant quant à la poursuite de l'étude d'un projet d'investissement.
La cotation de l'entreprise se présente sous la forme de trois caractères qui indiquent le niveau d'activité, la cote de crédit et la cote de paiement. Si le premier fait l'objet de peu de discussion, il n'en est pas de même pour les deux autres. La cote de crédit est une appréciation externe donnée sur la structure financière de l'entreprise en fonction des bilans communiqués au greffe du Tribunal de Commerce. Cette formalité est peu accomplie par les entreprises de petite dimension et on ne peut que les encourager à transmettre leurs informations pour faciliter les rapports entretenus avec les banques.
En ce qui concerne la cote de paiement, elle traduit le nombre d'incidents bancaires recensés. Le détail de ces incidents n'est disponible que sur les six derniers mois et les motifs exposés sont brefs. Il faut remarquer que les incidents déclarés comme contestation de créance sont interprétés quasi-

ment systématiquement par la banque comme une incapacité de payer. Or, dans la réalité, la présentation abusive de LCR sans acceptation par les fournisseurs est monnaie courante et leur rejet est enregistré comme incident de paiement car ce n'est pas le même module d'information à la Banque de France. Cette information reste cependant facile à vérifier pour le banquier.

L'information issue des centralisations de concours bancaires est également à prendre avec précaution en raison des seuils de déclaration légaux. Les institutions bancaires ont l'obligation de déclarer leurs concours bancaires sur une entreprise lorsqu'ils dépassent 76 000 euros. Cette formalité n'est cependant pas toujours respectée par les banques. Ainsi, la banque potentiellement intéressée à financer un projet peut être confrontée à l'omission de recensement de concours bancaires. Le taux d'endettement présenté n'est alors pas forcément représentatif de la situation réelle. Cette situation est d'autant plus courante dans un contexte de multi-bancarisation des entreprises. De plus, entre deux exercices, les banques ne peuvent toujours connaître que les concours accordés au niveau de leur guichet. Les entreprises ayant tendance à multiplier leurs relations bancaires, les sources de défaillance par surendettement sont d'autant plus probables.

Les informations fournies par la Banque de France sont sans aucun doute précieuses pour prendre la décision de financement d'une entreprise mais elles présentent des limites dans le cadre de projets innovants. Seul le dialogue peut combler le déficit informationnel ce qui suppose d'instaurer une relation forte entre la banque et les dirigeants.

Relation entre la banque et les dirigeants

Les entreprises qui entretiennent des relations étroites avec leurs banques peuvent bénéficier de meilleures conditions de financement ainsi que d'une qualité de service supérieure. Les banques trouvent également leur compte dans des relations de proximité étant donné que les dirigeants sont satisfaits et nettement plus fidèles. Dans le cadre de projets innovants, l'existence d'une relation efficace entre les acteurs crée un climat de confiance par la qualité et la quantité d'informations échangées. Ces informations sont primordiales car elles permettent au prêteur de mieux

comprendre l'environnement dans lequel évolue l'entreprise, sa gestion et ses perspectives d'avenir. Entre autres, c'est la régularité des relations entre le dirigeant et le conseiller de clientèle qui permet de nouer des rapports humains de qualité et de confiance. La relation de proximité facilite l'obtention de crédit et influence surtout le degré de compréhension et de coopération de la banque en cas de difficulté passagère de l'entreprise, ce qui est essentiel pour l'entreprise en forte croissance.

Si ce constat est généralement admis, le développement de telles relations est restreint en France alors qu'il est intense dans des pays comme l'Allemagne ou encore le Japon. L'entrepreneur devra s'orienter vers des banques qui développent leur politique et leur stratégie autour de l'accompagnement des entreprises en croissance. Dans ces banques spécialisées, la taille des portefeuilles de clientèle est volontairement restreinte afin de favoriser la disponibilité des conseillés de clientèle. Ainsi, il est rare qu'un portefeuille comporte plus d'une cinquantaine de comptes actifs. Cette disponibilité favorise les entrevues qui devront être au moins de deux par an en temps normal.

Lorsque l'entreprise anticipe ou se trouve face à des difficultés financières, la banque aide les dirigeants à passer ce cap ou à céder leur activité dans les meilleures conditions. En effet, l'expérience de la banque, son réseau international et sa crédibilité valorisent l'entreprise même en situation de difficulté. Il est donc dans l'intérêt des dirigeants de considérer leur banque comme un partenaire et d'avoir des relations stables.

La stabilité des relations est un point important également pour les banques et une rotation trop rapide des conseillers de clientèles dégrade sa compréhension des entreprises clientes. Il est rare cependant qu'un conseiller de clientèle reste plus de quatre ans en poste dans la même agence, ce qui est en réalité trop rapide pour apprécier les risques générés par les entreprises innovantes et en croissance. De plus, le transfert d'information lors de la passation de poste est bien souvent d'une efficacité peu convaincante. Cette carence est néanmoins compensée par des prises de décisions de financements qui s'effectuent de manière collégiale, ce qui permet à chaque conseiller de clientèle de suivre le portefeuille de clientèle de ses homologues.

La création et le développement d'une relation humaine entre l'entreprise et la banque permet de lutter efficacement contre les problèmes d'asymé-

trie informationnelle. Une telle relation offre des perspectives de croissance et de développement à long terme indispensables aux entreprises innovantes.
La mise en œuvre de telles relations est cependant génératrice de coûts d'agence entre les actionnaires de l'entreprise et les prêteurs qui sont croissants avec la divergence de leurs objectifs à la fois en termes de politique d'investissement et en termes de politique de paiement de dividendes.

■ Évaluation et gestion du risque bancaire

Évaluation des garanties

L'appréciation individuelle de l'entreprise par le banquier tient compte de la nature des risques financiers mais surtout des garanties offertes. Il est pourtant important que la qualité relative des garanties soit en cohérence avec le risque de l'entreprise. En effet, la méthode usuelle d'évaluation du risque net consiste essentiellement à déduire des valeurs de garantie au moment de l'engagement accordé. Les limites d'une telle approche sont d'une part le manque d'analyse du risque intrinsèque à l'entreprise alors qu'elle en est de toute évidence la cause et, d'autre part, le système de classification des garanties qui est quant lui délicat à produire pour l'entreprise innovante et isolée.

Sont généralement considérés comme nuls en termes de garantie :
– les nantissements de fonds de commerce,
– les hypothèques sur un bien social (un bien appartenant à l'entreprise),
– les hypothèques appartenant à une personne physique mais ayant un usage professionnel.

Sont généralement considérés comme de faible valeur en termes de garantie :
– la caution personnelle d'un dirigeant,
– le nantissement de titres cotés,
– le nantissement de titres non déposés auprès du groupe,
– la délégation d'un contrat d'assurance-vie,
– l'hypothèque de premier rang sur un bien à usage professionnel.

Sont considérés comme réellement recevables en termes de garantie :
– le nantissement de dépôt d'espèces, de titres ou d'OPCVM au sein du groupe,
– la garantie d'établissements financiers et d'organismes de cautionnement,
– l'hypothèque sur un bien à usage d'habitation de premier rang (presque toujours impossible à mettre en œuvre).

Cette classification des garanties illustre d'elle-même le problème auquel se trouvent confrontés les dirigeants d'entreprises de croissance. Cette approche favorise les entreprises dotées d'un certain nombre de moyens et les entrepreneurs bénéficiant d'un patrimoine personnel conséquent. Le fait de prendre une caution personnelle sous forme de garantie ou d'hypothèque immobilière remet en cause le statut de responsabilité limitée. En accordant des garanties pour le nantissement de la dette, l'entreprise cautionne les efforts mis en œuvre pour la réalisation du projet. En effet, on peut supposer que si le dirigeant propose des garanties personnelles ou d'entreprise, il signale par là la qualité d'un projet. Le constat reste néanmoins que les garanties jouent un rôle non négligeable dans le cadre du financement par emprunt et que l'obtention de crédit est plus facilement disponible pour les entreprises existantes et stables que pour l'entreprise en croissance.

Proactivité des pouvoirs publics dans la gestion du risque bancaire

Les pouvoirs publics ont réellement déployé un réseau d'organismes ayant pour vocation de faciliter l'accès au crédit des entreprises de croissance en partageant les risques avec les institutions bancaires. De même il existe un grand nombre d'organismes de cautionnement. À titre d'exemple, citons :
– BDPME,
– SOFARIS (filiale BDPME),
– SIAGI,
– SOCAMA (beaucoup plus importante que SIAGI),
– GERLING-NAMUR et COFACE sont des cautions et des assureurs.

Nous traiterons essentiellement de la BDPME (Banque des PME) et de la SOFARIS, étant donné qu'une vaste majorité des institutions bancaires spécialisées ont signé une convention avec celle-ci pour les dossiers intégrant un partage du risque. La création de la BDPME avait pour objectif de répondre au problème de l'exclusion du marché du crédit des PME souvent considérées par les établissement bancaires comme les plus risquées. C'est dans ce contexte que l'intervention des pouvoirs publics dans les relations banques-entreprises trouve sa justification en tant que régulateur. Il s'agit pour l'État d'intervenir au travers de cet organisme en termes de garanties ou de cofinancements venant ainsi renforcer les moyens des entreprises ayant des difficultés d'accès au crédit.

✔ *La BDPME*

La BDPME garantit près de 25 000 projets d'investissement par an pour un montant de l'ordre de 2,8 milliards d'euros dont 12 000 projets de très petites entreprises pour un montant de l'ordre de 185 millions d'euros. La BDPME est intervenient annuellement en cofinancement sur 2 600 projets pour un montant de l'ordre de 2,1 milliards d'euros. Le montant moyen des projets financés est de l'ordre de 110 000 euros en garantie et de 830 000 euros en cofinancement. Cette intervention des fonds de garantie limite en montant et en durée les cautions personnelles, la SOFARIS demandant que les cautions personnelles, si elles existent, soient limitées à la moitié du montant et sur la moitié de la durée du crédit. (À noter qu'il n'y a pas de sûreté réelle sur la résidence principale).
En dessous de 300 000 euros, les décisions de garantie de la BDPME sont déléguées aux banques qui le souhaitent, si certains critères sont réunis. Les investissements permettant de bénéficier de la délégation SOFARIS sont de trois ordres :
– investissement corporel pour l'acquisition d'immeubles et équipements et incorporels pour les dépenses de recherche et de développement, de lancement industriel…
– crédit bail mobilier et immobilier,
– location de matériel.

Les conditions devant être remplies par les entreprises sont les suivantes :
– absence de cotation boursière.
– effectifs inférieurs à 500 salariés.
– chiffre d'affaires annuel consolidé inférieur à 76 millions d'euros.
– les associés majoritaires doivent être des personnes physiques, PME ou TPE

Sont exclus :
– les entreprises agricoles, les intermédiaires financiers et les sociétés de promotion et de location immobilière.

En ce qui concerne les conditions financières, les contraintes sont les suivantes :
– bénéficier d'une cotation de paiement positive auprès de la Banque de France,
– être à jour du paiement de ses échéances fiscales et sociales,
– un résultat financier inférieur à 40 % de l'excédent brut d'exploitation.

✔ *La SOFARIS*

Les projets d'investissement remplissant ces critères peuvent bénéficier de la garantie SOFARIS à hauteur de 40 à 50 % de l'encours de crédit selon que l'établissement bancaire bénéficie ou non d'une convention avec la BDPME. Dans ce contexte, les garanties usuelles peuvent être prises mais le logement servant de résidence principale aux dirigeants sociaux de l'entreprise ne peut en aucun cas faire l'objet d'une hypothèque en garantie de crédit.
La politique des banques spécialisées dans le financement des entreprises de croissance préconise en général un large recours d'utilisation des garanties SOFARIS et la proportion des dossiers montés avec ce mode de garanties illustre combien cette intervention des pouvoirs publics dans la gestion du risque bancaire a un impact positif sur la quantité et le montant des projets d'investissement financés.
Il est également fréquent pour une entreprise nouvellement cliente d'une banque que l'étude préalable du dossier de financement passe par une consultation des critères SOFARIS afin de juger si l'entreprise concernée

entre dans le cadre de la convention. Le non respect des critères est bien souvent discriminant de la poursuite de l'étude du dossier ou en tout état de cause des montants accordés.

Le recours à la SOFARIS par les banques est habituel pour les projets d'investissement qui excèdent en général les 80 000 euros ou pour les entreprises financièrement encore instables quel que soit le degré de la relation entre la banque et l'entreprise. Certaines institutions tendent à limiter ponctuellement ce recours en raison de la politique des taux pratiqués. Selon la prise de participation de la SOFARIS en terme de garantie, à savoir 40 ou 50 % du financement global, la banque doit reverser une commission de 0,4 ou 0,6 %. Les marges dont bénéficient les banques étant relativement faibles, cette commission est prise en charge par l'entreprise ce qui vient en augmentation du TEG supporté.

Les indicateurs de la formation du résultat dans l'analyse bancaire

Pour les raisons d'asymétrie d'information déjà évoquées, les banques disposent de peu d'informations objectives et fiables pour être à même d'interpréter la formation d'un résultat d'entreprises de croissance. De même, elles disposent de peu de documents comptables offrant les détails indispensables à la bonne lecture des liasses fiscales. En présence d'informations incomplètes et imparfaites, les banques se concentrent donc sur certains indicateurs du compte de résultat et sur leur évolution. Ces indicateurs, fondés sur les soldes intermédiaires de gestion (SIG), sont les suivants :

– le chiffre d'affaires,
– le coût d'achat des marchandises et les coûts de production,
– le poids des charges externes et de personnel,
– l'excédant brut d'exploitation,
– les dépréciations, amortissements et provisions, charges financières et éléments exceptionnels,
– le résultat courant avant impôts et le résultat net,
– la marge brute d'autofinancement.

Formation du résultat et analyse bancaire

Indicateurs du résultat	Analyse bancaire
Le chiffre d'affaires	Il est un élément important de l'analyse dans le sens où il conditionne la capacité de l'entreprise à faire face à la charge de remboursement de l'emprunt. L'évolution de l'entreprise est interprétée sur la base de cet indicateur et indépendamment de l'évolution du secteur.
La marge brute	Elle est relativement peu prise en compte alors qu'elle est un indicateur de la maîtrise du processus d'achat ou de fabrication de l'entreprise.
L'évolution des charges externes	Elle est déterminante car il s'agit d'un poste significatif reflétant l'organisation de l'entreprise. Dans le cadre des entreprises innovantes et de croissance, ces charges constituent un indicateur de flexibilité d'une entreprise. En effet, la réduction de ces charges en cas de réorganisation entraîne la rupture de contrat avec des prestataires extérieurs. Ces procédures s'exécutent dans des durées généralement trop longues pour permettre une réactivité suffisante de l'entreprise. Leur poids est souvent important par rapport au chiffre d'affaires.
L'excédent brut d'exploitation	Il est sans conteste l'indicateur le plus observé dans l'analyse bancaire car il permet d'évaluer la rentabilité d'exploitation de l'entreprise.
Les résultats exceptionnels	La prise en compte des éléments à caractère exceptionnel dans la formation du résultat n'est possible que dans la mesure ou leur justification a été fournie par l'entrepreneur. Généralement, ils ne font l'objet que d'une simple mention.
Le résultat courant	Il est souvent interprété comme indicateur permettant de juger de la capacité de l'entreprise à faire face à la charge de remboursement annuelle d'un emprunt. Cet indicateur n'est cependant pas représentatif d'un flux de trésorerie disponible qui permettrait de s'acquitter d'une dette. De même, le résultat net est souvent considéré comme un indicateur de mesure de la santé de l'entreprise bien qu'il trouve toutes ses limites dans les entreprises de croissance au démarrage.
La marge brute d'autofinancement	Elle est à retenir comme étant l'indicateur déterminant de la capacité de remboursement. Cet indicateur représente le flux financier de l'entreprise disponible à un instant donné. La banque estime l'aptitude à contracter une dette en exprimant le montant de l'emprunt en nombre d'années de la marge brute d'autofinancement du dernier exercice fiscal connu. Des réserves doivent néanmoins être faites sur la validité de cet indicateur lorsque l'on analyse une entreprise de croissance étant donné que la valeur de la marge brute d'autofinancement peu fortement évoluer avec les investissements. Le plan de financement devrait permettre d'établir des approximations, mais ce document fondé sur des hypothèses ne fait généralement que l'objet d'une mention pour étayer les conclusions de l'analyste bancaire.

Les indicateurs de structure financière dans l'analyse bancaire

✔ *Ratio d'endettement et maturité de la dette*

Si le recours à l'emprunt devrait être systématiquement privilégié, cette solution présente des limites dans le cadre des entreprises innovantes en raison de la spécificité de leurs actifs, et de leur manque de transparence et de garanties. En effet, les actifs étant peu redéployables sur d'autres activités, ils représentent pour toute personne autre que l'entreprise qui les possède, une valeur bien inférieure à celle que leur attribue leur propriétaire. Les facteurs structurels de l'entreprise en croissance sont par conséquent la cause des difficultés d'accès à l'endettement. Les entreprises qui engagent d'importantes dépenses dans la recherche et le développement sont particulièrement sensibles à ces effets et plus encore lorsque les investissements se font dans des actifs incorporels.

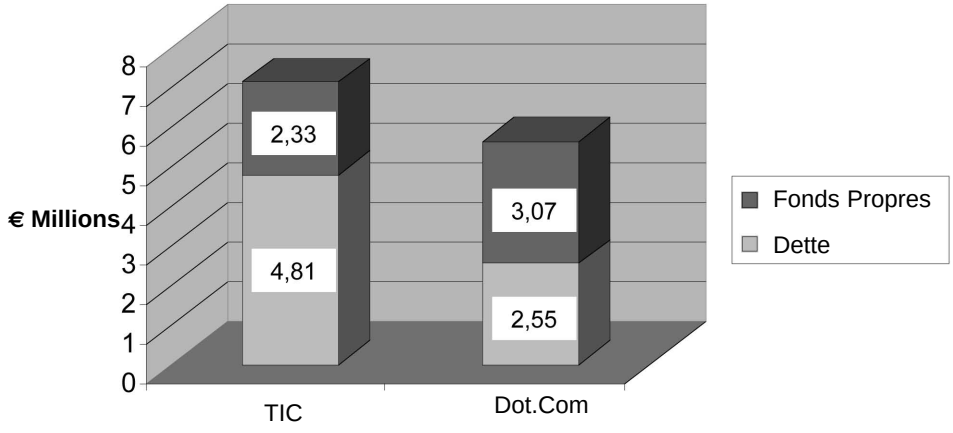
L'exemple des dot-com traité ci-après apporte un éclairage précis à ces premières explications en mettant en exergue le lien entre la structure financière des entreprises innovantes et leur activité. Le modèle de revenu de ces entreprises spécialisées dans le commerce est fondé sur une propension à générer du trafic afin d'attirer des annonceurs et des partenaires commerciaux. Les sites offrent des services gratuits et vendent des espaces publicitaires ainsi que des bases de données retraçant l'historique des relations client. Dans ce contexte, la dot.com réalise d'autant plus de revenus que la communauté virtuelle créée est grande, offrant ainsi un meilleur impact publicitaire. Ces entreprises doivent donc créer une identité de marque en générant un flux régulier vers le site en investissant inévitablement dans des actifs incorporels tel que des logiciels, des licences… En moyenne, les actifs incorporels de ces entreprises représentent 28 % du total de l'actif contre 12 % pour les autres entreprises du secteur des technologies de l'information (TIC). Si ces entreprises ont bénéficié de forte valorisation jusqu'en 2001, elles sont aujourd'hui identifiées comme des entreprises risquées. Pour se valoriser, les argumentaires développés par les dot.com dans les rapports présentent de nombreuses similitudes. Tout d'abord ils visent à minimiser le caractère non-redéployable des actifs incorporels dans le but d'accroître leur valori-

sation. Ensuite, ces entreprises tentent de démontrer l'existence de barrières à l'entrée érigées à partir d'une stratégie de marque. Cette stratégie repose essentiellement sur la constitution d'un ensemble signalétique propriétaire au travers du nombre de dépôt de DNS (Domain Name Server) permettant le reroutage systématique de toute requête de l'internaute dans le domaine sur le site. Enfin, la plupart de ces entreprises s'appuie sur une offre ciblée et s'adresse à une clientèle identifiée afin de démontrer que leurs opportunités de croissance sont contrôlables. La stratégie de marque suivie par les dot.com est censée leur assurer une forte visibilité sur Internet et renforcer leur légitimité auprès des professionnels et du grand public.

Dans cette perspective, les entreprises de croissance sont souvent contraintes d'engager une grande partie de leurs investissements dans de l'immatériel qui ne génère pas directement des recettes. La contrainte de rentabilité est donc plus importante pour les entreprises de croissance à l'égard des prêteurs que pour les groupes industriels. En effet, il faut que la rentabilité économique soit suffisamment conséquente pour assurer la charge de la dette et le poids de la politique d'investissement. Il est donc évident que les entreprises menant une politique de mise en réserve des résultats ou effectuant des augmentations de capital bénéficient d'une meilleure considération de la part de l'analyste bancaire. Les fonds propres jouent alors un rôle prépondérant pour accéder à l'endettement. Par définition, ils garantissent la solvabilité de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à faire face à ses engagements financiers. A court terme ils constituent pour les banques une « réserve de sécurité ».
Le partage optimal entre fonds propres et endettement est défini selon un arbitrage entre les deux masses afin que l'entreprise puisse bénéficier d'une autonomie financière. En effet, lorsqu'une entreprise emprunte jusqu'à hauteur de sa capacité maximale, elle perd toute flexibilité pour financer de nouveaux investissements par la dette. Seule une nouvelle levée de fonds propres pourrait permettre une telle opération mais elle est limitée par la volonté des actionnaires. Les entreprises de croissance sont par conséquent toujours incitées par la banque à maintenir une marge de manœuvre pour de futures opportunités ou de futurs besoins de financements. Cette incitation est d'autant plus importante que la visibilité de l'en-

treprise sur son projet est limitée. Le graphique ci-dessous représente la structure financière des entreprises des dans le domaine des technologies de l'information et de la communication (TIC) en différenciant les dot-com des autres. Nous remarquons que le niveau d'endettement moyen des dot-com est deux fois plus faible que celui des « autres TIC » : 2,55 millions d'euros contre 4,81 millions. En revanche, le volume des capitaux propres des dot-com est en moyenne 25 % plus important que celui des « autres TIC » : respectivement 3,07 millions d'euros contre 2,33 millions.

Structure financière des dot.com dans le domaine des TIC par rapport aux autres types d'entreprises



On observe également que le taux d'endettement des dot-com dans le domaine des TIC est largement inférieur à celui des autres entreprises. Le taux d'endettement s'exprime comme le rapport du montant total des dettes sur le total de l'actif. Il est de 0,45 pour les dot-com alors qu'il est de 0,67 pour les autres entreprises. Ces ratios nous indiquent que les entreprises autre que les dot.com bénéficient d'un accès à l'endettement plus favorable. Il n'en reste pas moins que la maturité des dettes levées dans le secteur des TIC est de court terme. Les emprunts ayant des échéances de remboursement supérieures à un an ne représentent en moyenne que 14 % du total des dettes. L'endettement à moyen et long terme pour les dot.com s'avère quasiment inespéré car rares sont celles qui ont des dettes finan-

cières d'échéances supérieures à un an. Lorsqu'il y a présence de telles dettes elles ne représentent en moyenne que 4 % du total des dettes. Les difficultés d'accès à l'endettement de long terme impliquent donc pour les entreprises spécialisées dans le commerce électronique de financer leur actif circulant en grande partie avec des capitaux propres. Le fonds de roulement moyen est de 2,47 millions d'euros contre 1,27 millions pour les autres entreprises du domaine des TIC. Ce résultat indique que les dot.com allouent une part de leurs ressources financières de long terme pour le financement d'activité à court terme dans des proportions deux fois plus importantes que celles allouées par les autres entreprises.
Dès lors, on comprend les raisons pour lesquelles l'analyse bancaire accorde avant tout une grande importance au volume des fonds propres dans le total du bilan. Pour appréhender le caractère satisfaisant des ratios obtenus, les analystes se fondent sur des moyennes sectorielles et rarement sur la politique managériale de l'entreprise. Cette dernière relevant davantage des investisseurs en capitaux.

✔ *Endettement et solvabilité de l'entreprise : ratio et analyse*

Le ratio d'endettement mesure la proportion des capitaux apportés par les bailleurs de fonds en comparaison avec ceux apportés par les actionnaires de l'entreprise. L'interprétation de ce ratio est double. D'une part, il indique le levier financier dû à l'endettement et d'autre part il sert à mesurer la probabilité d'insolvabilité de l'entreprise. Plusieurs mesures de l'endettement sont utilisées mais la plus fréquemment rencontrée est la suivante :

$$\text{Ratio d'endettement} = \frac{\text{Dettes financières}}{\text{Dettes financières + Capitaux Propres}}$$

Les institutions bancaires examinent la viabilité économique de l'entreprise par l'étude du bilan. Ces prêteurs cherchent à s'assurer que leur client dispose de suffisamment de ressources pour rembourser le service de la dette. En complément, les analystes bancaires sont également sensibles à l'étude du compte de résultats et examinent le ***« current ratio »*** **(ratio de liquidité général)** et l'***« acid test ratio »*** **(ratio de liquidité immédiat)**.

Le ratio de liquidité général : Plus l'entreprise s'oriente vers des difficultés de remboursement de la dette, plus le ratio de liquidité général, le « ***current ratio*** », se dégrade. Cette hypothèse n'est pas toujours confirmée et les recherches montrent que le ratio de liquidité général a une corrélation négative avec l'insolvabilité de l'entreprise. En réalité, ce ratio tend à s'améliorer avec l'approche de la faillite de l'entreprise. L'explication tient au fait que les entreprises en question améliorent leur situation comptable en attribuant une valeur supérieure aux invendus en stock. Le ratio de liquidité générale renvoie alors une image positive de l'entreprise. La valeur des produits de haute technologie est particulièrement sensible au temps et la valeur des stocks est un indicateur à ne pas négliger dans l'analyse. La sur-valorisation du stock n'est pas la seule manipulation de façade (« ***window dressing*** » disent les Anglo-saxons) pour échapper aux interprétations hâtives du « *current ratio* ». Une deuxième manière d'améliorer artificiellement la situation bilantielle consiste à jouer sur la date d'obtention du prêt pour le faire passer de dette à court terme à dette à moyen terme améliorant ainsi le ratio. Une troisième technique, limitée par le risque pénal encouru, consiste à faire baisser des encours bancaires et surtout fournisseurs non compensés par une hausse de la dette sociale.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Actif circulant}}{\text{Passif circulant}}$$

Le ratio de liquidité immédiat : l' « ***acid test*** », également appelé « ***quick ratio*** », est une mesure de la capacité à assurer les paiements à court terme. Ce ratio vise à confronter les actifs très liquides qui sont le cash disponible et les créances aux dettes à court terme. Ce ratio suppose qu'une entreprise défaillante puisse liquider ses comptes de créances clients et utiliser son cash pour le paiement de ses crédits de court terme. En pratique, et plus encore dans le cadre d'entreprise de croissance, ce ratio entraîne des analyses fortement biaisées.

$$\text{Acid Test Ratio} = \frac{\text{Cash + créances clients}}{\text{Passif circulant}}$$

Les ratios jusqu'alors présentés perdent beaucoup de leur sens lorsqu'on s'écarte de l'entreprise traditionnelle. L'analyste doit alors s'attacher à l'étude de la capacité à dégager des profits lorsqu'il s'agit d'entreprise en croissance. En effet, la probabilité qu'une entreprise rembourse le service de sa dette est supérieure lorsqu'elle est bénéficiaire même si les équilibres de son bilan s'avèrent fragiles en comparaison avec une entreprise équilibrée mais dont les bénéfices sont insignifiants. La « beauté » du bilan reste avant tout une fiction et les dérives sont nombreuses.

Les recherches qui ont porté sur la solvabilité des entreprises montrent que les mesures portant d'une part sur le total de l'actif et d'autre part sur les cash-flows opérationnels rapportés au total de la dette sont les indicateurs les plus pertinents. La combinaison des deux indicateurs a un fort pouvoir prédictif de l'insolvabilité de l'entreprise.

Le total de l'actif : Il constitue une mesure de la taille de l'entreprise. Il apparaît que plus l'entreprise est de grande taille et moins elle présente de risque d'insolvabilité. Les grandes entreprises tendent à être mises en faillite beaucoup moins fréquemment que les petites parce qu'elles sont diversifiées et moins sensibles aux fluctuations micro-économiques.

Ratio de couverture : Le deuxième indicateur exprime la capacité de l'entreprise à couvrir le remboursement de la dette. Les cash-flow disponibles avant charges et impôts rapportés au service de la dette est un ratio de crédit qui apporte un éclairage sur l'évaluation des possibilités de l'entreprise à honorer ses engagements. Les analystes considèrent ce ratio, appelé également « ***debt service cover ratio*** » (DSCR), comme étant le plus pertinent.

$$\text{DSCR} = \frac{\text{Cash-flows disponibles pour le service de la dette}}{\text{Service de la dette}}$$

Un ratio qui s'approche de 2 ou de 3 est considéré comme très élevé mais il n'est pas rare d'en observer en début d'exploitation pour les voir ensuite décliner aux alentours de 1. Ce profil témoigne d'un rythme de rembour-

sement des dettes trop agressif dans un contexte où les revenus sont dégressifs avec l'activité, ce qui est courant pour les projets en prise directe avec le marché. Dans les deux cas il est préférable d'adopter un profil de remboursement réparti dans le temps.

Multiple de couverture de paiement d'intérêts : Si le ratio de couverture est largement utilisé par les bailleurs de fonds, d'autres détenteurs d'enjeux financiers sous la forme de dettes tels que les fournisseurs, les clients, les employés et les investisseurs sont également concernés par cette problématique. En effet, si l'emprunteur ne s'acquitte pas du service de la dette, les prêteurs déclarent le défaut de paiement et peuvent être en mesure de forcer la liquidation de l'entreprise. Le défaut de paiement du service de la dette est d'autant moins probable que l'entreprise génère suffisamment de revenus pour le paiement de ses intérêts. Le multiple de couverture de paiement d'intérêts consiste à rapporter les revenus avant charges financières aux paiements d'intérêts annuels.

$$\text{Multiple de couverture de paiement d'intérêts} = \frac{\text{Résultat avant impôts et charges financières}}{\text{Intérêts}}$$

Des variantes à ce multiple existent selon la qualité du prêteur. En effet, le remboursement de la dette senior est prioritaire à celui des dettes subordonnées, ce qui est également vrai en cas de liquidation. Les prêteurs seniors perçoivent également les intérêts qui leur sont dus avant les prêteurs de deuxième rang. Le prêteur senior analyse en conséquence le multiple de couverture de paiement d'intérêts senior en rapportant les intérêts de la dette senior aux revenus avant impôts et charges financières.

$$\text{Multiple de couverture de paiement d'intérêts senior} = \frac{\text{Résultat avant impôts et charges financières}}{\text{Intérêts de la dette senior}}$$

Si le multiple obtenu est par exemple de 3, cela signifie que les revenus avant impôts et charges financières peuvent décliner de deux tiers tout en laissant la possibilité à l'entreprise de rembourser sa dette senior. Les

prêteurs de deuxième rang considèreront l'ensemble des intérêts des différentes dettes pour calculer le multiple de couverture.

■ Les instruments et intervenants bancaires de la dette projet

Dette corporate et dette projet

Les crédits « corporate » sont accordés aux entreprises sur leur bilan. Le taux d'intérêt n'est pas déterminé par la qualité du projet que le prêt va financer mais par le rating de l'entreprise. Cette notation est fonction de la probabilité de défaut de l'entreprise et donc des garanties apportées par les actifs.
Les conséquences d'un cas de défaut de remboursement d'une dette corporate sont plus importantes que celles d'une dette projet. C'est le bilan de l'entreprise dans son ensemble qui est considéré par la faillite alors qu'il est limité au projet dans le cadre de dettes projet. La dette corporate est bancaire ou, lorsque les montants dépassent la capacité du marché bancaire, levée sous la forme d'une émission obligataire. Ce type de financement est notamment utilisé lors d'acquisitions de grandes capitalisations ; la profondeur du marché bancaire n'étant pas suffisante pour lever l'intégralité du financement, les entreprises lancent des émissions obligataires afin que la dette soit supportée par un grand nombre de petits épargnants. Le taux d'intérêt de ces obligations est le taux corporate reflétant le rating de l'entreprise.

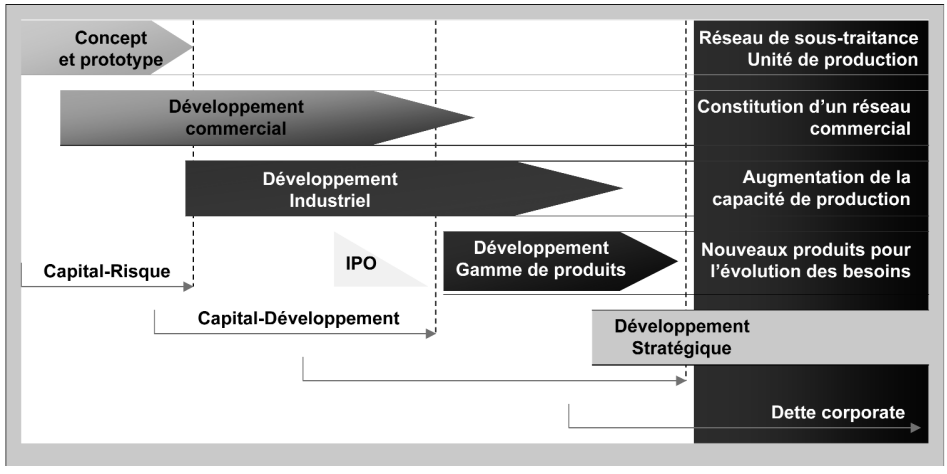
L'activité de financement de projets consiste pour la banque à fournir une source de financement dont le bénéficiaire n'est pas l'entreprise exploitante du projet mais l'entreprise créée spécialement pour le projet, une ***SPC : « Special Purpose Company »***. Cette technique permet à l'entreprise mère de financer sa croissance hors bilan et d'isoler les actifs du projet pour ne pas être solidaire en cas de défaut de remboursement. Les avantages pour l'entreprise mère sont que les seuls cash-flows mis à disposition des prêteurs pour honorer les remboursements contractuels sont ceux générés par le projet. En particulier les prêteurs n'ont pas accès,

comme c'est le cas pour un crédit corporate classique, à l'ensemble du bilan de l'entreprise mère.

Rôle des sponsors dans le financement par la dette projet

Sur le graphique ci-dessous, représentatif du positionnement de la dette projet, on peut observer qu'elle se situe entre le financement par capital-développement et le financement corporate. Ce sont les investisseurs en capitaux et les partenaires industriels du projet, donc les sponsors qui sont les instigateurs de la levée d'une dette projet. Elle n'interviendra pas en début de projet mais davantage après la phase d'entrée en croissance du projet.

La dette projet au cœur du cycle de croissance de l'entreprise



Les sponsors apportent dans un premier temps les fonds nécessaires au premier développement du projet ainsi que leur expertise. Le choix des sponsors est primordial car ils signalent la qualité du projet par les responsabilités qu'ils prennent en termes de conception, de réalisation et d'évaluation des coûts d'exploitation. Ils doivent justifier d'une expérience dans le secteur considéré pour être en mesure d'intervenir sur des problèmes qui inévitablement apparaîtront.

Lorsqu'il y a une syndication de plusieurs sponsors financiers et industriels, parfois concurrents, ce qui est souvent le cas dans des projets hautement risqués, la banque s'assurera de la cohésion des partenaires afin d'éviter de se retrouver seule en cas de conflits. Elle cherchera à ce que les sponsors industriels soient signataires de contrats clés avec des conditions de dépassement de coûts et de délais très favorables à l'entreprise-projet.
Dans un deuxième temps, les sponsors permettent un accès aux marchés boursier, industriel et bancaire par leur crédibilité et leur réseau. Rappelons que les capital-investisseurs sont dans une large majorité des émanations de banques et que les autres partenaires sont industriels. Par la levée d'une dette projet ils bénéficient d'une valorisation de leurs actions par l'effet de levier financier. Le succès d'un projet conduit au développement d'une gamme de produits puis à une expansion stratégique qui sera financée par une dette corporate, le projet offrant suffisamment de visibilité pour être soutenu et intégré par la holding.

Les instruments financiers de la dette

Si le financement d'un projet par la dette permet de bénéficier d'un levier financier positif, cette solution peut également être un accélérateur de défaillance de l'entreprise. Le niveau d'endettement du projet se détermine donc par sa capacité à générer des cash-flows et la nature des dettes levées en fonction des risques associés. En effet, les besoins de financement et les risques diffèrent selon le contenu du projet et son stade de développement.
Durant la période de construction, le crédit bancaire vient en complément de fonds propres levés sous la forme de capitaux, de subventions ou encore de quasi-fonds propres. Ces fonds servent à financer des études, des travaux d'équipement, des provisions pour aléas mais aussi le besoin en fonds de roulement et les frais financiers intercalaires. Mais attention, le délai pour cette période de « construction » doit être court car une dette bancaire se rembourse, et il faut donc dégager rapidement un chiffre d'affaires. Lors de la période d'exploitation, les revenus servent à financer les coûts d'exploitation, les besoins en fonds de roulement et bien entendu le remboursement de la dette et la rémunération des actionnaires.

Ainsi, deux phases caractérisent l'évolution financière d'un projet rentable. La première phase vise à engager des investissements pour la construction alors que la deuxième phase génère des flux permettant de couvrir les coûts de fonctionnement et la rémunération des investisseurs.
Les fonds propres constituent la première source de financement du projet. Ils sont apportés par les sponsors dont l'implication est fonction du capital qu'ils détiennent dans l'entreprise. Les dettes sont assimilables à des fonds propres dès lors qu'elles sont consenties par les actionnaires et subordonnées aux prêts bancaires.

✔ *Les subventions*

Les subventions sont la meilleure source de financement dont peut bénéficier l'entreprise car elles n'impliquent pas de rémunération. Mais elles restent difficiles à obtenir dans la mesure où le projet doit être de service public ou de création d'infrastructure. Il faut donc être persuasif pour convaincre une commune, un département ou encore une région de participer à un projet dont le financement est privé.
Les subventions lorsqu'elles sont accordées sont attribuées en cash ou sous la forme d'une participation en crédit d'impôts. La motivation des collectivités locales repose sur les opportunités de développements économiques apportées par un projet et les recettes fiscales à moyen terme.

✔ *La dette subordonnée*

L'émission de dettes subordonnées implique qu'elle n'est servie en principal et en intérêts qu'après le service de la dette bancaire. La dette subordonnée est en général accordée par les actionnaires et c'est la raison pour laquelle elle est considérée comme des quasi-fonds propres. Le montant de la dette subordonnée est fixé en fonction de la capacité de l'entreprise à recourir à l'emprunt bancaire. Les entreprises de croissance sont contraintes de recourir à ce type d'endettement étant donné la faiblesse de leur ratio de couverture. Les sponsors adhèrent facilement à ce type de financement parce qu'il présente l'intérêt d'être plus flexible pour les raisons suivantes :

– cette forme de financement a un échéancier de remboursement et peut-être facilement renouvelée alors que les capitaux propres sont définitivement acquis par l'entreprise,
– en cas de faillite, une dette subordonnée est une créance qui pourra être le cas échéant remboursée, ce qui n'est pas le cas du capital,
– selon les législations fiscales, la dette subordonnée peut être rémunérée même en cas de résultats négatifs alors que le versement de dividendes est impossible.

✔ *La dette à court terme*

La dette à court terme a pour objectif de financer le besoin en fonds de roulement d'un projet. Elle est aussi appelée « *working capital* » ou « *revolving credit* » car elle est renouvelable chaque année. La dette à court terme représente l'essentiel des dettes des entreprises de croissance.

✔ *La dette commerciale à long terme*

Ce type de crédit est dédié aux deux phases de croissance de l'entreprise. D'une part à la phase de construction lors de laquelle l'emprunteur utilise le prêt pour faire face à ses obligations. D'autre part lors de la phase d'exploitation l'emprunteur rembourse le crédit grâce aux cash-flows générés. Les actifs du projet sont les garanties du bailleur de fonds et ce dernier ne peut avoir aucun autre recours en cas de défaut de remboursement. L'organisme de crédit est en risque « projet » sur l'encours et le financement est par conséquent à recours limité. Lorsqu'il s'agit de projet risqué, la banque demande aux sponsors des garanties complémentaires pour se prévenir des risques de construction. L'organisme de crédit est alors en risque « corporate » sur le projet.
Pour parer à des surcoûts de construction, la banque met en place des lignes de crédit appelés « *credit stand-by* ». Le montant d'une ligne est fixé en fonction des prévisions de surcoûts.

✔ *Les crédits export et les organismes multilatéraux*

Un projet qui requiert l'apport de technologies étrangères peut recourir au crédit-export. Des agences spécialisées dans ce type de crédits couvrent

les montants des contrats signés avec les fournisseurs étrangers et donc les crédits accordés à l'entreprise-projet. L'apport de cette couverture garantit les banques commerciales contre les risques de changes, les risques politiques… Les services offerts par ces agences, les Export Credit Agencies (ECA), s'étendent à la trésorerie du crédit et ne se limitent pas au rôle de garant ou d'assureur. En France, il s'agit de la COFACE, en Italie de la SACE, en Allemagne de la HERMES, en Angleterre de la ECGD, aux Etats-Unis et au Japon de la EXIM.
Les agences de crédits-export et leurs équipes « *project finance* » sont partenaires de quasiment tous les projets qui engendrent des transactions internationales et plus particulièrement pour les projets avec des pays à haut risque politique hors OCDE. Les projets sont montés avec une couverture des risques bancaires de 90 % pour les risques politiques et de 70 % à 80 % pour les risques commerciaux, ce qui réduit considérablement l'exposition de l'encours des banques sur un projet. Grâce à ce dispositif de couverture, les prêteurs peuvent simplement être motivés à s'engager ou à augmenter leur participation. Remarquons néanmoins que les ECA tendent à limiter leurs interventions sur des couvertures de risques liés à la construction.
La Banque Mondiale, le « World Bank Group » pour les projets du secteur public, la Société Financière Internationale (SFI) et l'« International Finance Corporation » pour les projets du secteur privé, offrent des services proches des ECA.

✔ *Le crédit bail*

Cette forme de financement s'écarte du prêt dans la mesure où l'entreprise loue un actif à l'exploitant moyennant un loyer. L'entreprise-projet paye chaque année un loyer qui est assimilé à un coût d'exploitation. Elle ne peut donc pas amortir le bien étant donné qu'elle n'en est pas propriétaire. L'avantage de cette solution est avant tout d'ordre fiscal. En effet, les loyers annuels sur la durée du projet sont fixés de manière à réduire le montant d'impôts sur l'entreprise en bénéficiant d'un crédit d'impôts sur les premières années d'exploitation.

✔ *Le financement obligataire*

Certains projets bénéficiant d'une exposition médiatique font appel au marché obligataire qui a l'avantage d'être liquide, cela a été le cas pour Orange. Réservés à des opérations exceptionnelles en France et en Europe, il existe aux Etats-Unis des placements privés spécifiques aux projets : les « *project bonds* » qui sont considérablement simplifiés par la règle 144A de la Security Exchange Commission. Ce marché offre aux porteurs une rémunération moins incertaine que celle des actions et sur du très long terme puisque les échéances correspondent à la durée d'amortissement du projet. L'inconvénient de ce type de financement repose avant tout sur la taille des projets qu'il présuppose et sur l'impossibilité de renégocier avec les investisseurs.

Subordination et affectation des sûretés

Principe de subordination des dettes : En cas de défaut sur tout ou partie de la dette, l'entreprise-projet est dans l'impossibilité de subvenir à la totalité de ses créances. Afin de se prévenir d'une telle situation, les bailleurs de fonds vont exiger ou se faire imposer une subordination sur leur participation.

Priorité d'affectation des cash-flows

1 – Frais d'exploitation
2 – Remboursement du principal et paiement d'intérêts sur la dette senior
3 – Autres dettes non-subordonnées
4 – Royalties
5 – Intérêts des dettes subordonnées et principal
6 – Remboursement anticipé des dettes

Les revenus dégagés par le projet devront avant tout faire face aux frais d'exploitation. Le service de la dette s'adresse tout d'abord aux prêteurs seniors dont le remboursement du principal et le paiement des intérêts ne

sont pas subordonnés à d'autres intervenants sur le projet. Lorsqu'il y a plusieurs prêteurs, un ordre de priorité du service des dettes est ensuite défini contractuellement. Pour les entreprises en croissance, les prêteurs accordent une attention particulière aux clauses de subordination et aux autorisations de différés de paiements.

Affectation des sûretés : Les prêteurs peuvent réclamer des garanties non pas sur la totalité de l'entreprise mais sur une partie des actifs du projet. Toutefois, tous les prêteurs ne sont pas égaux face à ces garanties. Au même titre qu'il existe un ordre de priorité d'affectation des revenus, il existe un rang entre les prêteur pour les garanties en cas de liquidation. Les sûretés accordées par l'entreprise portent en général sur :

– le nantissement de l'ensemble de ses actifs,
– la délégation de l'ensemble des droits de l'entreprise au titre des différents contrats commerciaux relatifs au projet,
– la délégation des contrats d'assurance,
– hypothèque nantissement sur les actions détenues par l'entreprise dans diverses filiales.

Ces sûretés sont les plus couramment utilisées pour les opérations à recours limité sur l'actionnaire afin de compenser l'exposition de la banque aux risques du projet. Néanmoins, pour les projets très risqués les banques souhaitent une hypothèque nantissement sur les actions de l'entreprise-projet car elle constitue une sûreté complémentaire permettant la prise de contrôle de l'entreprise en cas de défaut de service de la dette. Les autorités locales sont également en mesure de produire des lettres de confort ou des garanties diverses lorsqu'elles sont impliquées dans un projet.

Lors de la mise en place de crédits, les bailleurs de fonds se protègent contre une défection éventuelle des autres sources de financement. L'arrivée tardive ou l'annulation de fonds est en effet une des causes de défaillances de projets. Les sûretés complémentaires sont apportées par les autres créanciers grâce à la rédaction d'un document appelé « ***intercreditor agreement*** ».

✔ *Engagements des emprunteurs*

La convention de crédit spécifie les engagements de l'emprunteur. Au-delà du paiement des intérêts et du remboursement du principal, l'emprunteur doit également :
– produire des comptes audités et des rapports de contrôle,
– conduire le projet selon des objectifs à atteindre à chacune des échéances,
– ne pas abandonner le projet, ou annuler les contrats existants et éventuellement ne pas en signer de nouveaux,
– ne pas contracter de nouvelles dettes,
– respecter les lois fiscales et les obligations relatives à l'obtention de subventions,
– affecter les ressources et les revenus du projet dans l'ordre préétabli.

✔ *Engagements des actionnaires*

Bien que le financement de projets par la dette soit par définition comme étant sans recours sur l'actionnaire il existe néanmoins des recours minimaux. Les recours sont alors d'autant moins limités que le projet est risqué. Les garanties et engagements exigés par la banque de la part des actionnaires sont :
– la couverture des insuffisances de cash-flows pendant les premières années d'exploitation,
– l'approvisionnement en matière première ou la vente de produits finis,
– l'achèvement des objectifs.

Dans le cadre d'entreprises de croissance, les sponsors jouent un rôle fondamental dans les possibilités d'allocation de dettes étant donné qu'ils s'engagent sur l'ensemble des points exposés ci-avant, assurant ainsi la capacité de l'entreprise à honorer ses paiements. Dès lors, il est difficile d'entreprendre un projet innovant de façon isolée et de solliciter les bailleurs de fonds.

Les intervenants bancaires dans les projets d'envergure

Pour les projets d'envergure, nécessitant une structure composée de plusieurs partenaires industriels et financiers, une banque-conseil est nécessaire dans un premier temps pour l'organisation de la levée de dettes dans les meilleures conditions de syndication. Dans un deuxième temps, les banques arrangeuses appelées également « ***leader*** » vont former un pool de souscripteurs, les « **underwriters** », pour syndiquer la dette. Autrement dit, les souscripteurs vendent une partie de leur dette à d'autres banques pour diversifier leur portefeuille et ne garder qu'une exposition résiduelle, de l'ordre de 15 % de leurs engagements initiaux.
Ainsi, les intervenants bancaires sont de trois ordres :
– la banque conseiller financier,
– la banque leader chef de file,
– les souscripteurs.

✔ *La banque conseiller financier*

Le premier interlocuteur bancaire pour un chef de projet est le conseiller financier. Son rôle consiste à compléter les informations nécessaires au montage du dossier de financement bancaire. Pour les projets traditionnels, un chef de projet expérimenté peut se passer des services d'un conseiller financier.

Pour les projets de croissance, un conseiller financier se justifie dans la mesure où :
– il complète l'analyse économique et facilite l'accès à l'endettement,
– il structure les sources de financements et optimise le coût du capital,
– il maîtrise l'ingénierie financière et fiscale,
– il assiste son client dans les négociations.

Le choix du conseiller financier se fait en fonction de son expérience en matière de financement de projet dans un secteur d'activité. Sa notoriété auprès des grands acteurs de financements structurés doit lui permettre de faire appel aux banques leaders les mieux adaptées. Il s'agit en général des banques d'affaires reconnues dans un secteur ou des banques commer-

ciales impliquées dans les montages de financement de projet. Choisir une banque commerciale comme conseiller financier pour le montage d'un projet qui réclame d'importants financements présente l'avantage, une fois la mission de conseil achevée, qu'elle assure elle-même le rôle de banque arrangeuse et qu'elle apporte toutes ses capacités de financement. L'inconvénient de cette solution est de positionner la banque commerciale comme banque leader, de lui faire jouer également le rôle de banque conseil, et de s'exposer à des conflits d'intérêts étant donné qu'elle est partie prenante. En effet, en tant que conseiller, le banquier devra obtenir pour son client la structure de financement la plus favorable, en d'autres termes, d'élaborer la structure financière qui transfère le plus de risques du client vers la banque.

✔ *La banque leader*

La banque leader négocie et rédige la convention de crédit, pour la rendre financièrement et fiscalement favorable au client ainsi qu'acceptable à elle-même mais aussi aux banques qui souscriront, *in fine*, le crédit.
Les critères de sélection de la banque leader sont sensiblement les mêmes que ceux du conseiller financier. Une fois encore, pour les projets de croissance, la connaissance du secteur joue un rôle prépondérant. En effet, la banque leader, appelée également banque arrangeuse, a pour mission de vendre le projet à des banques commerciales. Par conséquent, la crédibilité, l'expérience et la capacité de syndication de la banque leader sont déterminantes car sa présence doit constituer un gage de crédibilité dans le financement de projet auprès des banques de moindre rang.
Plus un projet est innovant et de croissance, plus l'implication de la banque leader est primordiale pour la réussite d'un financement bancaire. La banque leader élabore le montage financier le mieux approprié mais, de plus, elle joue un rôle précieux d'intermédiation dans la formation d'un pool de souscripteurs.
Pour les projets peu risqués, l'entreprise projet peut espérer que la banque leader s'engage à financer le projet avant même de savoir si elle est en mesure de former un pool de souscripteurs ou de revendre une partie du crédit à d'autres banques.

✔ *Les banques souscripteurs*

Parce que les projets innovants sont de taille croissante et s'accompagnent d'investissements toujours plus importants, la banque leader ne peut pas toujours souscrire la totalité du crédit. La réussite de la formation d'une syndication représente un travail de prospection intense lorsque les grands projets sont technologiquement ou politiquement risqués. Ainsi, si le projet est de grande envergure, il est nécessaire d'avoir plusieurs banques leaders et un large pool de souscripteurs. Un souscripteur s'engage en général sur des montants maximum de l'ordre de 150 millions d'euros. Il revend après ses encours sur le second marché de la dette dans le cadre de sous-participations. Ces dernières portent en général sur des engagements de 5 à 25 millions d'euros. La banque souscripteur conserve finalement des engagements qui s'échelonnent de 5 à 100 millions d'euros. Cette fourchette est large mais elle dépend des possibilités de placement et de choix de diversification du risque.
Une étape supplémentaire entre le montage du crédit et sa syndication sur le marché bancaire est donc indispensable : la recherche d'un pool de souscripteurs, les « ***underwriters*** ».
En effet, les négociations entre l'emprunteur et la banque leader visent à mettre en place un crédit auquel, *in-fine*, participent d'autres banques. Les banques participantes forment un pool de souscripteurs. Leur nombre est croissant avec le montant du crédit et avec le risque du projet. La constitution du pool de souscripteurs garantit au chef de projet que toute la dette sera bien levée, même si son tirage ne peut être effectif qu'une fois la convention de crédit signée et toutes les conditions suspensives levées.
Seules les banques bénéficiant d'expérience significative dans un secteur participent au pool de souscripteurs. Leur connaissance des sponsors et des autres intervenants participants au projet leur confère une expertise et une crédibilité auprès de la communauté financière.

Le financement par la dette d'un projet d'envergure implique non seulement que sa structure soit satisfaisante pour l'emprunteur mais aussi qu'elle puisse être vendue auprès d'autres banques. Un accueil non favorable de la communauté financière implique un échec dans la formation d'une syndication. De la même manière que pour l'échec d'une IPO, le

projet éprouvera dans ce cas de très grandes difficultés à revenir vers le marché financier, même après une redéfinition de sa structure et de son économie. De plus, l'échec a un impact négatif sur l'accès aux marchés financiers des banques participantes au pool des souscripteurs, leur crédibilité étant remise en cause.

Chapitre 9

GOUVERNANCE DE PROJET ET COÛTS DE TRANSACTION

■ Limiter les coûts de transaction par le contrôle des dirigeants

Surinvestissement et détournement de richesses

Pour les analystes, l'évaluation financière d'une entreprise est contingente à ses opportunités de création de valeur. Parmi les facteurs de création de valeur, certains sont exogènes comme la croissance du marché, la capacité d'innovation du secteur, la réglementation du marché. En ce qui concerne les facteurs endogènes, on retient essentiellement la technologie, la stratégie, la structure financière et l'organisation. Les facteurs exogènes affectent la création de valeur de toutes les entreprises d'un secteur d'activité alors que les facteurs endogènes sont créateurs ou destructeurs de valeur pour une entreprise donnée.

Cependant, si la technique, la stratégie et la structure financière sont quantifiables, la qualité de l'organisation de l'entreprise est complexe à évaluer. Elle n'en est pas moins déterminante de la valorisation d'une entreprise ou d'un projet. On en observe d'ailleurs l'impact sur les marchés boursiers dans les cas de restructurations et de révocations de dirigeants.

La structure organisationnelle génère un véritable signal sur la valeur de l'entreprise. Elle est souvent considérée par les investisseurs comme le premier élément discriminant de leur choix d'investissement. Pourtant, s'attacher aux caractéristiques de l'organisation interne de l'entreprise est nécessaire mais insuffisant car la théorie de l'agence remet en cause la représentation de la firme comme un acteur unique. Elle considère l'entreprise comme un nœud de contrats dans lequel les conflits émanent par divergence d'intérêts. Ces nœuds de contrats sont issus des relations multiples entretenues par l'entreprise pour qu'elle soit en mesure de faire

face aux difficultés de pénétration des marchés, à la réactivité des concurrents et à la pression des actionnaires et des financiers. Dans ce chapitre, nous examinerons plus particulièrement les facteurs organisationnels créateurs de valeur, à commencer par la qualité des dirigeants, pour tout projet qui implique une activité créatrice.

L'évaluation de la qualité des dirigeants est une composante essentielle de la valorisation d'un projet. On dit souvent qu'un bon dirigeant pourra réaliser de bons résultats à partir d'un projet ordinaire alors qu'un dirigeant de moindre qualité détruira la valeur de tout projet aussi extraordinaire soit-il. De façon plus générale, les actionnaires craignent que les objectifs d'un dirigeant soient d'un autre ordre que d'optimiser la valeur des ressources financières qui lui ont été confiées :

– *objectifs de surinvestissement dans des actifs destructeurs de valeur :* un dirigeant peut être tenté d'accroître la taille du projet en investissant inutilement dans des actifs de production, la recherche et le développement, le personnel ou encore le rachat de filiales pour les plus ambitieux. Ces diverses formes d'investissements non essentiels au projet confèrent au dirigeant une position dominante en accroissant ses responsabilités et sa notoriété au détriment de la richesse des actionnaires.
– *objectifs de sous-investissement dans des actifs créateurs de valeur* : de part une charge de travail et des responsabilités accrus, un dirigeant peut être amené à renoncer à investir dans le développement de projets qui bénéficieraient aux actionnaires moyennant une implication plus soutenue. En effet, si un dirigeant n'est pas prêt à s'employer d'avantage dans une activité qu'il pourrait développer moyennant des investissements, il anticipera un manque de contrôle qui générera des risques de défaillance. De fait, par aversion à l'effort, certains dirigeants préféreront ne pas investir dans de nouveaux actifs créateur de valeur pour l'actionnaire plutôt que de s'exposer à des risques.
– *objectif d'enrichissement personnel et d'avantages non pécuniers* : sans doute le plus couramment mis en œuvre par les dirigeants, il vise à accroître leur confort personnel. La direction d'une entreprise ou d'un projet offre l'opportunité de s'octroyer une rémunération importante et des compléments de rémunération qui peuvent être illégaux notamment par la pratique de surfacturation de contrat ou d'honoraires

de conseil dont une partie est ensuite rétribuée discrètement au dirigeant mal intentionné. De plus, un dirigeant peut être tenté de passer une partie de son temps dans des lieux de villégiature sur le prétexte de voyages d'affaires…

Les instigateurs de projet dans l'entreprise

Bien que les procédures de contrôle contribuent à limiter les comportements opportunistes des dirigeants, leurs coûts (heures effectives passées dans l'entreprise, fréquence des communications téléphoniques, écrites, orales, entre le dirigeant et les actionnaires, surveillance de l'activité, révision des comptes…) sont une source de diminution de la richesse des actionnaires. Remarquons que ces coûts de contrôle sont croissants avec le degré d'innovation et d'intangibilité de l'activité. En effet, une innovation technologique fondamentale et intangible impliquera des coûts d'expertise élevés car son développement ne sera pas directement observable. Les actions de contrôle alourdissent dans ce cas les charges et par conséquent dégradent la valorisation de la firme.

Les capital-investisseurs sont amenés à remplacer régulièrement des dirigeants d'entreprises innovantes pour les raisons exposées ci-dessus. Ils observent qu'un mauvais management est une cause dominante de défaillance des entreprises. Rappelons la nécessité pour l'entreprise innovante de créer des liens avec de nombreux partenaires, qu'ils soient clients, fournisseurs, financiers … Nombreux sont ces acteurs qui interviennent dans la chaîne de création de valeur de l'innovation et dont le rôle est essentiel à la réussite du projet. L'interdépendance du projet avec son environnement est génératrice de multiples transactions dont les coûts de réalisation et de contrôle seront d'autant plus élevés que le dirigeant s'avère être un piètre gestionnaire. Ces coûts sont pourtant déterminants car ils sont représentatifs des avantages compétitifs de la firme lorsqu'ils sont optimisés.

Afin d'être en mesure d'évaluer le dirigeant, les capital-investisseurs se renseignent sur ses activités antérieures et tentent de définir sa personnalité. Lorsqu'il s'agit d'une création, le dirigeant est jugé par rapport à ses performances antérieures. L'évaluation de la conscience du dirigeant quant aux risques auxquels il s'expose, et auxquels il expose ses partenaires, est également un facteur déterminant. Talents, flexibilité,

compréhension des affaires, capacité de travail et motivation sont des éléments récurrents d'évaluation pour les capital-investisseurs. Enfin, le dirigeant doit montrer des capacités relationnelles pour gérer son personnel mais aussi entretenir de bons contacts avec les acteurs extérieurs à l'entreprise.

Lorsque l'on recherche les raisons sous-jacentes d'un piètre management, on s'aperçoit que le manque d'implication est le premier facteur d'échec. Un dirigeant devant se reconnaître dans le projet, il tendra à se désintéresser de sa gestion s'il n'en maîtrise pas l'ensemble des aspects. Ce manque de maîtrise est dû d'une part au besoin d'un complément de connaissances et d'autre part à la variété et la fréquence des sources d'incertitude. Ces dernières sont croissantes avec le degré d'innovation et l'ampleur d'un projet. Pour impliquer le dirigeant et l'orienter vers le succès, il est dans l'intérêt des parties prenantes aux projets de détecter ses déficiences et de lui offrir un soutien et/ou une formation. Cet accompagnement du dirigeant sera d'autant plus intense que le projet est complexe, risqué et qu'il requiert des compétences diversifiées.

Un projet novateur est rarement « un accident de la nature ». Il est plus fréquemment initié par de nouvelles orientations stratégiques des activités d'une entreprise en quête de croissance. Il peut aussi être le fait de personnes qui saisissent une opportunité de carrière,. qu'elles soient issues de l'entreprise ou d'organisations externes telles qu'une autre entreprise ou un laboratoire de recherche. L'expérience de l'entreprise ou des personnes est alors garante de la cohérence du projet. Sans cette cohérence, on peut se poser des questions sur l'avenir de celui-ci. Soit l'entreprise s'engage sur une orientation stratégique non fondée par rapport à son savoir-faire traditionnel, soit les personnes clés n'ont pas l'expérience suffisante pour mener le projet à bien. Ainsi, les personnes clés d'une équipe sont celles dont les orientations stratégiques et tactiques du projet sont tributaires. Par conséquent, ce sont les personnes clés qui donnent la valeur de l'équipe. Elles ont la caractéristique d'avoir une expertise d'autant plus rare et d'être d'autant plus difficilement substituables que le projet est novateur. Les personnes clés sont avant tout les porteurs de l'innovation ainsi que les personnes recrutées en renfort

pour pallier un manque de compétences techniques et de gestion. Par exemple, de nombreux projets émanent de la volonté d'industrialiser les résultats d'un laboratoire de recherche. Il est alors habituel que ces équipes soient composées essentiellement de personnes ayant passé la majeure partie de leur carrière au sein d'organismes de recherche. Si de telles équipes sont dotées de compétences techniques qui ne sont pas à remettre en cause, elles possèdent bien souvent une faiblesse en matière de vente. L'adjonction d'un directeur commercial est nécessaire pour le développement d'une stratégie marketing mais aussi pour aborder la vente proprement dite. *A contrario*, une entreprise pourra avoir intérêt à intégrer au sein d'un projet un expert de la technologie ou à associer un laboratoire de recherche pour accéder à un ensemble de connaissances qui seraient coûteuses en temps et en investissement.

Dans la majorité des cas l'équipe possède un leader naturel qui est la personne à l'origine du projet ou de l'entreprise. Nous devons faire cette distinction car le porteur de projet peut ne pas être l'individu leader dans la mesure où des détenteurs d'enjeux (l'entreprise, un associé industriel, commercial ou financier) négocient le contrôle opérationnel. Le leader faisant partie de l'équipe, il s'inscrit dans la dynamique du développement de l'entreprise. Il peut être remplacé lorsque l'entreprise passe à un nouveau stade de développement ou révoqué lorsque les objectifs ne sont pas atteints. Gérer un projet en phase de création implique un leader qui s'affirme par sa compétence technique et par une gestion de proximité. Cette personne est appelée par la suite à traiter la phase d'expansion qui implique de nombreux partenariats commerciaux et financiers ainsi que des méthodes de reporting. Un spécialiste de la technologie et de la gestion est alors l'idéal. Dans le cas contraire, le dirigeant sera assisté ou remplacé par un « ***business developer*** », une nouvelle personne clé pour gérer les aspects organisationnel, stratégiques, marketing et financiers. Lorsque le projet est un succès et qu'il grossit, il est soit élevé au rang de « *business unit* », soit cédé à un tiers. Lors de cette phase de maturité, un nouveau contrôle opérationnel et financier est mis en place pour orienter le projet vers une gestion intégrée et non plus indépendante. Définir le profil du leader universel est impossible tant les styles de management qui mènent au succès sont différents. Certains

sont autocratiques, d'autres démocratiques ou simplement sympathiques, mais dans tous les cas on choisira un leader honnête et motivé. Les investisseurs en capitaux font des recherches juridiques et de terrain pour connaître le passé des leaders potentiels. Ils examinent leur casier judiciaire et leur expérience, étudient leur « ***track record*** », la liste des missions réalisées, pour vérifier si elles ont été conduites jusqu'au bout et s'il n'y a pas eu de rupture de contrat ou de faillites. Lorsque le choix du leader se précise, il est courant que les capital-investisseurs cherchent à connaître son mode de vie personnel et observent son contexte familial.

■ Contrôle financier et partage du pouvoir

Les actions opérationnelles et le contrôle des dirigeants par les investisseurs

Les fonds apportés par les actionnaires d'une entreprise dans le cadre d'un développement de projet sont définitivement acquis. Mais, comme nous l'avons vu, en tirant profit d'informations privilégiées, les dirigeants sont en mesure de détourner une partie de la richesse des actionnaires et de rechigner à produire des efforts pour le développement du projet. Dans le cas où le projet s'oriente vers un échec, seule la richesse des actionnaires extérieurs s'en trouve affectée. Le dirigeant, au contraire, possède une option sur la firme, dans le sens où ses pertes sont limitées par la perception d'un salaire fixe, et ses gains illimités. Il est donc généralement dans son intérêt de surinvestir.

Dans le cadre d'un projet innovant nous avons également à plusieurs reprises énoncé les raisons pour lesquelles il est préférable d'associer des partenaires extérieurs et de créer une entreprise autour d'un projet, un « spin-off ». Rappelons que l'association d'organisations industrielles et financières externes est variable et n'a d'intérêt que si elle se traduit par des prises de participations au capital pour des raisons de motivations opérationnelles et de contrôle qui sont les suivantes :

Participation d'organisations externes et actions opérationnelles :
– les partenaires sont motivés pour être actifs en ouvrant leur carnet d'adresses, en produisant ou en livrant rapidement ou encore en apportant des fonds et en s'immisçant dans la gestion de l'entreprise ;
– les partenaires sont intéressés à livrer leur expertise technique, commerciale et financière pour les choix décisionnels de l'entreprise.

Participation d'organisations externes et contrôle du dirigeant :
– les dirigeants doivent produire de l'information sur la qualité du projet et sa conduite,
– les dirigeants sont dans l'obligation de respecter les orientations données par les partenaires extérieurs à l'entreprise,
– les dirigeants peuvent être remplacés ou révoqués après une décision du conseil d'administration.

Les partenaires extérieurs associés au capital du spin-off ou de l'entreprise créée agiront en tant qu'investisseurs et acteurs actifs spécialisés dans une technologie, un marché ou encore dans une expertise financière. En s'impliquant financièrement dans le projet, les partenaires créeront de la valeur par leur motivation à apporter du contenu opérationnel mais aussi par les signaux qu'ils génèrent. Les marchés financiers considèrent notamment que ces acteurs extérieurs s'impliquent dans l'entreprise lorsqu'ils détiennent des information qui leur permettent de croire en une rentabilité élevée du projet. Dans le cas contraire, aucun partenaire potentiel ne serait prêt à s'impliquer financièrement et personnellement.
Les prises de participation des partenaires indiquent leur degré d'implication. Leur contrôle s'exerce non seulement au travers de leurs participations au capital mais aussi par le pourcentage de droits de vote détenu. Selon nos études, ce dernier indicateur est par ailleurs celui qui a de loin l'impact le plus élevé sur la valorisation de l'entreprise en comparaison avec les indicateurs financiers et de management. La géographie du capital, et plus particulièrement celle du contrôle de l'entreprise par les droits de vote, occupe par conséquent une place fondamentale dans la structuration de projet.

Incidence positive du contrôle externe sur la valorisation de projets risqués

Dans une perspective de valorisation, le contrôle exercé par les participations extérieures devrait être croissant avec les risques technologiques et de marché d'un projet pour deux raisons. D'une part, parce qu'un projet risqué requiert plus de ressources opérationnelles pour éliminer les menaces qui pèsent sur son développement. D'autre part, parce qu'un projet risqué est opaque face à son environnement économique. Dans ce cas il a besoin d'acteurs extérieurs pour signaler sa valeur positive et apporter des garanties tant financières que sur la qualité des biens et des services produits.

À ce sujet, les études de Megginson et Weiss et de Gompers aux États-Unis nous indiquent que les investisseurs détiennent respectivement en moyenne 36,6 % et 35,7 % du capital des entreprises alors qu'en Europe ils détiennent 22,4 % du capital selon nos recherches. En d'autres termes, les investisseurs américains ont globalement un comportement beaucoup plus actif, « ***hands-on*** », dans le contrôle de l'évolution des projets étant donné qu'ils ont une minorité de blocage. En Europe, les investisseurs sont « ***hands-off*** », ils n'ont pas accès à un pouvoir décisionnel dans l'entreprise.

Ces tendances européennes sont à nuancer puisque l'on observe un contrôle deux fois plus actif des investisseurs dans les secteurs de la haute-technologie. La moyenne du capital détenu par les investisseurs extérieurs est alors de 44,8 %. Mieux encore, lorsqu'on sépare les projets technologiques hautement risqués – par leurs aspects d'immatérialité et de redéploiement – de ceux qui le sont moins, les participations moyennes d'acteurs extérieurs sont respectivement de 51,48 % et de 31,94 %. Il apparaît donc clairement que les prises de participations extérieures sont majoritaires dans le cas de projets hautement risqués et au moins de blocage pour les projets moins risqués.

✔ *Contrôle des dirigeants fondateurs*

Les dirigeants fondateurs d'un projet sont en général au nombre de deux. Leur contrôle de l'entreprise est fortement concentré car ils détiennent

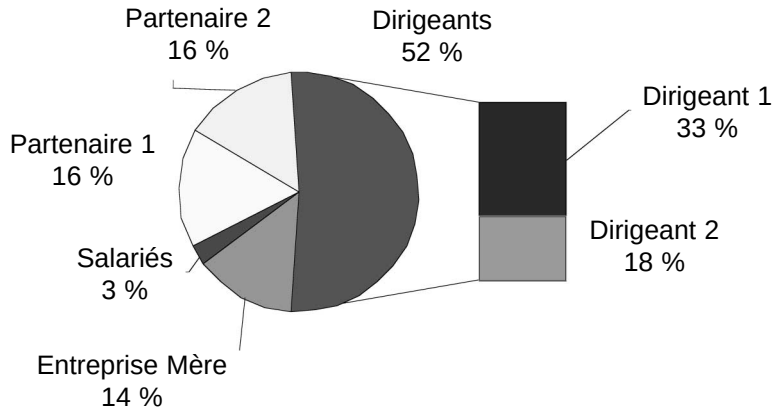
ensemble en moyenne 43 % du capital. Il est courant que les fondateurs se voient attribuer la majorité des actions composant le capital de l'entreprise pour les motiver à aligner leurs intérêts avec ceux des autres actionnaires. Une proportion de ces actions leur est offerte en fonction de leurs qualités et de leurs apports. Cette proportion varie de 8 % pour les talents technologiques ou de management, à 20 % pour les apporteurs de projets à très fort contenu technologique. Le restant des actions sera acquis par les dirigeants grâce à un montant prêté par l'entreprise mère ou par les financiers et par l'accomplissement des objectifs (cf. chapitre sur l'ingénierie financière).

✔ *Les projets à risques modérés*

Le contrôle de l'entreprise par les dirigeants sera accru lorsque le projet présente des risques limités. Ce contrôle se caractérise d'une part par la détention majoritaire du capital avec plus de 51 % et d'autre part, par une plus forte concentration de leur participation. En effet, les partenaires extérieurs sont en moyenne au nombre de deux pour les activités moins risquées alors qu'ils sont 3,3 pour les activités risquées. Il en résulte pour le dirigeant leader une possession moyenne de 33,4 % du capital dans le premier cas, soit la minorité de blocage, et de 18,4 dans le second. *A contrario*, le contrôle des partenaires extérieurs sera plus diffus. En moyenne, ils n'atteignent pas la minorité de blocage et détiennent chacun de l'ordre de 16 % du capital ce qui témoigne d'un comportement « hands-off » tout en ayant accès à l'information. Dans ce cas, les partenaires interviennent essentiellement dans le projet pour apporter des garanties et de la crédibilité auprès d'organisations tiers telles que les fournisseurs, les clients, les financiers, … Leur pouvoir et leur implication opérationnelle est donc quasi inexistante.
L'entreprise mère quant à elle exerce un contrôle passif puisqu'elle ne détient en moyenne que 13,5 % du capital. Il est à noter qu'en général, l'un des fonds d'investissement partenaire du projet est soit un « corporate fund », un fonds qui appartient à l'entreprise mère, soit un fonds dont l'entreprise mère est un actionnaire significatif. Le cumul du contrôle direct et indirect de l'entreprise mère peut donc atteindre environ 30 % du capital restant ainsi modéré.

Les autres membres de l'équipe détiennent en moyenne 2,76 % du capital de l'entreprise, ce qui est marginal en termes de contrôle mais qui peut représenter une source pécuniaire de motivation non négligeable si le projet prend son essor.

Géographie du capital d'entreprise à risques élevés

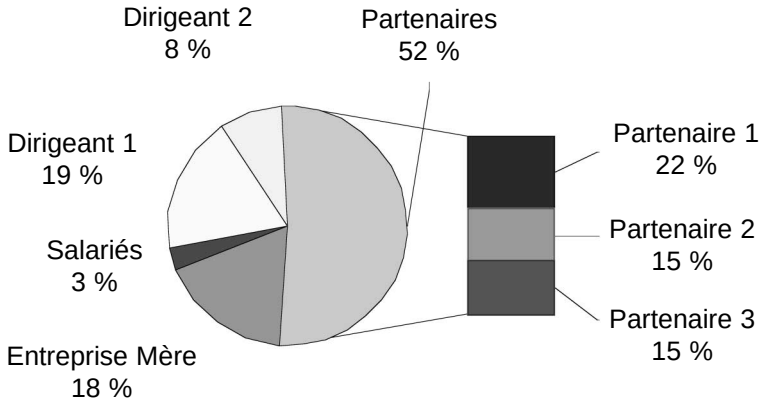


✔ *Les projets à forts risques*

Le contrôle par les dirigeants-fondateurs est en revanche décroissant plus le risque est élevé et ils n'atteignent pas la minorité de blocage avec en général 27,7 % du capital, au profit du contrôle par les partenaires extérieurs. Cette proportion du capital attribuée aux fondateurs est de l'ordre de la moitié de la proportion attribuée dans le cadre de projets moins risqués. Cette participation reste néanmoins très significative et motive les fondateurs à aligner leurs intérêts avec ceux des autres actionnaires étant donné les importantes perspectives de gains d'un projet risqué.
La concentration de l'actionnariat limite la liberté d'action des dirigeants et leur donne une position fragilisée dans l'entreprise. Le fondateur leader détient en moyenne 19,33 % du capital et le second 8,44 %. Dans ces projets à fort risque, les partenaires extérieurs ont une approche beaucoup plus « hands-on » que dans le cadre de projets à risques modérés. Cette recherche de contrôle et d'expertise est confirmée par un plus grand

nombre de partenaires extérieurs et surtout par leur pouvoir majoritaire et la présence d'un chef de file leader de la syndication. Remarquons que dans les projets non-risqués, l'actionnaire leader de l'entreprise est souvent le fondateur alors que dans les projets risqués c'est un partenaire externe avec en moyenne 20,9 % du capital. Comme pour les projets à risques modérés, le partenaire chef de file sera dans une vaste majorité des cas le fonds d'investissement de l'entreprise mère, cette dernière détenant déjà 17,9 % du capital. Ainsi la participation directe et indirecte de l'entreprise mère est proche des 39 % lui offrant la possibilité d'être « hands-on » en détenant la minorité de blocage tout en se préservant de risques financiers et en bénéficiant d'avantages fiscaux.

Géographie du capital d'entreprise à risques modérés



Dans le cadre d'un projet risqué, l'organe de décision n'est pas centré sur l'entreprise mais sur ses partenaires qui ont une vision beaucoup large par leurs expertises complémentaires et les informations qu'ils recherchent. Les décisions sont par ailleurs consensuelles entre tous les partenaires d'un projet risqué alors qu'elles sont centrées sur les fondateurs pour un projet à risques modérés. Les décisions centrées sur les partenaires extérieurs génèrent des coûts de transactions dont nous allons détailler les causes et les caractéristiques dans le prochain paragraphe.

■ Gouvernance et architecture financière des projets innovants

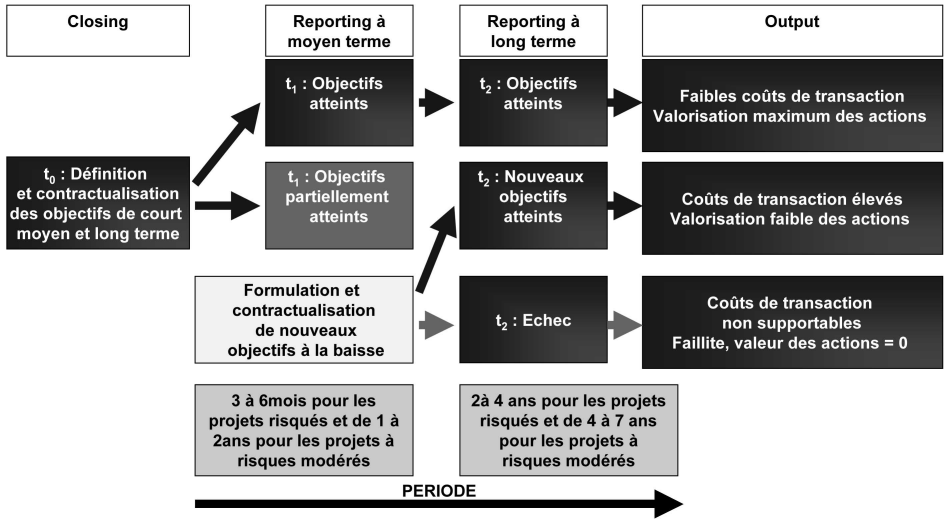
Intensité du contrôle dans la gouvernance d'entreprise

L'entreprise mère et les partenaires extérieurs interviennent progressivement au fil du développement du projet. D'une part parce que le bon déroulement du projet les incite à accentuer leur implication, d'autre part parce que de nouveaux besoins se créent. Les réunions périodiques d'information organisées pour eux augmentent leur expertise, et si les informations produites sont jugées positives, ils sont enclins à poursuivre leur soutien logistique et financier. En effet, ces partenaires n'apportent au départ qu'une fraction du capital nécessaire au développement complet du projet et une implication partielle. La reconduction des services apportés est conditionnée par l'accomplissement d'objectifs fixés. L'intérêt d'une telle démarche est qu'elle permet d'abandonner les projets trop risqués. Si les objectifs sont atteints, le dirigeant bénéficie d'une valorisation de son projet et les partenaires reconduisent leurs engagements. Dans le cas contraire, il est sanctionné par une perte de valorisation de l'entreprise et peut même être révoqué.

La décision du dirigeant d'accepter contractuellement de soumettre la reconduction des participations à l'atteinte d'objectifs est une bonne indication de ses anticipations sur les évolutions possibles du projet. Les mécanismes de sanction impliquent en effet qu'il n'est pas dans l'intérêt du dirigeant de surestimer le potentiel du projet car des objectifs non atteints nuiraient à son enrichissement. Cette logique séquentielle d'investissement oblige donc le dirigeant à se concentrer sur les tâches qu'il doit accomplir et le motive à atteindre les objectifs contractuellement définis. Cette approche peut cependant l'amener à cibler des objectifs à court terme au dépens des objectifs à long terme. Afin d'éviter ce problème, les partenaires établissent des objectifs intermédiaires, à moyen terme, qu'ils contractualisent également avec le dirigeant. Ces objectifs intermédiaires doivent nécessairement être atteints pour pouvoir viser les objectifs à long terme, tant pour des mises au point technologiques que pour construire une clientèle. Dans

le cas où ces objectifs intermédiaires ne sont pas atteints, le dirigeant et ses partenaires redéfiniront des objectifs à réaliser pour le succès du projet.

Reporting et investissements séquentiels



Chaque réunion d'information des actionnaires s'accompagne en général de mise à disposition de nouvelles ressources. Ces réunions impliquent des coûts de transaction :

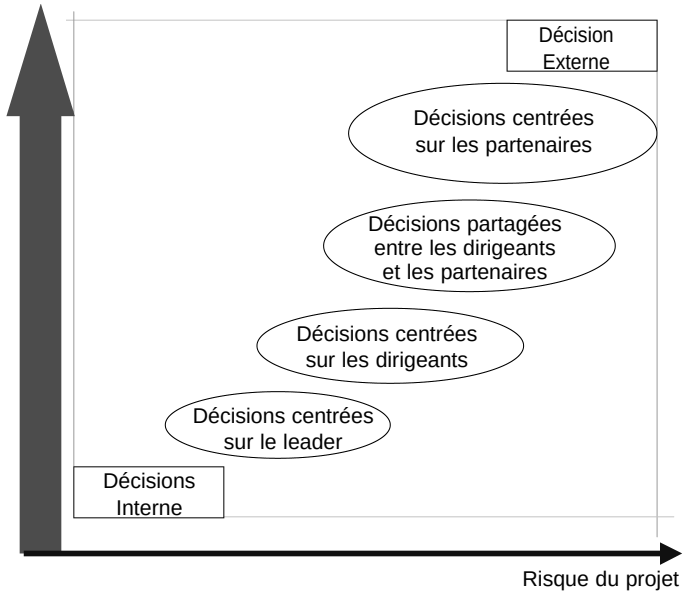
– un travail de préparation des dirigeants et de leurs équipes mais aussi des partenaires,
– l'audit de validation ou d'invalidation des objectifs,
– l'expertise pour la valorisation de l'entreprise,
– les négociations et les contractualisations des objectifs fixés entre les dirigeants et les actionnaires.

Ces coûts de transaction ne sont pas à considérer à la marge. Les coûts de transaction directs tels que les coûts juridiques et d'audit avoisinent déjà les 8 % des ressources financières levées. Les coûts indirects sont quant à eux bien plus importants. Il sont la résultante du temps passé par l'ensemble des acteurs à se préparer mais aussi d'un coût du capital qui est

croissant avec les risques du projet. On remarque notamment ce les capital-risqueurs appellent « le syndrome des 180 jours » : une plongée des résultats de l'entreprise pendant les 6 mois qui précèdent un tour de financement étant donné le temps passé par le dirigeant et ses équipes à préparer et à négocier leur levée de fonds.

L'ensemble des coûts de transaction est supporté directement ou indirectement par l'entreprise au détriment de sa richesse future. Plus un projet est risqué plus il requiert des coûts de recherche d'information et de transaction par l'intensité des procédures de contrôle mises en place par les partenaires extérieurs.

Répartition du contrôle de l'entreprise et coûts de transaction



L'intensité des coûts de contrôle est fonction de la fréquence des séquences d'apports en ressources financières à l'entreprise. Les projets les plus risqués bénéficient ainsi d'une surveillance et d'un accompagnement beaucoup plus soutenu de la part des partenaires. On observe pour ces entreprises 6,02 tours de financement durant une période moyenne de

2,8 années. Période nécessaire pour atteindre un premier seuil de maturité et après laquelle l'entreprise cherchera à se diversifier. Selon nos études, les entreprises dont les risques de développement sont modérés n'ont en moyenne que 3,5 tours de financement pendant une période de 5 ans. Les coûts de contrôle sont par conséquent fortement croissants avec les risques du projet et il en découle des coûts de transaction beaucoup plus élevés.

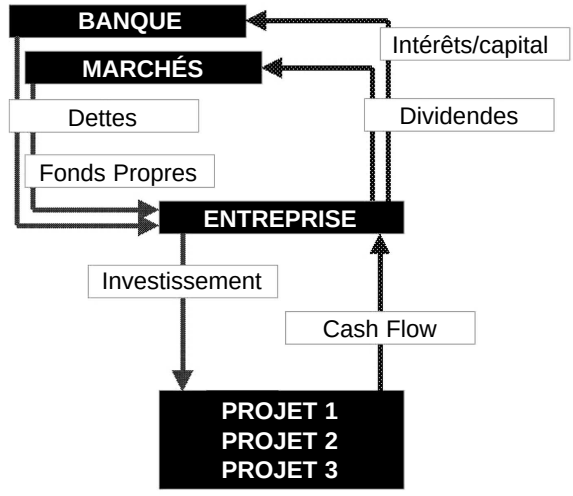
L'architecture financière porteuse de visibilité et de valeur

La croissance interne de l'entreprise dépend de la réussite de la mise en œuvre de projets par la construction et le développement d'outils de production et de commercialisation. L'entreprise s'engage à long terme sur l'acquisition d'actifs et requiert des ressources financières. Le financement de projet se distingue du financement d'entreprise dans la mesure où c'est l'entreprise-projet qui fait l'objet du financement.
Sur le graphique ci-dessous, l'ensemble des ressources financières d'un projet provient de l'entreprise. Cette dernière tire son pool de ressources des capitaux empruntés auprès de banques et des fonds propres levés auprès des marchés financiers publics et privés. Dans ce contexte, les projets sont sous le contrôle de l'entreprise. Les implications d'une telle organisation sont de deux ordres :

– d'une part, la qualité des décisions de création, de développement et de cession d'un projet dépend uniquement des dirigeants de l'entreprise,
– d'autre part, la banque ou les actionnaires de l'entreprise sont face à une opacité des projets et en ont contrôle superficiel.

L'entreprise « traditionnelle » investit dans ses projets et les actionnaires se rémunèrent après consolidation des revenus générés en fin d'exercice. Cette consolidation s'accompagne parfois de malversations donnant lieu à de profondes dérives lorsqu'il y a des actionnaires extérieurs. Dérives qui sont d'autant plus accentuées que l'actionnariat est public et que son contrôle est éloigné. Ce mode organisationnel est par conséquent également adapté pour les entreprises à caractère familial.

Architecture financière de l'entreprise traditionnelle



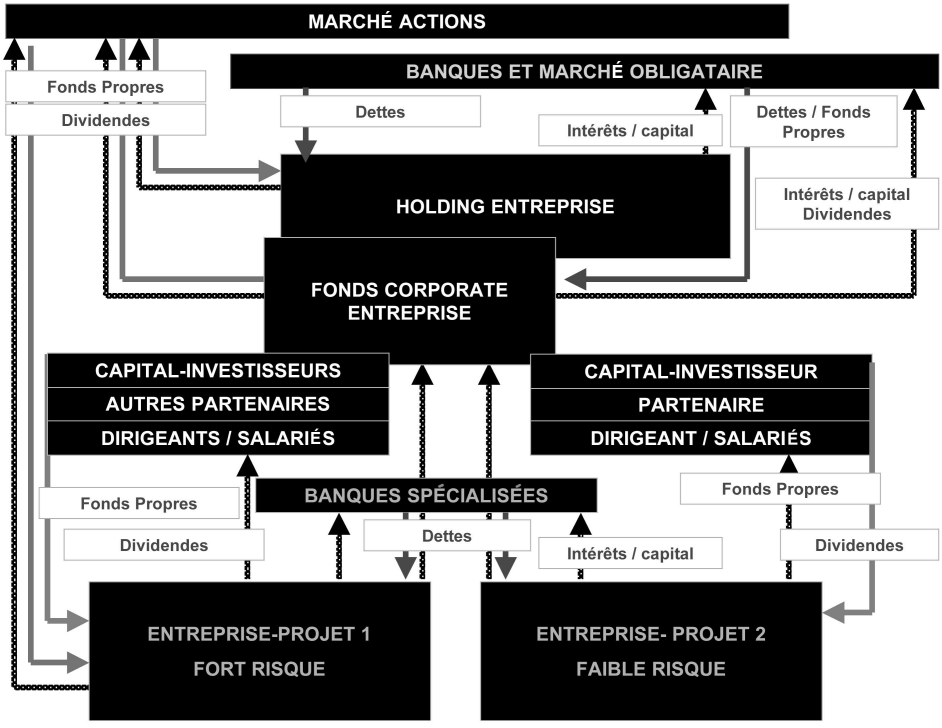
En revanche, pour les projets novateurs et de croissance, ce type d'organisation présente des limites pour plusieurs raisons :

– l'opacité créée n'accorde pas de visibilité pour la banque et les actionnaires, il en résulte une sous-évalutaion des projets dans de telles proportions que l'entreprise est contrainte à l'autofinancement et à porter l'ensemble des risques,
– l'entreprise est limitée à sa propre expertise technique et stratégique pour les choix de développement,
– l'entreprise est contrainte de développer ses propres ressources de production et de commercialisation, ce qui entraîne des investissements, des risques supplémentaires et une perte d'économie d'échelle,
– les partenaires potentiels industriels, de recherche et financiers ne sont pas enclins à jouer un rôle prescripteur en apportant de nouveaux projets. L'entreprise peut ainsi manquer des opportunités et s'exposer à de nouveaux risques concurrentiels.

Financer l'innovation et le développement d'entreprise imposent donc une organisation nouvelle susceptible d'accélérer le processus de développement ainsi que le contrôle des activités. Le graphique ci-dessous repré-

sente la structure organisationnelle de l'entreprise contemporaine qui est gérée par projet.

Architecture financière de l'entreprise gérée par projet



L'organisation de l'entreprise par projet se caractérise tout d'abord par la création d'une holding financière et d'un fonds d'investissement qui lui est attenant. Ce fonds est appelé fonds corporate, « ***corporate fund*** ». Ces deux entités ont des activités purement financières et managériales. Chacune est composée de peu de personnes, mais elles disposent d'importantes ressources financières. Ces dernières sont apportées par des actionnaires et des bailleurs de fonds privés et publics. La capacité des dirigeants à fédérer et à fidéliser les investisseurs autour de la holding consiste à être en mesure de les convaincre qu'ils seront rémunérés à la hauteur des risques auxquels ils s'exposent.

La holding rémunère ses actionnaires sur les résultats consolidés. Elle a pour caractéristique d'être moins risquée que le fonds corporate étant donné qu'elle investit d'autant moins les projets qu'ils sont innovants. En règle générale, la holding exerce un contrôle passif sur ses investissements. En revanche, le fonds d'investissement attenant à la holding est orienté vers le financement de projets innovants. Il permet d'intervenir en haut de bilan sur les projets et de bénéficier d'avantages fiscaux. Le fonds corporate facilite la création d'une syndication avec d'autres capital-investisseurs. En 2003, par exemple, Dassault Développement a effectué un investissement dans la société lyonnaise Genoway, spécialisée dans les recherches et les manipulations transgéniques sur des rats et des souris. Cet investissement réunissait aussi des investisseurs locaux, pour un montant de 3.3 millions d'euros. Nous pouvons également citer l'exemple de Schneider en 2001 qui a participé à un tourde table de 11 millions d'euros dans la société Tronic's, issue du CEA – Leti Grenoble, qui fabrique des MEMS optiques

Le poids de la syndication est croissant avec les risques du projet. Rappelons, que plus le projet est risqué, plus le nombre de capital-investisseurs est important et plus la proportion de droits de vote détenus par les fonds est élevée. Les actions prioritaires détenues par le fonds corporate assurent une remontée des bénéfices vers la holding et les actionnaires du fonds. Cette organisation permet à la holding de gagner en flexibilité de plusieurs manières :

– l'autonomie des décisions face aux actionnaires extérieurs privés et publics de la holding est préservée par la création du fonds d'investissement corporate ;
– en cas de succès d'un projet, l'affectation des bénéfices peut être décidée par le fonds, ce qui évite également le contrôle des actionnaires publics et une rémunération élevée de ces derniers ;
– pour des choix d'intégration stratégique, la remontée d'un projet sur la holding est aisée ;
– la sortie des capital-investisseurs est contrôlée et facilitée ;
– le caractère indépendant du projet permet son introduction en bourse et une valorisation indépendante de l'activité ;
– le projet peut être facilement cessible à un tiers ;

– en cas de défaillance du projet, les pertes de la holding sont limitées à son intervention et la cessation d'activité n'a pas d'impact direct sur l'ensemble du personnel.

Le mode organisationnel de l'entreprise par projet offre également les possibilités suivantes :
– les partenaires peuvent investir dans un projet, participer à son contrôle et tirer directement les bénéfices des revenus générés ;
– les partenaires sont également en mesure de se retirer du projet et de céder facilement leurs actions. De la même manière que les capital-investisseurs, les partenaires industriels et les laboratoires de recherche ont d'autant plus de poids que le projet est innovant et risqué ;
– les dirigeants du projet et les salariés ont la possibilité d'être eux-mêmes actionnaires du projet.

Chapitre 10

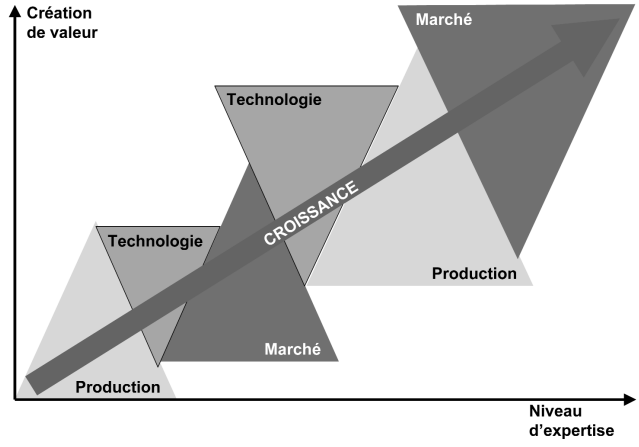
LEVIERS STRATÉGIQUES DE VALORISATION

■ L'innovation comme véhicule de croissance

Innovation et croissance durable

Dans la « grande » entreprise, le facteur humain est réduit à celui d'opérateur ou de dirigeant donneur d'ordre. Quel que soit leur rang, les forces productives ont des connaissances spécialisées et dédiées à leur tâche dans le cadre d'une production de masse. En revanche, ces forces sont de véritables maîtres artisans aux compétences multiples dans l'entreprise innovante. Ces personnes façonnent les biens ou les services en réponse aux besoins du client. Impliquées dans le processus de production, les forces productives sont à l'origine des améliorations de la qualité et des améliorations à porter sur le produit ou le service. Le processus de décision n'est plus unidirectionnel, mais interactif et itératif car il répond à des ajustements successifs comme le montre le graphique ci-dessous.

Incidence de l'expertise sur la création de valeur

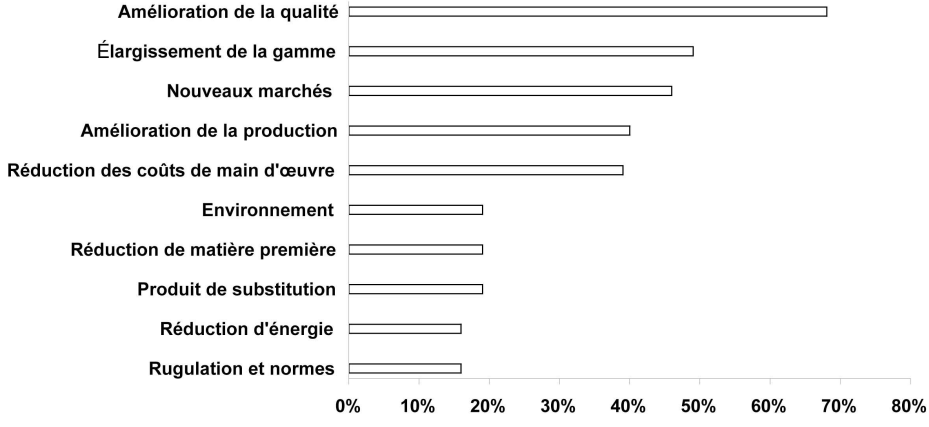


Pour une croissance durable, l'entreprise contemporaine doit innover sur trois principaux axes : la production, la technologie et le marché. En principe une amélioration de la conception du bien produit par l'introduction d'une nouvelle technologie s'accompagne simultanément d'une amélioration de la qualité de la production ou d'une baisse des coûts. L'innovation est ainsi créatrice de valeur pour le client mais aussi pour l'entreprise. Cette dernière est d'autant plus concurrentielle que le nombre d'innovations introduites dans son cycle d'évolution est important. L'avantage concurrentiel durable tient donc à la capacité d'innover, sans quoi l'entreprise devient la proie des concurrents.

Innovation incrémentale ou radicale

L'innovation est donc le principe actif de l'entreprise contemporaine dans le renouvellement de sa gamme de produits et de services car elle stimule un processus de croissance continu. L'innovation n'est pas toujours une invention de produits et de services en rupture avec ceux qui existent (une innovation radicale) et le graphique ci-dessous montre qu'elle est incrémentale dans une vaste majorité des cas. En effet, selon les résultats exposés ci-dessous de l'étude menée par la Commission Européenne, l'amélioration de la qualité apparaît comme étant le premier objectif dans la politique d'innovation de l'entreprise.

Les domaines d'occurrence de l'innovation



L'élargissement de la gamme de produits ou de services ainsi que la conquête de nouveaux marchés sont la deuxième priorité de l'entreprise innovante. Enfin, l'innovation s'inscrit dans la recherche de l'amélioration de la production et de la diminution des coûts d'exploitation.

L'innovation n'est que rarement le fruit d'inventions au sein même de l'entreprise mais semble reposer largement sur l'inspiration prise auprès d'autres entités si l'on en croit l'étude de l'ANRT[1] : « 67 % des firmes ont introduit des innovations en imitant les concurrents du même secteur (imitation intra-sectorielle) et 47 % des firmes ont introduit des innovations à travers un processus d'imitation extra-sectoriel, en imitant les concurrents d'un autre secteur… si on ne distingue pas les deux origines possibles de l'imitation, on constate que 80 % ont introduit des innovations par le biais de l'imitation ».

Cette même étude précise que les sources d'informations sont les clients dans 76 % des cas. Dans 36 % des cas, la collaboration avec un client est formelle car elle est sanctionnée par une signature. Les fournisseurs et les consultants sont les deux autres types d'acteurs avec lesquels l'entreprise a le plus de chance d'établir un partenariat débouchant sur une activité innovante. Ces résultats démontrent que l'entreprise industrielle innovante accélère considérablement son processus d'innovation lorsqu'elle abat les frontières qui la séparent de ses clients. Dans les milieux industriels traditionnels, la distance entre le fabricant et le client est clairement établie avec une frontière, voir un no man's land d'intermédiaires et de distributeurs. La valeur apportée par le client dans des innovations potentielles est alors insignifiante. En revanche, lorsque le projet est associé à un client qui s'est engagé contractuellement on parle de création de valeur client, de « ***customer value*** ».

Cette valeur client apparaît de façon évidente dans les services. Dans ce secteur, le client fait partie intégrante du processus de production mais à des degrés très variables. Dans le cas des portails d'annonces immobilières, la fonction de l'internaute s'arrête à celle d'un opérateur de saisie le temps de rentrer une annonce, il apporte alors peu de valeur au service. En revanche, l'usager peut être créateur de forte valeur, par exemple en modifiant le code d'Unix pour l'adapter aux besoins spécifiques d'une

1. ANRT : *L'innovation dans les services*, Economica, 1999, p. 31.

communauté d'utilisateurs. Ce service implique tout même que plusieurs personnes partagent un besoin réellement spécifique. Les fonctions des usagers se hiérarchisent car un coordinateur talentueux dans la programmation d'Unix est indispensable pour le bon fonctionnement du système mis en œuvre. Un service innovant à forte valeur réclame en général une expertise avancée et une implication de l'usager dans la durée, de plusieurs jours à plusieurs mois.

Dans l'entreprise produisant des biens, l'idéal serait d'avoir la capacité de produire massivement tout en personnalisant le produit et en livrant directement au meilleur prix. L'implication du client dans le processus de fabrication apporte une première solution à cette quadrature. Dans cette situation, l'entreprise se révèle innovante lorsqu'elle inclut dans sa gestion un processus clairement défini et incitatif pour que le client soit source d'idées. Ce principe existe aussi bien pour un client qui participe à la construction de son ordinateur chez Dell que pour un client qui participe à la construction de son engin chez Caterpillar.

L'implication formelle qui est créatrice de valeur va jusqu'à la prise d'une participation par le client dans le capital de l'entreprise lorsque l'innovation est stratégique ; on parle dans ce cas d'alliance stratégique. France Télécom au travers de son fonds d'investissement Innovacom prend ainsi de nombreuses participations dans des entreprises innovantes du secteur des télécommunications. De façon plus générale, deux tiers des entreprises dans les hautes technologies sont impliquées dans des alliances stratégiques car elles sont incontestablement un levier de création de valeur.

■ L'intrapreneur au cœur des hydres savantes

L'organisation en système d'entreprises

S'expatrier ou péricliter est dans bien des cas la destinée de nombreuses entreprises européennes lorsqu'elles ne sont pas innovantes dans leur gamme de produits et dans leur organisation. C'est en s'orientant vers « l'entreprise-projet », le « ***corporate venture*** », que les entreprises de croissance ont opté pour une gestion entrepreneuriale dynamique afin de bénéficier du changement. Nous pouvons citer pour exemple la fonderie

Favi, entreprise de 550 salariés et de 60 millions d'euros de chiffre d'affaires qui s'est organisée en une vingtaine de mini-usines ou encore Tubesca, fabricant d'échelle au chiffre d'affaires de 110 millions d'euros, dont les départements sont largement autonomes et spécialisés par produit. Ces entreprises se positionnent dans des secteurs très concurrentiels et sont parvenues, grâce à la mise en place d'une nouvelle organisation, à des prix de revient équivalents à ceux pratiqués par les pays émergents. Michel Perchet[1], du département des ressources humaines de Disneyland Paris, explique que « l'entreprise est divisée en small worlds : au lieu d'avoir 10 niveaux hiérarchiques (organisation telle qu'elle était jusqu'en 1992) qui gèrent 10 000 personnes, 200 managers gèrent de façon autonome un « petit monde » de 50 personnes… Ces mini-entreprises à taille humaine développent les performances et la motivation des individus… dans chaque petit monde, un tuteur est chargé de former les individus ».
Le management par projet est stratégique pour toutes les organisations évoluant dans un univers où la création de valeur est devenue le maître mot. Transformer l'entreprise en un système d'entreprises, « ***business system*** », permet, grâce à la veille technologique et la proactivité des instigateurs de projet, de maintenir un avantage concurrentiel et de transformer les idées en bénéfices. Seules les entreprises qui ont une culture du changement et des dispositifs incitatifs sont en mesure de donner les instruments de gestion adaptés aux leaders économiques contemporains que sont les porteurs de projet. S'opposer à un tel dispositif entraîne une perpétuelle stratégie réactive aux innovations. Dans l'entreprise récalcitrante au changement, seuls les porteurs de « mauvais » projets sont incités à promouvoir leurs idées. Les détenteurs de bons projets iront directement s'adresser aux entreprises bien organisées où leur apport sera valorisé.

L'excellence : moteur de l'innovation

Afin que les individus soient motivés à promouvoir le changement et que les efforts fournis soient créateurs de valeur, l'entreprise doit instaurer l'excellence. Ce principe incite l'esprit d'innovation et d'entrepreneuriat qui est générateur de cash-flow et qui prend le dessus sur l'esprit administratif

1. Michel Perchet *in* ANRT : *L'innovation dans les services*, Economica, 1999, p. 31.

consommateur de budgets politiquement dirigés. En effet, la qualité des choix d'investissements induits par l'innovation dépend de la capacité des dirigeants à anticiper les besoins du marché plutôt qu'à les suivre. La difficulté pour les dirigeants est d'arriver à s'ouvrir à de nouvelles idées pour maintenir les avantages concurrentiels de l'entreprise tout en concentrant les ressources sur ce qu'elle sait faire de mieux. Dès lors, le rôle des dirigeants n'est plus d'ordonner, mais d'animer un dispositif de développement de projets en cohérence avec la vision de l'entreprise. Cette vision de l'image future du secteur ou de l'entreprise est élaborée à partir de la remontée des idées contenues dans les propositions de projets vers un comité d'experts qui en valide collectivement la pertinence. Ce comité doit se composer des dirigeants mais aussi d'experts scientifiques. C'est le métissage des influences de ces acteurs internes et externes à l'entreprise qui conduit à créer une image de l'orientation future du cœur d'activité de l'entreprise, la « ***road map*** », en fonction de ses ressources et du secteur.
Les qualités de management consistent en la capacité à implémenter des stratégies changeantes dans un temps réduit. Le quotidien des dirigeants consiste à évaluer, motiver et guider continuellement les projets par rapport à une demande souvent immédiate, forte, fluctuante et avisée. Avisée car si les technologies se complexifient, les consommateurs maîtrisent de mieux en mieux les fonctionnalités étendues des produits actuels (cf. l'évolution de votre téléphone fixe à celui de votre portable). Institutionnaliser l'excellence par l'innovation est l'un des enjeux principaux des dirigeants pour réussir la conduite du changement. L'excellence induit un processus de renouvellement continu qui vise à faire passer l'entreprise de ce qu'elle sait faire de mieux à ce qu'elle est la seule à savoir faire. Le succès de l'entreprise Corning par exemple, qui fut l'une des premières à appliquer le principe d'excellence, s'explique par les aspects suivants :

– sa profonde connaissance de la technologie de la fibre optique,
– la capacité de ses équipes à industrialiser rapidement leurs nouvelles technologies,
– la capacité à répondre immédiatement à une demande du marché en pleine croissance dès les années 1990.

L'enjeu consiste à être en mesure de toujours posséder les dernières informations pour les convertir en une connaissance unique dont l'exploitation

stratégique permet une valorisation durable de l'entreprise. Le glissement du capital matériel vers le capital immatériel comme source de valeur implique que la connaissance doit être exclusive car la valeur de l'entreprise s'érode au fur et à mesure que son savoir est divulgué. Partagée par tous, la connaissance n'a plus qu'une valeur marginale et l'entreprise se transforme en un centre de compétences substituables.
A contrario, renouveler la connaissance est générateur d'opportunités. La connaissance comme capital stratégique de l'entreprise implique de la part des dirigeants de nouveaux talents pour transformer le savoir des équipes en de nouveaux produits et services plus rapidement que les concurrents. « Renault créateur d'automobiles » versus « Citroën Xantia, meilleur prix de l'année » illustre l'importance de ce principe. Par ces slogans, on comprend que Renault se différencie et se valorise à travers sa capacité à créer, donc à exploiter ses connaissances, plutôt qu'à travers sa capacité à exploiter son capital matériel. Cette stratégie d'innovation ne peut être que bénéfique dans un contexte où les constructeurs automobiles sont tous en mesure de trouver rapidement les actifs matériels nécessaires pour construire au meilleur coût.

La connaissance : énergie de l'innovation

Dans les entreprises traditionnelles, la culture de l'innovation est généralement tacite. En d'autres termes, l'innovation est fondée sur la base de connaissances et d'expériences individuelles acquises au fil des années mais non écrites. Linéaire dans sa forme, l'innovation repose alors sur l'œuvre d'un homme avant de devenir un produit ou un service. Ce processus d'innovation est long car il impose de convaincre son environnement. Il débouche aujourd'hui inévitablement sur un produit ou un service non-abouti ainsi que sur des fenêtres de marchés qui sont déjà dans leur phase de déclin.

Partager les connaissances n'est efficace que dans la mesure ou au préalable existe une « culture d'entreprise » propice au partage d'information et tournée vers l'innovation. Celle-ci ne doit pas être considérée comme un événement dans l'entreprise mais comme un processus continu de réponses aux évolutions de marchés. Ainsi, initier l'innovation consiste

à mettre à disposition un processus d'innovation explicite, clairement documenté et intégré dans le système d'information d'entreprise. Le processus n'étant ni singulier, ni linéaire, il doit s'accompagner d'instruments d'interaction entre les individus et l'environnement. Ces instruments de communication favorisent le développement collectif pour concevoir des produits ou des services dans le cadre de la vision de l'entreprise sans accumuler des temps de latence.
« La culture de l'innovation » devient porteuse de message lorsque sa définition écrite incarne la mission que s'est donnée l'entreprise. Mais elle peut aussi être transmise en créant un espace collectif imaginaire et commun construit sur la « vision » des dirigeants. La mise en scène spatiale de l'information intangible par des images et une organisation propice à l'échange d'information sont les moyens les plus efficaces de véhiculer les valeurs d'une entreprise tournée vers l'innovation.
La mise en scène s'appuie sur le scénario d'évolution, la « road map ». Elle montre visuellement aussi bien les axes d'orientation de la vision de l'entreprise en matière d'innovation technologique, comme par exemple les « concepts cars », que l'encouragement à innover collectivement en décernant publiquement des prix. Ce dernier aspect a pour but de promouvoir les porteurs de projets. Ils sont le facteur clé de succès de l'évolution continue du processus d'innovation.

Les technologies de l'information et de la communication, les TIC, accroissent forcément la performance de l'entreprise dans un contexte où elle se centre sur la conception et le marketing et où elle requière une communication active avec ses fournisseurs.
Si les TIC offrent la possibilité de mettre à disposition des employés l'ensemble des connaissances écrites, explicites, de l'entreprise (schémas, brevets, formules…), elles permettent surtout le « ***just in time information*** » et le « ***just in time manufacturing*** ». Les TIC apportent ainsi des gains en flexibilité et réduisent considérablement les besoins en capitaux pour le financement d'un actif dorénavant allégé. Il en résulte un taux de croissance supérieur de 27 % pour l'entreprise qui utilise intensément les TIC en comparaison avec celles qui n'en font pas usage[1]. Par ailleurs, la

1. « Trensetter barometer », *Survey of fast growing companies* by Pricewaterhouse 2001.

productivité mesurée par les revenus générés par employé augmente de 14 %. L'utilisation des TIC rentre dans le processus de décision de l'entreprise car elles facilitent les relations avec le client, « ***customer relationship management*** » (CRM), avec les fournisseurs, « ***e-procurement*** », et avec bien d'autres acteurs encore.

Les enseignements du rapport particulièrement riche en informations de Jean-Michel Yolin[1] nous indiquent que l'utilisation d'Internet et des systèmes d'information d'entreprise permet de réduire les coûts dans de très larges proportions. L'intégration des TIC dans les projets se doit de faire partie intégrante de « l'entreprise-projet ». Rappelons ici quelques principaux résultats de l'étude qui montre l'impact des TIC sur la gestion des stocks et des achats ainsi que sur l'organisation de l'entreprise. Les « ***inventories*** » représentent dans de nombreux métiers une large part des capitaux immobilisés et réduire de 30 % les stocks revient à réduire de 10 % les besoins de capitaux. C'est donc un enjeu majeur pour les entreprises innovantes quelle que soit leur activité. Caterpillar en travaillant en « ***build to order*** » a réduit ses stocks de produits finis de 80 %, Daimler Chryler après une réorganisation radicale, de 33 %. La place de marché Covisint, revendique entre 20 et 80 % d'accroissement du taux de rotation des stocks. Dell, qui n'a que 5 heures de stocks, a gagné 1,7 milliard de dollars grâce à l'utilisation des TIC tout en accroissant ses parts de marché là où ses concurrents disparaissaient.

La gestion des stocks nous renvoie à celle des achats et donc à « ***l'e-procurement*** ». Elle occupe également, selon J. M. Yolin, un rôle déterminant puisque « économiser 1 dollar d'achat revient à augmenter ses ventes de 20 dollars ». « L'e-procurement » a conduit General Electric à supprimer son service approvisionnements (4 000 personnes), les ordres étant désormais directement transmis aux fournisseurs référencés. Le coût occasionné par une commande est ainsi passé de 70 à 4 dollars. Les enchères apparaissent également comme des outils qui s'avèrent particulièrement efficaces pour faire baisser les prix. GE-locomotives procède à 100 enchères par jour et réalise 1,6 milliard de dollars d'économies par rapport aux coûts historiques. L'industrie automobile utilise le « ***Online bidding*** » sur Covisint, une plate-forme coopérative qui

1. Jean-Michel Yolin, *Conseil Général des Mines*. http://www.yolin.net.

rassemble GM, Ford, Daimler, Renault, et Nissan. Les plate-formes coopératives offrent également de nombreux services tels que la gestion du « ***supply chain*** » de bout en bout et des outils de développement collaboratif, « ***single sign on*** ».
En matière d'évolution organisationnelle, aujourd'hui chez Boeing c'est « ***80 % of infomanagement and 20 % of physical processes*** ». Cette mutation de l'organisation du travail se traduit en interne par 3 réunions sur 4 en « ***Webconferencing*** » (Voice & Video sur IP). En externe, ce sont des économies de coûts commerciaux car le client « construit » lui-même sur le site le matériel qu'il souhaite (Dell, Caterpillar,…). Dans cette optique, de profonds bouleversements apparaissent : le client recherchant une information sur le matériel (Daimler) ou souhaitant le « construire » selon ses besoins (Caterpillar) s'adresse d'abord au constructeur via son site. À présent c'est souvent le constructeur qui amène le client au distributeur.

Alliances stratégiques et coalition des forces externes

L'étude conduite par « Trendsetter Barometer » en 2001 montre qu'en moyenne les entreprises de croissance sont impliquées dans trois types d'alliances stratégiques. Le partenariat permet à l'entreprise innovante de se concentrer sur ce qu'elle maîtrise le mieux, sa « ***core competence*** », en s'alliant à d'autres entreprises pour obtenir les compétences manquantes. L'effet d'alliance procure un avantage concurrentiel durable pour trois raisons :
– premièrement, il est porteur d'une image de qualité,
– deuxièmement, les alliances stratégiques apportent une flexibilité lorsque l'entreprise se positionne sur une activité innovante fluctuante,
– troisièmement, le rôle des partenaires est plus insidieux car il relève d'une forme d'intermédiation industrielle. En s'engageant à livrer l'entreprise ou à distribuer le bien ou le service, l'alliance stratégique joue un rôle de garantie d'approvisionnement ou de vente.

En réduisant les incertitudes de l'entreprise sur sa qualité, ses capacités à se fournir et à conquérir des marchés, les partenaires crédibilisent l'entreprise innovante et la valorisent auprès des clients et des financiers. Le partenariat est donc créateur de valeur et s'impose d'autant plus que l'entreprise présente des incertitudes de succès.

Plus précisément, les alliances stratégiques sont réalisées dans les domaines suivants :

– les alliances commerciales : 54 % des entreprises innovantes sont impliquées dans des alliances qui visent à bénéficier des services commerciaux d'un partenaire. Les entreprises partenaires réalisent en premier lieu des opérations jointes de marketing et de promotion. En deuxième lieu, elles procèdent à des opérations de vente et de distribution ;
– les alliances d'expertise technique sont présentes dans 30 % des entreprises innovantes : elles concernent l'exploitation de contrats de licence et de recherche. Il s'agit dans les deux cas de bénéficier rapidement d'une technologie sans en supporter le temps et le risque de développement ;
– les alliances industrielles : dans de plus faibles proportions (23 %), les entreprises de croissance recherchent au travers du partenaire des ressources de production, de conception et d'approvisionnement.

Les forces externes créées par les alliances stratégiques, qu'elles soient d'ordre industriel ou financier, exercent une incidence majeure sur la conduite de l'entreprise et sur ses performances. Le partenariat est source d'une progression continue de l'entreprise par les effets des participations mais aussi par le pouvoir de contrôle. Quel que soit le mode de gestion d'un projet, il naît de l'alliance stratégique une notion d'autonomie limitée des acteurs du projet en fonction du contrôle des partenaires ainsi qu'une notion d'indépendance en fonction de leurs participations.

On remarque que plus le projet revêt un caractère risqué plus la notion d'indépendance prend de grandes proportions au détriment d'une autonomie des choix décisionnels. Bien que stratégique pour l'entreprise mère, le « spin-off » est le mode organisationnel choisi pour les projets de rupture. En effet, sur un grand nombre de projets, seuls un petit nombre aboutissent à de nouvelles technologies fiables et répondent à de réels besoins du marché. Afin de ne pas supporter le poids des échecs et bénéficier des opportunités de succès, les spin-off gagnent en indépendance par rapport à l'entreprise mère par des prises de participations minoritaires. Cependant, le dispositif contractuel complexe qui lie les partenaires offre la possibilité de surveiller et de prendre le contrôle du spin-off, lui accordant ainsi une faible autonomie dans ses choix décisionnels.

Les opérations de joint venture, de fusion et d'acquisition apparaissent en période de croissance principalement pour acquérir une gamme de produits complémentaires ou un accès à de nouveaux marchés. Dans de moindres proportions ces opérations sont destinées à l'acquisition d'une technologie. Les partenariats stratégiques entrepris par les entreprises de haute technologie au travers de fusions ou de joint venture au États-Unis ont triplé entre 1999 et 2000 marquant ainsi le besoin inévitable d'avoir une taille critique suffisante pour aborder un marché en obtenant l'adhésion des consommateurs et en se préservant des réactions de la concurrence. Une entreprise de croissance sur trois est aujourd'hui engagée dans une joint venture. La capacité d'un chef de projet à identifier les détenteurs d'enjeux sur son marché lui permet de cibler des entreprises qui ont des besoins connexes à leur cœur de métier. Il peut alors apporter au partenaire :
– le partage du risque pour le développement d'une nouvelle technologie,
– un poids supplémentaire pour imposer une norme par la concentration d'audience,
– le développement et l'acquisition d'une expertise commerciale,
– le partage de scientifiques ou d'experts,
– la partage de risques économiques et financiers,
– la recherche d'une taille critique,
– l'accélération de la croissance des revenus.

Pour le meneur d'un projet innovant, il est alors préférable d'orienter son activité vers une fusion avec le leader du marché plutôt que vers une concurrence frontale. Il est également dans l'intérêt des grandes entreprises d'être à l'écoute ou encore à l'initiative de partenariats stratégiques. Dans cette perspective, les joint ventures n'offrent que peu d'indépendance au projet (80 % d'Orange est détenu par France Télécom), mais les acteurs du projet disposent d'une autonomie par rapport à l'entreprise mère.

En revanche, le spin-in offre la possibilité aux acteurs de l'entreprise d'être à l'initiative du projets mais ils sont et restent dépendant et contrôlés par l'entreprise mère au fil du temps. Le rapport est inverse dans le cadre de la spin-out. Le départ consiste en une mini-entreprise dépendante et contrôlée par l'entreprise mère pour progressivement prendre son autonomie et son indépendance au fur et à mesure de l'évolution du projet.

■ Des barrières à l'entrée pour une concentration d'audience

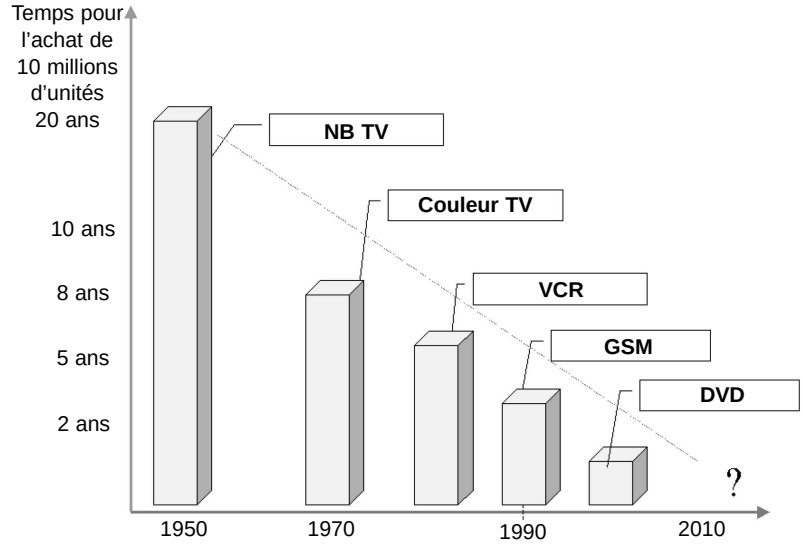
L'innovation et la problématique de concentration d'audience

Aucune proposition de projet créateur de valeur pour l'entreprise ne peut être écartée au risque qu'elle soit reprise ou transférée vers un concurrent. Reste que la créativité issue des porteurs d'idées doit encore être encouragée et développée au sein des entreprises. Trop souvent relégués au rang de marginaux, les inventeurs préfèrent conserver le silence plutôt que de s'extraire des normes traditionnelles de l'entreprise. Cette dernière n'étant pas un sanctuaire ouvert à toutes les dérives intellectuelles, elle doit s'organiser pour accorder du temps, un lieu et un encadrement à l'expression d'activités créatives. Le coaching de la créativité devient alors un avantage essentiel pour la pérennité et la croissance durable de l'entreprise étant donnée l'accélération de l'innovation, l'étroitesse de la fenêtre temporelle de commercialisation, le « ***time to market*** », et les forces concurrentielles.

De nombreuses approches théoriques et empiriques aident à définir les qualités que doit avoir un projet pour que son lancement soit décidé et soutenu par une organisation financière ou industrielle. En résumé, le porteur du projet doit être capable de mettre sur le marché un produit ou un service qui soit unique et qui permette de générer des marges confortables. Le graphique ci-dessous montre le temps mis pour qu'un produit soit vendu à 10 millions d'exemplaires. Il aura fallu plus de 20 ans pour que 10 millions de téléviseurs noir et blanc soient vendus alors qu'il n'aura fallu que deux années pour que les lecteurs DVD atteignent le même nombre de ventes. De façon plus générale, on observe sur ce graphique des besoins pour l'entreprise en matière :

– de compétences technologiques du fait de la complexité des produits,
– d'accélération du processus d'innovation pour rester concurrentiel,
– d'accélération des ventes pour pénétrer les marchés,
– d'une approche internationale pour un positionnement global.

L'accélération du processus d'innovation



Le coaching de la créativité a pour objectif d'identifier et de développer des projets qui offrent des réponses aux problématiques contemporaines exposées ci-dessus tout en ayant une rationalité dans l'entreprise. Les décideurs doivent connaître les facteurs clés de succès et de valorisation de projet à fort potentiel pour ne pas sombrer dans le syndrome de l'artiste incompris et de l'entreprise poussiéreuse. L'exposé qui suit constitue une aide destinée à tous les initiateurs de projets pour valoriser leurs idées ainsi qu'aux évaluateurs pour élaborer un processus de sélection. La technologie, les produits et les services, le marché, le business model, l'équipe et le business plan ou encore les conditions d'investissement seront autant de points abordés dans la suite de ce chapitre.

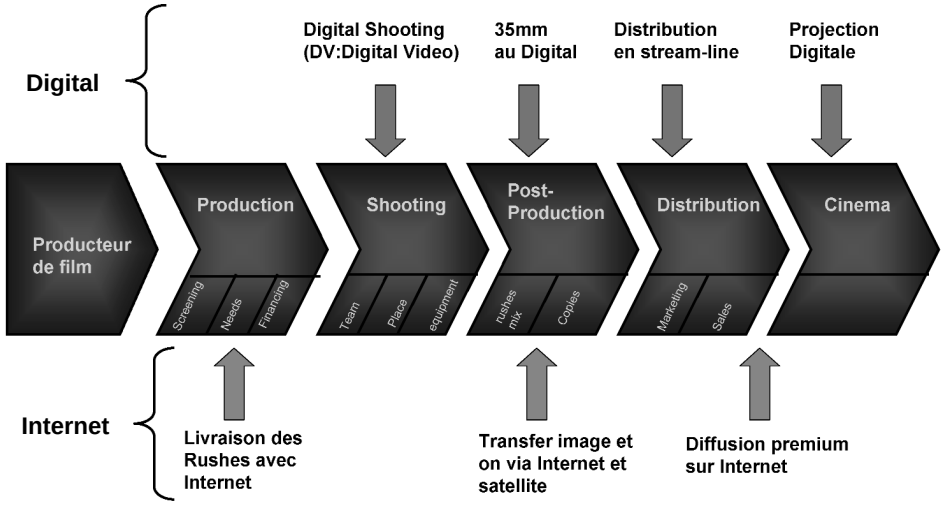
Le produit ou le service étant au cœur du projet, c'est le premier point à analyser. Il faut identifier l'intérêt de la technologie sous-jacente afin d'examiner dans un deuxième temps la gamme de produits et de services qui peuvent en être dérivés.
Ce premier cadre d'analyse implique avant tout une compétence technique de l'évaluateur pour qu'il soit en mesure de discerner la viabilité techno-

logique du projet. Les trois aspects prioritaires à observer sont les suivants car ils limitent les risques liés à la technologie :
– normes et usages pour la concentration d'audience,
– brevets et difficulté de duplication pour les barrières à l'entrée,
– construction et exploitation.

✔ *Exemple du cinéma numérique*

Un projet fondé sur un développement technologique doit avant tout profondément changer les modes de travail ou de vie de ses futurs utilisateurs. Dans le cas du cinéma numérique, la conjugaison des technologies vidéos numériques et celles de l'Internet vient entièrement bouleverser le secteur. Des plateaux de tournage à la projection, toutes les méthodes de production et de distribution se trouvent changées. Par exemple, si on s'attache aux entreprises de post-production, la technologie permet un transport bilatéral et instantané des rushs ainsi que leur visualisation directe. La possibilité de projeter directement le film dans les salles vient également changer les relations entre les distributeurs et les entreprises de post-production.

Les ruptures technologiques apportées par Internet et les mutations de la chaîne sectorielle du cinéma



Ces mutations technologiques impliquent une configuration nouvelle de l'ensemble d'un secteur qui ne se fait pas sans investissements massifs et sans l'adhésion de l'ensemble des acteurs. La « concentration d'audience » est le terme technique employé pour décrire la capacité d'une innovation à fédérer les acteurs d'une chaîne sectorielle autour d'elle. Ainsi, les problèmes de choix de normes, de systèmes et de compatibilité technologique constituent le premier paramètre d'évaluation de la performance et du risque technologique d'un projet car il détermine les opportunités de concentration d'audience.

En règle générale, l'utilisateur doit facilement pouvoir adopter les fonctionnalités offertes par un nouveau produit et ne pas se heurter à des problèmes logistiques et de manipulation. D'une part, les fonctionnalités primaires de l'innovation doivent être en nombre restreint, clairement énoncées et compréhensibles par tous. D'autre part, le produit doit pouvoir s'installer dans la majorité des environnements.

Si nous traitons du cas d'une entreprise qui souhaite développer un logiciel d'achat pour des groupes industriels, on accordera une importance primordiale à la portabilité du système. Ce logiciel peut aussi bien être développé dans une solution web que dans une solution client-serveur. Si la clientèle ciblée est répartie mondialement avec de nombreux utilisateurs, la solution web s'avérera techniquement viable. Si le logiciel est développé dans une solution « client-serveur » les coûts d'implémentation et de maintenance seront démesurément élevés. Cette deuxième solution sera *a contrario* choisie dans un souci de performance sur des périmètres géographiques et au nombre d'utilisateurs restreints. Dans ce type d'entreprises, le choix des plate-formes et des systèmes dépend de l'application et des fonctionnalités attendues.

Les barrières à l'entrée par la propriété intellectuelle

Les barrières à l'entrée recouvrent les spécificités de la technologie et du dispositif mis en œuvre pour se prévenir d'une offre concurrentielle. Les barrières à l'entrée sont évaluées par rapport au degré de difficulté qu'aurait une autre entreprise à venir concurrencer directement le produit ou le service proposé. Le projet a d'autant plus de valeur qu'il n'existe pas de produit de substitution ou qu'il est difficile d'en créer un. En effet, une

fois le produit lancé, et en cas de succès, il est évident que la concurrence cherchera à développer un produit ou un service répondant aux besoins du marché. Si les caractéristiques techniques ne permettent pas d'accéder à une protection suffisante de la technologie développée, la réaction des concurrents va fortement affecter la valeur ajoutée du projet.
Les barrières à l'entrée les plus fiables sont d'ordre technique. C'est le cas d'entreprises qui investissent dans le développement de produits en possédant un savoir-faire unique, dans le secteur de la pharmacie par exemple, grâce au développement de nouvelles molécules. La technologie est brevetée et génère une situation de monopole apportant un succès quasiment garanti, ce qui a été le cas de la spin-off née de la découverte de l'EPO. Les situations où la technologie développée permet d'élever de véritables barrières à l'entrée tout en répondant à un besoin du marché restent néanmoins rares. Les entrepreneurs et les investisseurs de la fin des années 1990 avaient bien intégré la notion d'importance des brevets dans la viabilité économique des projets. Lors des « First tuesday », des soirées de rencontre entre entrepreneurs et investisseurs, les projets brevetés trouvaient rapidement preneur car ils étaient jugés « sexy ». On a alors assisté à une inflation de projets brevetés dont les réalités techniques étaient superficielles ou inopportunes. Certains investisseurs se sont laissés charmer par l'effet « brevets déposés » et leur nombre était devenu un critère déterminant de la valorisation de l'entreprise. Après la période d'euphorie, le contexte a radicalement changé. Si le brevet est dorénavant un critère discriminatoire, il doit en plus faire l'objet d'une validation scientifique. Les investisseurs attribuent en conséquence une valeur supérieure aux brevets issus des laboratoires et déposés par des cabinets spécialisés de forte notoriété. Le dépôt de brevet dans un tel contexte est beaucoup plus onéreux et décourage les imposteurs car il est comparable à un coût de publicité dont seul un entrepreneur de bonne foi est prêt à s'acquitter.

Paradoxe entre la concentration d'audience et les barrières à l'entrée

Le développement de technologies évoluées conduit plus souvent à s'écarter des normes sans parvenir à fédérer une communauté autour des

services et des produits proposés. Les effets de non-compatibilité sont discriminatoires et ne permettent pas une concentration d'audience autour d'une technologie. C'est un point fondamental qui a par exemple évincé la technologie Betamax du marché de l'enregistrement vidéo au bénéfice de la technologie VHS.
La pénétration de nouveaux produits ou services issus de ruptures technologiques demande des investissements massifs sur des durées et dans des volumes généralement sous-évalués par les innovateurs. Le problème réside dans l'éducation du consommateur à changer ses comportements d'achat et d'usages. Il en résulte que seule une entreprise de grande taille est en mesure de porter de tels projets, comme par exemple Philips avec la technologie du CD. Son réseau et son positionnement sur le marché lui ont permis d'imposer une nouvelle norme technologique tant auprès des concurrents qu'auprès des réseaux de distribution.
Lorsqu'une entreprise ambitionne de fonder son développement sur une rupture technologique, elle devra faire la preuve qu'elle peut l'imposer par ses propres moyens ou par des partenariats. Dans ces circonstances, la création d'un spin-off technologique impliquant des partenaires aussi variés que des laboratoires, des concurrents, des distributeurs et des financiers, est sans doute la solution qui permet de couvrir le risque technologique.

■ Immatérialité, redéploiement et pérennité des actifs

Immatérialité et choix technologique

Dans la mesure où les activités tendent à se dématérialiser, l'enjeu pour « l'entreprise-projet » ne réside plus seulement dans la capacité du porteur à poursuivre une croissance sous la contrainte de risques, mais également à intégrer à sa stratégie la dimension de valorisation dont le capital et les actifs immatériels sont devenus les piliers.
Les projets à fort contenu technologique qui impliquent des investissements en actifs corporels s'inscrivent dans une durée de développement de

long terme qui va de 2 à 5 ans pour atteindre une maturité. *A contrario*, les projets technologiques immatériels, comme les logiciels, ou ceux reposant sur une activité de services, devront atteindre leur maturité à l'issue d'une période de 6 mois à 2 ans au maximum. Les activités immatérielles sont contraintes de se développer dans des laps de temps restreints étant donné qu'elles peuvent être rapidement dupliquées. D'une part, ces projets impliquent peu d'investissements matériels pour leur mise en oeuvre, d'autre part, les services et le code informatique sont délicats à protéger. Là encore l'analyse du choix technologique s'impose.
Une identité forte de la marque et une grande vitesse de déploiement des projets technologiques ou de services d'ordre immatériel sont fondamentales pour leur succès. Les projets qui ne disposent pas de ressources conséquentes d'implémentation et de distribution sont pour la plupart voués à être dupliqués par des concurrents plus performants.

Redéploiement et pérennité des actifs

L'activité des entreprises de croissance repose sur l'innovation et implique généralement des investissements dans des actifs « spécifiques » pour produire des produits « spécifiques ». Plus les actifs ont un caractère spécifique moins ils sont redéployables sur d'autres transactions. Une machine-outil traditionnelle pourra être utilisée pour produire tous les types de pièces mécaniques. En cas de faillite de l'entreprise, ce type d'actifs trouvera facilement preneur. Au contraire, les mises aux enchères de réseaux câblés d'opérateurs en faillite se sont soldées par des prix de vente dérisoires par rapport à leur prix d'acquisition. Les rapports étaient de 1 pour 1000 alors que les actifs liquidés étaient neufs. Les raisons qui ont entraîné cette dévalorisation reposent essentiellement sur les difficultés de redéploiement des actifs. De la même manière, plus le produit peut servir des besoins multiples, plus il sera valorisé par le marché car les risques de non-débouchés technologiques sont limités.

✔ *R&D et opportunité de croissance*

Un projet qui repose sur un produit qui requiert une activité intense en recherche et développement présente des incertitudes qui sont d'autant

plus accentuées que la recherche n'est pas aboutie. De plus, le caractère « secret » de la recherche implique que peu d'informations sont révélées et de nombreuses dissimulées.
Un projet qui requiert de la recherche et développement trouvera toute sa dimension au sein d'une entreprise lorsqu'il s'inscrit dans son cœur d'activité. Nous pouvons citer le cas de Genset, une entreprise spécialisée dans la recherche sur le génome. L'expertise approfondie d'une telle entreprise permet le contrôle des risques technologiques liés au développement de nouveaux projets de R&D. Les développements de recherches sont réorientés ou stoppés lorsque leur potentiel est jugé trop aléatoire. Ce problème de révision de projet est fréquemment rencontré dans les domaines de la bio-médecine et de la biotechnologie car ces secteurs impliquent des investissements financiers et personnels de très grande importance et sur des périodes minimum de cinq années.
Néanmoins, pour être en mesure d'interrompre un programme de recherche, il faut :
– avoir autorité sur les porteurs de projet,
– disposer d'une expertise approfondie.

Ces projets de recherche impliquent généralement du personnel très hautement qualifié. Il est alors délicat d'avancer des perspectives de défaillance face à des personnalités dont les convictions et l'investissement personnel sur un projet sont profonds. La passion, les perspectives de bénéfices et de notoriété scientifique, peuvent conduire certaines de ces personnalités à entreprendre des projets ayant un risque plus élevé que ceux initialement présentés. Lorsque le niveau de risque est mal cerné par l'entreprise, les chefs de projets disposent d'une flexibilité quant aux choix d'investissement face aux opportunités de croissance. Plus ces opportunités de croissance sont variées et mal maîtrisées, plus l'entreprise s'expose à une politique sous-optimale d'investissement. Ainsi le contrôle de l'entreprise ou d'un organisme d'investissement devra augmenter avec les opportunités de croissance. Si les ressources de contrôle et d'expertise n'existent pas en interne, il faudra organiser le projet en partenariat avec des entités extérieures. Des comités scientifiques sont souvent mis en œuvre pour valider les orientations stratégiques de projets R&D. La vision partielle du projet, l'implication superficielle et le pouvoir réel inexistant de ces comités leur

attribuent en réalité un rôle opérationnel inutile. S'organiser en partenariat nécessite des associations concrètes par des participations au moins minoritaires, voire majoritaires par des entités spécialisées. Cela consiste pour une entreprise à associer une autre entreprise spécialisée ou encore un laboratoire universitaire ou du CNRS au projet. De son coté, il est dans l'intérêt d'un chercheur de s'associer à une entreprise spécialisée pour valoriser ses projets de R&D.
Plus le projet de R&D porte sur des activités difficiles à contrôler, plus le projet présente des opportunités de croissance par rapport à son environnement et plus une structure de contrôle intense devra être mise en œuvre. Autant l'entreprise spécialiste du domaine pourra facilement mettre en place une structure de contrôle en interne, autant l'entreprise non spécialisée devra s'ouvrir à un contrôle externe, croissant avec le niveau de R&D du projet. La construction de spin-off est dans ce dernier cas la solution la mieux adaptée.

✔ *Risque de fabrication et d'exploitation*

La période de conception et de fabrication est critique dans la mesure où elle concentre sur une durée relativement courte de nombreux événements à haut risque :
– la qualité de la fabrication,
– l'interférence avec des projets existants sur le même site industriel,
– la phase de première mise en marche de l'outil de production,
– les tests et les ajustements,
– le lancement de la production en série.

Il s'agit de la période la plus risquée pour l'entreprise. Cette dernière fait l'objet d'une attention toute particulière à la fois de la part des investisseurs en fonds propres et des bailleurs de fonds. C'est en effet la période durant laquelle les prêteurs exigent des engagements très forts auprès des actionnaires sous forme de garanties financières car en cas de défaillance ou de non aboutissement de la fabrication ils souhaitent être remboursés de leur investissement.

Les aspects critiques de la fabrication sont accentués par leurs influences sur l'outil de production, notamment en cas de retard et de défauts de qualité :
– le retard repousse d'autant les cash-flows supposés servir la dette,
– d'éventuels défauts font chuter la productivité des actifs. Dans ce cas, la capacité de production n'est pas à son nominal, les frais de maintenance sont supérieurs à ceux initialement budgetés et la durée de vie des actifs est raccourcie.

Les données d'exploitation étant estimées à un taux d'utilisation des actifs elles nécessitent une réelle expertise. Si l'on peut se référer à des données sectorielles pour des activités existantes il n'en est pas de même lorsqu'il s'agit de projets novateurs. Les paramètres indiqués ci-dessus présentent donc des incertitudes prononcées.

À l'incertitude des prévisions des risques de fabrication et de production, s'ajoutent des risques administratifs liés à l'exploitation par l'obtention des autorisations de produire et de vendre. Ces risques sont particulièrement élevés dans les industries chimiques, pétrochimiques et pharmaceutiques.

L'existence de données d'exploitation, même partielles, fournit une information sur la fiabilité d'un outil de production et confère donc au financement d'acquisition un profil de risque plus confortable que celui du financement de projet. Cette prise en compte de l'historique de production est très sensible lors de financements de projets.

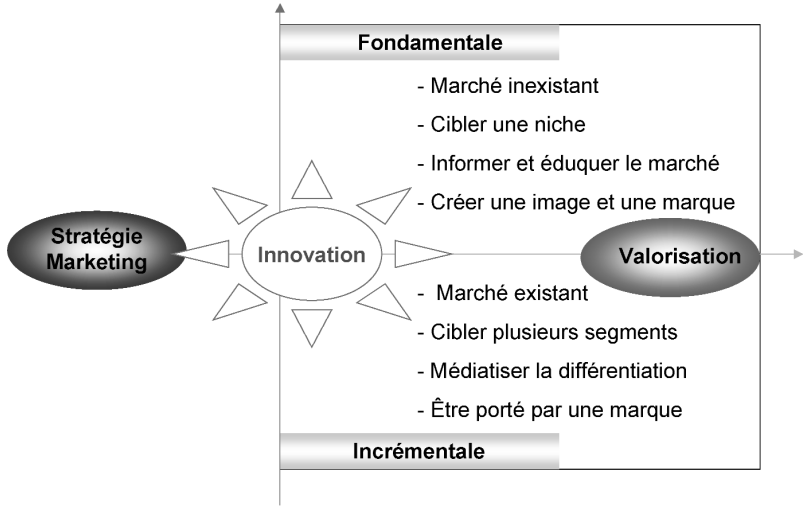
■ Cibles marketing, time to market et time to break-even

Le choix des cibles marketing

Les projets innovants sont de deux ordres : d'une part, ceux qui apportent une évolution par rapport à des produits ou des services déjà existants et d'autre part ceux qui reposent sur une véritable rupture technologique ou conceptuelle. On parlera respectivement d'innovation incrémentale dans le premier cas et d'innovation fondamentale dans le deuxième cas.

L'innovation incrémentale complète une offre sur un marché déjà existant. Le porteur de projet doit développer une stratégie de nouvel entrant. Il s'attaque à un marché déjà établi, avec l'inconvénient de faire face à des concurrents actifs. Le calendrier marketing est de court terme et consiste à s'imposer rapidement en se différencient de ses concurrents. *A contrario*, un projet d'innovation fondamentale se positionne sur un marché dont la demande est inexistante, embryonnaire ou insatisfaite. La stratégie marketing est de long terme et consiste à informer le consommateur et à l'éduquer.

Stratégie marketing de produits ou services innovants



Il aura fallu plus de cinq ans pour que le marché du CD s'établisse. Cette rupture technologique n'a pu se réaliser que par la démocratisation de l'accès aux lecteurs laser et l'existence d'un catalogue musical. Ces conditions d'adoption de la technologie par le marché ont pu être réalisées avec le concours des maisons de disque et des fabricants de matériel électronique. Nous observons également que Philips seul n'a pas réussi à imposer le format de cassette numérique enregistrable DCC et que Sony a bien du mal à imposer le format Minidisc, en concurrence avec le CD à graver et les lecteurs mp3.

Pour tous projets innovants, il faut dans un premier temps définir le marché ciblé et dans un deuxième temps les segments ciblés car, en règle générale, on choisira en priorité une niche pour démarrer l'activité en répondant à des besoins spécifiques d'un segment.

Marché ciblé : La première étape consiste à définir la taille du marché ciblé. Ce critère est primordial car il conditionne la viabilité économique du projet. Il faut avant tout que le projet se positionne sur un marché en pleine croissance et que sa taille attendue soit suffisamment élevée pour que l'entreprise ait l'espoir de réaliser un nombre suffisant de ventes pour rentabiliser ses investissements. Un marché naissant qui n'a pas atteint les 100 millions d'euros de ventes est en général à éviter étant donné qu'il pèse encore de fortes incertitudes sur son potentiel. Un marché qui a déjà atteint ce premier cap des ventes présente un potentiel de développement. La stratégie marketing aura pour objectif de conquérir au moins 20 % des parts de marché en cinq ans pour obtenir une position de leader et se développer sur de nouveaux segments. Les projets orientés vers les marchés de grande consommation devront être portés par des entreprises bénéficiant déjà d'un capital-marque et d'une position de leader sur le marché ciblé.
Évaluer la taille de marché implique de réaliser une enquête ou d'utiliser des études déjà existantes. Lorsque l'on se positionne sur des marchés émergents, les sources d'information choisies, aussi crédibles soient-elles, offrent souvent des résultats divergents. L'évaluation des marchés du B2B et du e-payment par Jupiter et Ovum (voir le tableau ci-dessous) pour l'année de 2001 et les prévisions à moyen terme varient dans de larges proportions (jusqu'à plus de 10 fois). Face à de tels écarts, il est nécessaire de compléter ses sources d'information par des avis d'experts.

Prévisions de la taille des marchés du B2B et du e-payment

	Jupiter (G€)		**Ovum (G$)**	
	2001	**2004**	**2001**	**2004**
Europe eB2B transactions	205	1806	72	303,3
Europe e-MP	46	471	3	73,7
% via e-MP	22,4 %	26,1 %	4,2 %	24,3 %
France eB2B transactions	28	270	11	47,3
France e-MP	6	70	0,5	11,5
% via e-MP	21,4 %	25,9 %	4,5 %	24,3 %

Un marché qui a déjà atteint sa maturité comporte des entreprises leaders et compromet les chances de succès de tout nouvel entrant. S'il s'agit d'un nouveau marché, créé par le nouvel entrant, à l'instar de ce que fit Palm en lançant le Pilot, il faudra prendre garde aux acteurs présents sur les marchés connexes et éventuellement penser à les associer au projet.

Choix de segments de marché : Le marché de la formation à distance avec Internet (e-learning) est en phase émergente et sa croissance attendue est à fort potentiel car elle est évaluée à plus de 100 % par an pour les prochaines années. Plus particulièrement, le marché de niche de la formation continue est estimé pour 2005 à 8 milliards d'euros. Un marché de niche sera considéré à haut potentiel s'il est compris entre 100 millions et 1 milliard d'euros. Au-delà, on estime en général trop ambitieux pour un projet de vouloir conquérir le marché dans son ensemble et en deçà, le marché présente un trop faible potentiel. Ainsi, une entreprise spécialisée dans le e-learning devra concentrer son offre sur un segment de ce marché. Le ou les segments sélectionnés devront présenter de 30 % à plus de 50 % de croissance annuelle pour qu'ils soient à fort potentiel. Un segment ayant une croissance attendue inférieure à 10 % de croissance par an ne sera pas retenu. De plus, les segments ciblés par une entreprise innovante devront offrir des marges brutes comprises entre 40 et 50 % ainsi que des marges nettes à deux ans d'au moins 10 %. Il est fortement déconseillé de tenter d'investir plusieurs segments d'un marché ou d'avoir une approche multi-produits pour la première année de développement.

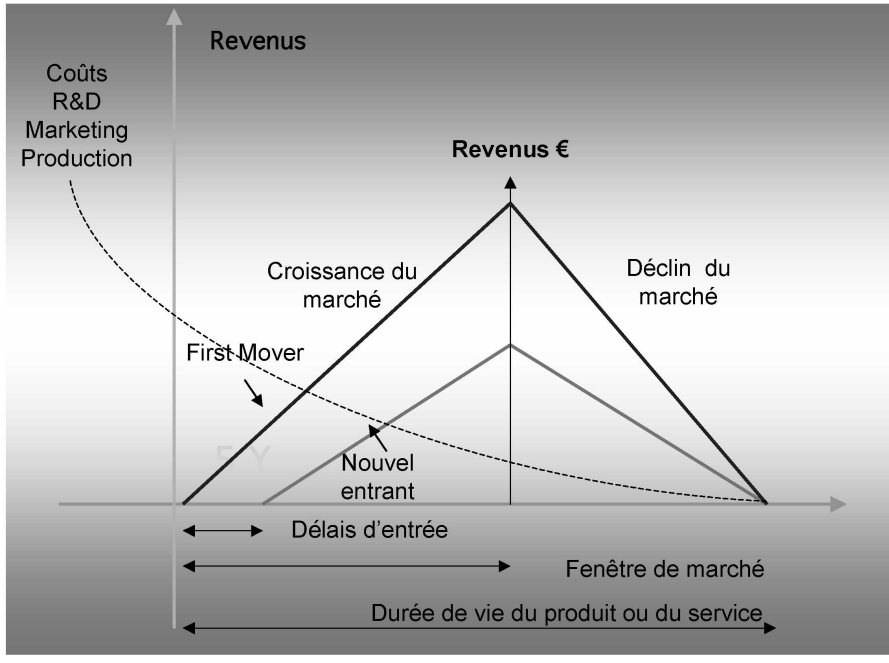
Time to market

✔ *Fenêtre d'opportunité et pénalité à l'entrée*

L'une des étapes cruciales dans l'élaboration du business plan d'un projet et dans son évaluation consiste à déterminer le « ***time to market*** », la date estimée à laquelle le produit ou le service sera commercialisé sur le marché. Cette fenêtre se caractérise par la date des premières ventes et la durée des périodes de croissance et de déclin des ventes.
Le succès d'un projet est conditionné par une estimation juste du *time to market*. Cette estimation détermine le positionnement stratégique de

l'entreprise sur le marché, son développement et ses futures performances. En d'autres termes, l'identification du *time to market* permet la planification de ses dépenses de recherche et développement, de production et marketing ainsi que ses revenus.

***Time to market* et pénalité à l'entrée**



Le graphique ci-dessus montre les coûts d'opportunité pour un nouvel entrant qui pénètre un marché avec du retard. Cette pénalité à l'entrée est d'autant plus importante que l'écart avec le *first mover* (la première entreprise à avoir investi ce marché) est long et que la durée de vie du produit ou du service est courte. Rappelons que la durée de vie d'un bien est d'autant plus courte qu'il est intangible. Dans les domaines de l'électronique et du hardware, la durée de vie des produits est de l'ordre de deux années alors que dans le logiciel elle est de la moitié. Si nous prenons le cas des jeux vidéos, la durée de vie moyenne du produit est de 6 mois pour des revenus de l'ordre de 3 milliards d'euros lorsqu'il se vend bien. Le temps du succès commercial est de trois mois et un retard d'un mois à l'entrée

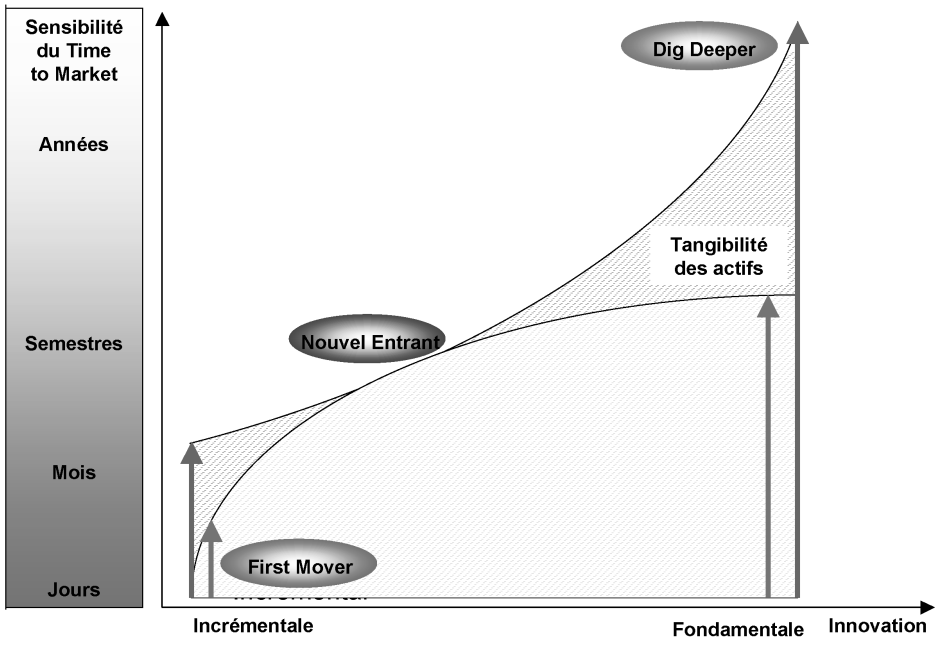
face aux évolutions techniques entraîne un manque à gagner estimé à 350 millions d'euros. Lorsque l'on sait qu'un jeu vidéo implique des coûts de recherche et de développement et des coûts marketing conséquents, un retard d'un mois peut rendre le projet non rentable. Pour le développement de la X-Box, Microsoft à investi 500 millions de dollars dans son « spin-in » afin d'être en mesure de mettre sa console de jeu sur les étalages au même moment que ses deux concurrents les plus féroces. Le temps imparti était alors de 6 mois. La saisonnalité ayant toute son importance dans ce secteur pour être au rendez-vous avec les fêtes de Noël, la commercialisation qui découle de tels projets doit être immédiate et orientée vers un large public. Ce challenge implique la mise en place et la préparation d'une solide division commerciale. Pour une petite entreprise, elle devra au préalable passer des accords avec des éditeurs qui ont déjà leurs réseaux de distribution comme UbiSoft ou Infogramme.

✔ *Les stratégies de* time to market

L'appréciation du *time to market* est souvent hâtive de la part des porteurs de projets, d'une part parce qu'ils sont en quête de nouvelles responsabilités ou de levées de fonds et, d'autre part, par crainte de manquer la fenêtre de marché. C'est le cas du marché du e-learning par exemple. Son décollage était prévu pour septembre 2002 alors que fin 2003 il en est encore à l'état de gestation.
De façon générale, on constate que les caractéristiques du *time to market* dépendent de la nature de l'innovation et des actifs investis. Le graphique ci-dessous représente la sensibilité au *time to market* selon les caractéristiques du bien ou du service produit.
Selon que l'innovation est incrémentale ou fondamentale et que les investissements en actifs sont corporels ou incorporels, la sensibilité au *time to market* s'échelonne de quelques jours à plusieurs années. La stratégie de l'entreprise est conditionnée par cette variable et nous pouvons distinguer les trois approches suivantes :

• Stratégie de first mover
Elle sera prioritaire lorsque l'innovation est incrémentale et les investissements incorporels. La date de départ des ventes est proche et s'accompa-

Sensibilité d'un projet au *time to market*



gne d'un taux de croissance de la fenêtre de marché de l'ordre de 100 à 500 % par mois. La durée de vie du service ou du produit sera courte et s'étend rarement au-delà de deux années. Les activités de services et l'industrie du logiciel sont particulièrement sensibles à un *time to market* étroit. Il est alors important d'être un premier entrant, un *first mover*, sur ce type de marché.

• ***Stratégie de nouvel entrant***

Cette stratégie s'applique dans les deux cas suivants :

– une innovation est incrémentale ou en faible rupture avec l'existant et elle repose sur la vente de biens et des investissements tangibles ;
– une innovation est fondamentale et repose sur la vente de services, de biens et des investissements immatériels.

Lorsque l'activité se positionne dans l'un de ces deux cadres, le *time to market* peut varier de plusieurs mois à plusieurs semestres. La date de

départ des ventes est éloignée, les taux de croissance et de décroissance du marché sont bien moins élevés que pour les innovations incrémentales et intangibles. Le taux de croissance se situe dans des proportions variant de 50 % à 200 % par an. La durée de vie du produit ou service est plus longue, elle va au-delà d'une période de trois ans jusqu'à plus de dix ans. Il est dans ce cas préférable d'agir en tant que nouvel entrant étant donné que cette stratégie permet de contrôler son exposition à des risques de non adoption du produit ou du service ou de décollage tardif du marché. Ces risques ne sont cependant pas à considérer à la marge car ils sont les causes premières de la faillite des entreprises innovantes. Cette erreur stratégique a particulièrement marqué l'année 1999 avec l'émergence de start-up dans le secteur des technologies de l'information qui avaient sous-estimée la sensibilité de leur activité au *time to market*.

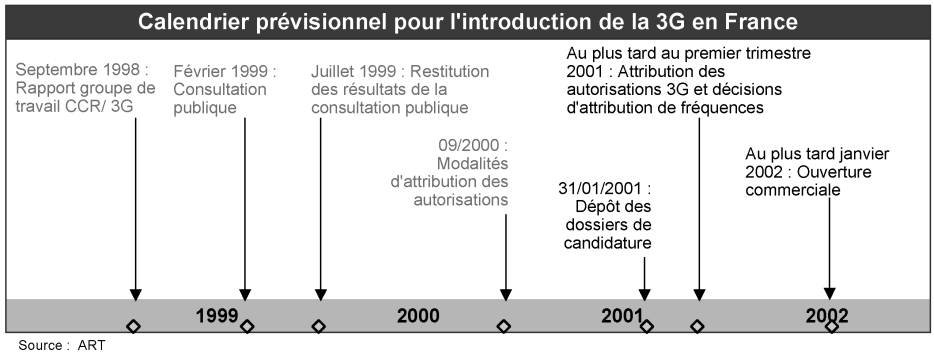
• Stratégie de dig deeper

Elle concerne les entreprises qui sont en rupture technologique avec l'existant et qui ont recours à des investissements massifs en actifs corporels. Ces entreprises sont particulièrement présentes dans les secteurs du nucléaire, des télécommunications, de la pharmacie, de la biomédecine et des bio-technologies. Le caractère fondamental de l'innovation implique de « creuser profondément », *dig deep*, la recherche et le développement, la mise en œuvre de partenariats industriels et commerciaux et la formation du consommateur sur des marchés diversifiés. La sensibilité au *time to market* est faible car l'entreprise se différencie davantage par son produit et son adaptation à d'amples marchés qui se découvrent au fil du temps que par une stratégie marketing « d'urgence ». Cette dernière est néanmoins essentielle mais elle s'inscrit dans la durée. Ainsi, pour le type d'innovation que nous traitons, la date de départ des ventes est éloignée, la durée de vie du produit est extrêmement longue et le taux de croissance de la fenêtre de marché est faible et avoisine plus souvent les 5 % que les 25 %. Dans ce contexte, la précipitation est souvent signe d'un manque de maîtrise de la technologie et du marché et son échec est sans appel.

Timing et cash-burning

Pour un projet reposant sur une innovation fondamentale et impliquant des actifs tangibles, un retard sur le *time to market* sera préféré à une mise sur le marché anticipée. En effet, les amortissements et les frais de fonctionnement qui pèsent sur ces projets génèrent un « ***cash burning*** » (rythme de la consommation de la trésorerie) insoutenable sur la durée lorsque le marché adopte lentement un nouveau produit. Ces projets sont également beaucoup plus tolérants à un retard de mise sur le marché du fait de leur croissance lente et de leur longue durée de vie. Nous pouvons citer le cas du succès de Bouygues Télécom qui est entré cinq ans après le premier entrant sur le marché de la téléphonie mobile GSM et constater les fruits de sa stratégie d'attente face à l'UMTS. Cette troisième génération de téléphonie mobile, la 3 g, est appelée à changer la vie des individus par la possibilité de transmettre en haut débit des informations numériques qui permettront, par exemple, de visualiser des films. Cette technologie a impliqué des investissement colossaux dans la recherche et le développement, des infrastructures et des licences. Le départ de la fenêtre de marché était prévu pour janvier 2002 selon les autorités de régulation et les entreprises de téléphonie mobile. Les retards dus aux mises au point techniques et au déploiement du réseau ont eu des conséquences fatales sur certains opérateurs français et étrangers et sur leurs sous-traitants, les charges financières devant être honorées sans que ces entreprises puissent générer le moindre euro de chiffre d'affaires.

Time to market **de la troisième génération de la téléphonie mobile – 3G –**



Source : ART

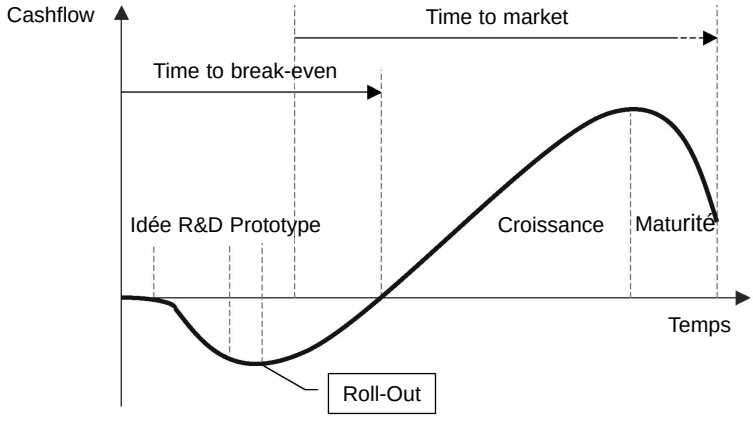
Le déficit d'information dû à des activités innovantes de l'entreprise est d'autant plus accru que les opportunités d'évolution des champs de recherche sont larges et que les applications sont mouvantes. De ce fait, les décisions stratégiques en termes de choix technologiques et de marchés ont un impact sur la valorisation de l'entreprise. Par exemple, le choix d'une norme particulière ou d'un marché qui s'avère marginal à terme, induit une faible rentabilité du projet. Ainsi, les projets innovants dont le *time to market* est mal défini se traduisent par une sous-évaluation. De plus, la sanction financière est immédiate lorsque le *time to market* s'est avéré trop hâtif ou tardif. Les exemples de start-up de l'Internet introduites prématurément sur le nouveau marché et dont le budget de communication auprès d'un marché encore non réceptif était souvent deux fois plus important que le chiffre d'affaires sont nombreux. Ces entreprises seront sans aucun doute réévaluées à la hausse lorsque les clients et la technologie seront au rendez-vous pour réaliser des bénéfices.

Du « time to market » au « time to break-even »

Le mode organisationnel fondé sur l'entreprise-projet s'attache à l'ensemble du cycle de vie des revenus, de la naissance à la mort du projet, sous la contrainte de risques difficiles à maîtriser. Gérer l'innovation à travers des entreprises-projets offre donc une tolérance élargie par rapport aux objectifs fixés. Cette gestion permet d'intégrer de façon dynamique les risques que l'équipe ne soit pas en mesure de produire un résultat abouti ou qu'elle ne parvienne pas à s'imposer auprès d'une clientèle pour des raisons aussi variées que celles de normes ou de marque. Ce mode de gestion oblige le porteur de projet à agir comme un entrepreneur et à se comporter de façon proactive pour répondre aux évolutions de marchés et aux actions des concurrents dans des fenêtres étroites. Les objectifs annuels disparaissent donc pour laisser place à une succession de moments d'opportunités à ne pas manquer sous peine de réaliser des ventes insuffisantes pour être rentable. Dans ce contexte, le porteur de projet voit ses domaines d'expertises étendus à l'économie, la gestion et la finance. Notamment, il passe d'une gestion budgétaire, à une gestion des revenus, les « cash-

flows ». De ce mode de gestion découle la notion d'investissement. Elle est inévitable dans le management des entreprises-projets car l'élaboration des objectifs se fait en fonction d'un **« time to market »** et d'un **« time to break-even »**, moment à partir duquel les cash-flows deviennent positifs.

Cycle de vie des cash-flows d'un projet



Le graphique ci-dessus, montre le cycle de vie des cash-flows d'un projet. Ces derniers sont négatifs lors de la première phase de la vie du projet car les investissements ne sont pas compensés par des ventes. Cette première phase appelée, « phase de faisabilité », est consommatrice de ressources financières et n'est pas productrice de chiffre d'affaires. Il faut en effet expérimenter la nouvelle idée à la fois en laboratoire mais aussi auprès de clients potentiels en concevant un prototype. Sa fabrication est primordiale dans le processus de décision de poursuite du projet vers la phase d'industrialisation car il apporte des réponses en terme d'espérance de vente et de coûts de production et de commercialisation.

Mais avant d'exposer publiquement son projet, il faudra veiller à en protéger le contenu par la propriété intellectuelle car la veille et l'intelligence industrielle tendent à s'intensifier. Il faudra également établir une valorisation financière de ses droits afin d'être en position de négociation avec ses partenaires clé. Notre conclusion propose d'aborder les premiers éléments de la problématique de la valorisation financière des brevets et droits d'auteur.

Chapitre 11

COMMUNICATION FINANCIÈRE ET RELATION INVESTISSEURS

Les marchés financiers des capitaux propres occupent une place importante dans le financement de l'entreprise, a fortiori lorsqu'elle recouvre un caractère technologique étant donné les difficultés à s'endetter. Dans ce contexte, les dirigeants doivent être en mesure de démontrer que leur entreprise est créatrice de valeur pour les actionnaires, sous peine de voir ces derniers allouer leurs ressources à des projets aux apparences plus rentables et ou moins risquées. La communication financière joue donc un rôle stratégique dès lors que l'entreprise à besoin d'investir pour sa croissance car elle doit attirer de nouveaux investisseurs tout en conservant la confiance des anciens. Un manque de transparence ou une divulgation incontrôlée d'information peut conduire les actionnaires existants et potentiels à se détourner de l'entreprise jusqu'à la déstabiliser.

■ Stratégie et communication financière

Les enjeux stratégiques de la communication entre dirigeants et actionnaires

Tant que la direction et la propriété de l'entreprise est aux mains du même individu, l'utilisation des capitaux se fait dans le seul intérêt du propriétaire. Mais l'intensification des échanges internationaux et la complexité croissante des technologies ont favorisé l'émergence d'entreprises-projets dont les actionnaires sont nombreux et de profils différents, ayant donc des intérêts différents, voire divergents : les salariés, les dirigeants, les partenaires industriels, commerciaux et financiers.
Depuis le début des années 80, on observe que les entreprises européennes tendent à se rapprocher du modèle de gestion défendant les intérêts des actionnaires financiers. Les marchés financiers privés « private equity »,

et publics « public equity », occupent en effet une place de plus en plus importante dans l'économie de l'entreprise-projet. Cette récente montée en puissance a été favorisée par plusieurs phénomènes. D'une part, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs prédominants dans l'économie mondiale et, d'autre part, les fonds d'investissement étrangers détiennent une part croissante du capital des entreprises. Cette internationalisation des capitaux s'accompagne d'une forte harmonisation des pratiques des acteurs du marché financier et des pratiques de gouvernement d'entreprise pour défendre l'intérêt des actionnaires.

Parallèlement, l'activisme des actionnaires des entreprises hautement technologiques, généralisé aux États-Unis, se propage depuis peu en Europe et a donné naissance à la notion de valeur actionnariale, « *shareholder value* ». Cette valeur occupe a présent une place dominante dans l'entreprise aux actifs risqués car leurs détenteurs attendent une rentabilité élevée. Dans ce cadre, le coût des capitaux propres ne se limite pas seulement au paiement de dividendes mais aussi aux opportunités de réaliser une plus-value. L'information financière est alors un outil d'arbitrage privilégié car elle permet de communiquer sur des objectifs quantifiés et sur le suivi des performances. De ce fait, des informations précises sont demandées quant aux orientations stratégiques, à la rémunération, aux acquisitions et, de plus en plus, à la responsabilité sociétale de l'entreprise.

Dans les précédents chapitres nous avons pu constater que plus l'activité de l'entreprise est liée à des technologies de pointe, plus elle génère des conflits entre dirigeants et actionnaires. Ces conflits trouvent leurs sources dans l'insatisfaction des actionnaires quant au niveau d'effort produit par les dirigeants, leur attitude vis-à-vis du risque, l'horizon d'investissement et l'utilisation des actifs. Le dirigeant étant plus proche des sources d'informations que l'actionnaire, il peut être tenté de les manipuler à son profit car sa rémunération dépend le plus souvent de l'information qu'il détient sur l'entreprise et ses perspectives d'évolution.

Pour prévenir la désapprobation des actionnaires, qui peut se traduire par des sanctions allant jusqu'à la révocation, il est dans l'intérêt des dirigeants d'adopter une politique d'information transparente pour corriger d'éventuelles perception négatives des investisseurs ou pour une politique d'information opaque afin de cacher momentanément certaines faiblesses de l'entreprise. Lorsque l'entreprise est particulièrement en asymétrie

d'information, c'est à dire que les projets qu'elle développe sont complexes au point où l'actionnaire à peu de visibilité sur l'activité, les investisseurs peuvent adopter une position active de contrôle active, « hands-on », pouvant aller jusqu'à détenir la majorité du capital des projets particulièrement opaques. Cette position peut être recherchée par l'actionnaire afin que le pouvoir ne soit pas dilué entre plusieurs investisseurs passifs. Mais cette position induit des coûts significatifs de surveillance qui sont au détriment de la valeur de l'entreprise. Les dirigeants sont donc en général disposés à communiquer spontanément leurs informations afin d'éviter que soit exercé un contrôle de proximité de leurs actions par des actionnaires financiers actifs.

Les stratégies de diffusion de l'information : transparence et opacité

Le principe de diffusion de Dye[1] est sans doute le plus connu lorsque l'on aborde la théorie de la communication financière. Ce principe désigne le mécanisme par lequel les dirigeants des entreprises sont amenés à communiquer spontanément les informations privées qu'ils détiennent. Si les investisseurs n'ont pas connaissance des perspectives favorables de l'entreprise, cela peut créer des conditions de financement défavorables, voire dégrader la compétitivité de la firme. L'entreprise-projet bénéficiant d'informations favorables est donc incitée à les communiquer aux actionnaires et, par inférence, on peut en déduire que celles entreprises qui ne communiquent pas ne sont en possession que d'information défavorables. Toutes les entreprises devraient donc diffuser leurs informations, même lorsqu'elles ne sont pas favorables car, en cas de silence, le marché tendrait à imaginer une situation encore plus menaçante. Le principe de Dye repose néanmoins sur des hypothèses fortes telle que la gratuité de la diffusion des informations ou encore celle de « la contrainte de vérité » qui empêche l'émetteur de communiquer une fausse information. Les limites sont alors évidentes dans la mesure où il est très onéreux de communiquer dans le cadre de projets technologiques (prototype, expertises…) et que le

1. Dye (1985) ; « costly contract contingencies » ; *International Economic Review* ; vol. 26 ; p. 233-250.

porteur du projet peut aisément cacher des informations, transmettre des informations erronées, désuètes ou volontairement incomplètes, mensongères ou travesties sachant que leur vérification est très coûteuse. Ainsi, pour les entreprises de haute-technologie, seules les informations vérifiables sont valorisées par les investisseurs. Une véritable politique de communication doit donc être mise en œuvre au risque de voir les projets considérablement sous-évalués par les investisseurs qui, d'une part, adoptent un comportement sceptique en l'absence d'information et, d'autre part, sont réticents à engager des dépenses de recherche d'information.
Quant à la diffusion volontaire de mauvaises nouvelles, elle a pour fonction de se prévenir d'éventuelles poursuites sur la base d'une dissimulation d'information. Les dirigeants ont ainsi significativement tendance à anticiper sur la date de publication de leurs résultats lorsque ces derniers sont mauvais. Cet effet de préemption est d'autant plus marqué que les résultats sont mauvais.

Les entreprises qui ne communiquent pas risquent également de s'exposer à des prévisions émises par des tiers. Si une firme du même secteur publie des informations négatives, le marché peut estimer que les informations détenues par les entreprises qui sont restées silencieuses sont également négatives. C'est le cas notamment pour les entreprises présentes sur des marchés concurrentiels et cycliques tel que l'informatique, et qui sont particulièrement sensibles aux frémissements des retournements de tendances sectorielles. *A contrario*, si le secteur est peu concurrentiel, ou si la probabilité d'une menace d'entrée d'un nouveau concurrent est faible, alors l'entreprise ne sera pas contrainte par la pression des tiers de publier des données opérationnelles. En effet, Le risque d'action d'un concurrent est d'autant plus faible que le coût de propriété de l'information est élevé. S'il existe un risque élevé d'action de la part d'un concurrent, l'entreprise sera tentée d'opter pour une diffusion partielle ou erronée pour le démotiver d'agir. Néanmoins si le risque d'action est élevé, le dirigeant ne pourra pas éviter que son concurrent agisse. Il va par conséquent privilégier la valorisation de la firme et choisira une stratégie de diffusion complète. La stratégie de communication dépend donc du coût de propriété de l'information et de la situation concurrentielle mais aussi de la dépendance de l'entreprise par rapport au marché financier

pour ses besoins de financement. L'entreprise en croissance sera alors davantage motivée pour déclarer ses opportunités de croissance plutôt que pour tenter de tromper ses concurrents.
À ces arguments en faveur d'une stratégie de communication financière transparente des entreprises en croissance, on peut ajouter que la diffusion d'information accroît la liquidité car elle renseigne le marché sur les opportunités et favorise les échanges entre investisseurs. Dans le premier chapitre, nous avons établi que les entreprises de croissance souffrent d'un manque d'opportunité de redéploiement (entreprises aux actifs spécifiques et intangibles) et sont par essence moins liquides que les entreprises dont les actifs peuvent-être utilisés plus largement dans une industrie. Rappelons que le manque de liquidités a un impact fort et direct sur la valorisation dans la mesure ou il vient accroître le risque des investisseurs, donc des capitaux propres. Accroître la liquidité revient alors à réduire le déséquilibre entre l'entrepreneur et l'investisseur pour arriver à une étroite fourchette de valorisation, réduisant ainsi les coûts de transaction et générant une liquidité sur le marché.

■ La communication financière face à la gouvernance et à la régulation

Gouvernance et enracinement des dirigeants

En contrôlant les dirigeants, le gouvernement d'entreprise a pour objectif de garantir aux actionnaires qu'ils ne sont pas lésés. L'efficacité de la gouvernance dépend de la capacité des actionnaires à obtenir rapidement les informations pertinentes sur la situation de l'entreprise, le contexte dans lequel elle évolue ainsi que sur tout événement susceptible d'avoir une influence sur la croissance et l'évolution de sa valeur (valeur économique et valeur de marché). Afin de limiter les coûts de recherche d'information et de surveillance, les actionnaires disposent d'un pouvoir de contrôle à travers le conseil d'administration, chargé de convoquer les assemblées générales, de nommer et de révoquer son président et les diri-

geants, de contrôler la gestion de l'entreprise, de valider la stratégie adoptée par les dirigeants et d'arrêter les comptes.
Se sachant révocable par le conseil d'administration, un dirigeant opportuniste adopte des stratégies qui visent à rendre son éventuelle révocation difficile et coûteuse. Il aura ainsi tendance à accroître l'incertitude sur les stratégies et les investissements qu'il met en œuvre afin de les rendre plus complexes et moins compréhensibles pour les équipes dirigeantes concurrentes et les actionnaires. Ce profil de manager cherche aussi à mettre en œuvre un ensemble de mesures visant à réduire l'efficacité des systèmes de contrôle et de sanction. Si les contrôles internes et externes sont inopérants, le dirigeant peut détourner à son profit une partie des richesses produites par l'entreprise. Une stratégie d'enracinement peut ainsi influer sur la politique d'investissement et de croissance de l'entreprise (le dirigeant ayant tendance à choisir des projets susceptibles d'accroître son enrichissement personnel au détriment des projets rentables pour l'entreprise, ou encore d'élaborer des montages financiers ou juridiques qui ne correspondent pas à une réalité économique).

Gouvernance et dispositions légales de la communication financière

Le gouvernement d'entreprise s'articule autour du conseil d'administration, des dirigeants de l'entreprise, ainsi que du comité des comptes et du comité des rémunérations. La performance de l'entreprise est largement liée à la compétence, au savoir-faire et à l'engagement des différentes personnes qui apportent leur concours à ces différentes instances. Par ailleurs, ces personnes sont redevables du bon fonctionnement de l'entreprise qui leur a été confiée par les actionnaires. Une bonne communication financière s'attachera donc à informer les marchés sur les compétences et caractéristiques professionnelles des personnes en charge de ces différentes fonctions. Sur un plan collectif, la diffusion des rapports d'activité du conseil et des comités, ainsi que les rapports sur l'évaluation de leur fonctionnement doit permettre aux actionnaires d'appréhender la qualité du système de pilotage et de contrôle de l'entreprise à laquelle ils ont confié des capitaux dans la perspective de les valoriser.

À la suite des faillites retentissantes comme celle d'Enron, de nouvelles dispositions sont apparues aux États-Unis pour les entreprises cotées afin de renforcer les mécanismes de contrôle interne et externe. Sous le terme de « ***corporate gouvernance*** », les obligations suivantes ont été formalisées :

– obligation pour les présidents et les directeurs financiers de certifier personnellement les comptes ;
– interdiction de nommer des administrateurs non indépendants au comité d'audit du conseil d'administration ;
– encadrement des avantages particuliers des dirigeants (perte de l'intéressement en cas de diffusion d'informations inexactes, interdiction des emprunts auprès de l'entreprise, possibilité donnée à la SEC d'interdire tout mandat social pour les dirigeants soupçonnés de fraude).

Les principaux thèmes du dispositif réglementaire encadrant le gouvernement d'entreprise portent donc sur le fonctionnement effectif des conseils d'administration et de leurs comités spécialisés, sur l'indépendance des administrateurs et sur les mécanismes de rémunération et de responsabilisation des dirigeants opérationnels. Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. La mission du conseil d'administration est en effet de défendre en toute circonstance les intérêts des actionnaires, mais aussi des salariés (ce dernier point n'est cependant pas abordé par les acteurs anglo-saxons, pour qui le conseil d'administration doit avant tout défendre les intérêts des actionnaires.

Les rapports Viénot I et II ont mis en lumière les faiblesses suivantes dans le fonctionnement du conseil d'administration en France :

– le partage des responsabilités entre les membres du conseil d'administration et son président est mal encadré car la légitimité des membres du conseil d'administration est contestable. Le cumul des mandats et les participations croisées provoquent des conflits d'intérêt qui nuisent à l'efficacité et l'indépendance de l'exercice du pouvoir par les administrateurs. Le président du conseil doit être indépendant (non lié à l'entreprise, ou sans responsabilités opérationnelles) : il apparaît en effet délicat qu'une personne valide les stratégies et les décisions qu'elle a elle-même élaborées. La dissociation des fonctions de gestion et de

contrôle est la règle au Royaume-Uni et dans la plupart des autres pays du nord de l'Europe. En France, comme aux États-Unis, le cumul constitue le modèle le plus répandu, mais deux formules existent pour la dissociation : soit une société à conseil d'administration avec séparation des fonctions de président et de directeur général, soit une société à directoire et conseil de surveillance. Dans le premier cas, le dirigeant fait en général partie du conseil ; dans le second, il en est exclu (par définition, le directoire et le conseil de surveillance n'ont pas de membres communs) et il doit exercer le pouvoir sur un mode collégial avec les autres membres du Directoire.

– le droit à l'information dévolu aux administrateurs est insuffisant. La qualité et la fiabilité de l'information financière, notamment sur les points sensibles de la rémunération du dirigeant (par des stock-options ou autres systèmes d'incitation), et de la gestion de l'entreprise (garantie de l'indépendance des commissaires aux comptes) n'est pas suffisante. L'application du gouvernement d'entreprise suppose aussi que les entreprises doivent fournir une information comptable de qualité.

Après la publication des rapports Viénot I et II, l'application des dispositifs législatifs existants (loi de 1966 notamment) ainsi que la large diffusion auprès des acteurs du marché et des entreprises des principes du gouvernement d'entreprise, ont suffit à améliorer largement les mécanismes de contrôle existant.

Le rapport Bouton apporte également des solutions en matière de gouvernement d'entreprise par le non-cumul des mandats et l'interdiction des participations croisées. La mise en place de comités spécialisés composés pour partie d'administrateurs indépendants a permis de généraliser les systèmes d'auto-régulation visant au contrôle de la gestion.

■ Transparence et relation avec les investisseurs

Transparence de la communication financière

Jusqu'alors, nous avons montré dans quelle mesure la communication financière est indispensable au fonctionnement du marché financier pour

les entreprises technologiques car elle alimente les processus décisionnels d'allocation des ressources. La communication financière fait donc partie intégrante de la stratégie et sa fonction est de contribuer à la transparence des entreprises contemporaines. Les critères de transparence les plus efficaces sont les suivants :

– la pertinence correspond à l'adéquation de l'information produite par rapport aux besoins des actionnaires. Il importe de caractériser les performances et la situation financière de l'entreprise par l'intermédiaire de critères fiables et adaptés à la nature des activités de l'entreprise, en privilégiant la prise en compte de modes de gestion à long terme. Sur un plan pratique, il est souhaitable d'appliquer une certaine continuité dans l'utilisation des mêmes critères dans les communications successives, en particulier pour les indicateurs de création de valeur ;
– la précision de l'information est une condition essentielle à l'obtention d'une information transparente. La recherche de transparence invite à donner une information spécifique sur les engagements hors bilan et sur les risques associés et, d'une façon encore plus générale, sur les risques de toute nature pouvant mettre en jeu ultérieurement la situation financière de l'entreprise.

La fiabilité des informations ainsi communiquées doit pouvoir faire l'objet d'une vérification de la part des différents intervenants sur les marchés. Le rapport des commissaires aux comptes, la description des procédures internes de contrôle et d'évaluation, les notations financières sont autant d'éléments qui permettent cette appréciation. Nous considérons donc qu'une stratégie de communication financière est transparente lorsqu'elle exprime sans l'altérer la réalité économique et financière de l'entreprise, par la transmission d'informations sur ses activités passées, présentes et futures, précises et pertinentes pour l'évaluation présente et à venir de l'investissement.

Identification des actionnaires

Les entreprises doivent s'efforcer de connaître leurs actionnaires afin de choisir les outils de communication financière les plus adaptés. Bien que

le grand nombre d'actionnaires ainsi que leur diversité rendent cette identification délicate, les entreprises disposent de quatre principaux moyens pour y parvenir : les déclarations d'intention, la mise au nominatif des titres, l'enquête sur le Titre au Porteur Identifiable ainsi que la création de bases de données régulièrement mises à jour.

Premièrement, la déclaration d'intention est une obligation juridique qui permet d'identifier les principaux actionnaires. En effet, en cas de franchissement des seuils de 10 et de 20 % du capital, l'article L. 233-7 du Code de commerce stipule que « le déclarant doit faire part de ses intentions pour les douze mois à venir et indiquer s'il compte arrêter ou poursuivre ses achats, acquérir ou non le contrôle de la société, demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance ».

Deuxièmement, en France, les titres peuvent prendre différentes formes. Ils peuvent être au porteur ou au nominatif. Les titres nominatifs sont inscrits dans des comptes tenus par la société émettrice, les comptes de titres au porteur sont tenus par un intermédiaire financier (banquier ou agent de change).

Troisièmement, afin de pallier les difficultés rencontrées par les intermédiaires financiers pour exécuter rapidement les opérations boursières portant sur des titres nominatifs et d'inciter les sociétés cotées à ne pas recourir à cette forme de valeurs mobilières, le législateur a créé une variété de titre au porteur, le titre au porteur identifiable, dont le titulaire peut être connu de la société émettrice.

Quatrièmement, des bases de données existent pour l'actionnariat institutionnel français et étranger. Souvent élaborées par les SICAV et les Fonds Communs de Placements, elles peuvent aussi avoir été créées par un consultant spécialisé.

Les cibles de la communication financière

Les actionnaires particuliers : ils font l'objet d'attentions spéciales et peuvent revêtir une grande importance aux yeux des entreprises car ils représentent souvent une part importante de la capitalisation boursière et constituent un actionnariat plutôt stable qui vise le long terme tout en espérant une rémunération au travers de dividendes stables. Ils attendent

une information régulière qui leur donne une perspective à moyen ou long terme. Les communiqués annuels ou semestriels permettent aux entreprises de répondre à cette attente. Par ailleurs, disposant rarement de compétences financières, les actionnaires particuliers ont également besoin d'une information retraitée et facile d'accès. La diffusion de lettres aux actionnaires (trimestrielles, semestrielles ou annuelles) et de rapports annuels abrégés est de ce fait une initiative particulièrement appréciée.

Les investisseurs institutionnels : Les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, caisses de retraites, établissement de gestion de l'épargne collective…) sont les intervenants les plus représentés sur les marchés. Ils ont parfois une vision de court terme, ce qui fait d'eux des intervenants très réactifs, susceptibles de faire considérablement varier le cours de bourse. Ils sont demandeurs d'une information très poussée, d'où le caractère très technique des rapports annuels. De plus, des réunions ou des rencontres sont spécialement organisées à leur intention afin d'apporter des informations techniques, de répondre à leurs questions et de mieux cerner la perception qu'a le marché de l'image financière de l'entreprise.

Les actionnaires salariés : Ils sont très favorisés en France grâce au développement des plans d'épargne investis en actions de l'entreprise, et par l'émission d'actions à des conditions particulièrement attrayantes pour les salariés. L'informateur financier doit alors s'attacher à ce que l'image de l'entreprise que trouvent les salariés dans la presse soit cohérente avec son image interne.

Les analystes financiers : Les analystes financiers sont des intermédiaires dont le rôle consiste à produire des informations prévisionnelles à l'intention des investisseurs. Ces prescripteurs analysent l'activité de l'entreprise et ses résultats, et leur avis influencent les anticipations des investisseurs et la composition de leur portefeuille. Le diagnostic des analystes financiers est capital pour la décision d'investissement et constitue de ce fait un formidable levier dans la diffusion de la communication financière. En France, la Société Française des Analystes Financiers (S.F.A.F.) est garante de la formation de ses membres et de leur intégrité. Les entreprises reconnaissent l'importance de ce groupe professionnel et cherchent les

meilleures façons de l'informer. Les réunions à Paris et en province ainsi que les visites de sites organisés par la S.F.A.F. restent le moyen le plus connu et le plus utilisé.

La presse : Les relations avec la presse dépendent le plus souvent de la direction de la communication et non du service de communication financière. Étant la principale source d'information des investisseurs, elle joue un rôle de relais dans la vitesse de diffusion de l'information aux marchés. Les agences de presse deviennent alors pour les entreprises l'un des principaux destinataires de la communication financière.

■ Supports et transparence de la communication financière

Les supports de la communication financière

Les entreprises utilisent différents supports de communication financière.

✔ *Le rapport annuel et les informations légales*

C'est l'outil de communication le mieux reconnu même si la quantité d'informations divulguées varie selon les entreprises et leur stratégie de communication. Un manque d'informations peut-être interprété comme un point négatif et au contraire, trop d'informations peut nuire à l'entreprise dans la mesure où elle peut renseigner les concurrents. Sur le plan financier le rapport annuel contient les éléments suivants :
– le tableau de financement,
– le compte de résultat,
– le bilan,
– les résolutions portant approbation des comptes et l'affectation des résultats.

En ce qui concerne les informations légales pour les entreprises cotées, les comptes annuels provisoires doivent être publiés dans les quatre mois

suivant la clôture de l'exercice. Ces comptes sont généralement très attendus par le marché et donnent parfois lieu à des réactions très vives. Les comptes définitifs doivent être publiés dans les quarante-cinq jours suivant leur approbation par l'assemblée générale des actionnaires. Ils comportent les comptes annuels, la décision d'affectation du résultat et les comptes consolidés. Il s'agit ici du cadre légal, la plupart du temps les résultats sont publiés au BALO (*Bulletin d'annonces légales)* bien avant la tenue de l'assemblée générale ordinaire.
L'information comptable semestrielle est publiée dans les trois mois qui suivent la fin du premier trimestre, elle comprend un tableau d'activité et de résultats assorti d'informations relatives au chiffre d'affaires et aux résultats, ainsi qu'aux événements importants survenus au cours du semestre écoulé. En général, les entreprises cotées complètent cette obligation en fournissant aux marchés une ventilation de ces chiffres selon leur secteur d'activité, leur implantation géographique. Afin de faciliter la rédaction et la lecture et de réduire le coût de ces notes, l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) incite depuis plusieurs années leurs émetteurs à faire enregistrer auprès d'elle un document de référence qui se présente en trois parties :
– le rapport annuel ;
– les comptes consolidés ;
– le rapport de gestion du Conseil d'Administration, comptes de la société mère et compléments d'information.

✔ *Le fact-book*

Il regroupe en un seul document plusieurs années d'informations sur l'entreprise. Cette dernière y est décrite en détaillant l'ensemble de ses métiers ainsi que l'environnement macro-économique dans lequel ils ont évolué sur la période étudiée.

✔ *Les avis financiers*

Divers avis financiers permettent la diffusion dans la presse des résultats :

– avis pour informer sur les résultats estimés de l'exercice qui vient de s'achever. (publié dans la seconde quinzaine de janvier dans le meilleur des cas) ;
– avis pour informer sur les résultats arrêtés par le conseil d'administration. (publié à partir de la seconde quinzaine de février) ;
– avis publié à l'occasion des assemblées générales avec une information centrée sur les dividendes. (à partir de la mi-avril jusqu'à fin juin) ;
– avis sur les résultats semestriels.

✔ *La lettre aux actionnaires et les courriers électroniques*

La lettre aux actionnaires permet une communication directe auprès des investisseurs. Elle donne périodiquement des informations sur la vie de la société et sur ses données boursières. Avec l'essor d'Internet, cette communication se fait de plus en plus de manière électronique, ce qui permet un vrai dialogue entre les acteurs des marchés financiers et la transmission de graphiques et de tableaux en temps réel.

✔ *La Banque de Communiqués*

Cette base de communiqués a été créée par l'AMF en 1993. Elle est disponible via le minitel (ECOFIL) et sur Internet (SOPHIE : Site Ouvert des Publications Historiques des Entreprises sur le site de l'AMF[1]). Elle permet d'avoir accès en temps réel aux communiqués financiers des entreprises cotées adhérentes.

✔ *Internet*

Pour une entreprise, un site Internet correspond à une véritable vitrine de l'entreprise accessible immédiatement de partout dans le monde. De nombreuses informations y sont en général présentes, depuis l'activité de l'entreprise jusqu'aux différentes informations financières (rapport annuel…).

1. http://www.amf-france.org

✔ *Les réunions d'information*

Ces réunions constituent un élément important de la stratégie de communication financière d'une entreprise car elles permettent un contact direct avec les investisseurs. Elles peuvent prendre différentes formes :

– réunion annuelle : Commentaire des états financiers et exposé stratégique, séance de questions-réponses ;
– réunion semestrielle : elle consiste généralement en la lecture d'un communiqué, la présentation des principaux chiffres, une séance de questions-réponses ;
– « road-show » ou tournée organisée pour améliorer la perception par le marché de l'image financière de l'entreprise ;
– « One-to-one meetings » : rendez-vous individuels avec les investisseurs ;
– réunion avec les analystes : elles permettent aux analystes de s'informer sur le fonctionnement et les perspectives d'une entreprise d'un point de vue stratégique et financier. L'analyste financier rédige ensuite une note ou une analyse beaucoup plus détaillée, avec en plus une recommandation d'achat, de vente ou de conservation de la valeur. Cela permet à l'entreprise de démontrer la pertinence de ses choix stratégiques auprès de spécialistes ;
– réunions avec les autres partenaires financiers : elles sont destinées principalement aux administrations, à l'État et aux banques. Elles ont souvent un caractère « privé » et le secret est de rigueur.

Le tableau ci-dessous issu des travaux de Guimard[1] indique l'adéquation des supports de la communication financière par rapport aux cibles.

1. Guimard, 1995 ; *La communication financière*, Economica.

Adéquation des supports de la communication financière aux cibles

Cibles financières	Rapport annuel complet	Résumé	Fact book	Lettre aux actionnaires	Guide de l'actionnaire	Web et Minitel	Publications internes	Envoi de communiqués	Réunions analystes	Réunions en Province	Visite de sites
Actionnaire individuel	X	X		X	X	X				X	X
Actionnaire salarié		X		X	X	X	X				
Institutionnel	X		X					X	X		X
Analystes financiers	X		X	X			X	X	X		X
Banques	X							X	X	X	
Clubs	X			X	X	X			X	X	
Agence de notation	X								X		
Forces de vente									X		
Presse											
Presse financière	X					X		X	X		
Presse spécialisée		X				X		X	X		
Presse généraliste		X				X		X	X	X	
Agence de presse								X	X		
Clients fournisseurs		X				X					

Évaluation de la transparence financière

La communication financière permet à l'entreprise d'influencer l'opinion des investisseurs en augmentant leur perception et en réduisant les risques perçus.

✔ *Grille d'évaluation de Bertrand*

Parmi les différentes méthodes d'évaluation de la qualité de l'information financière diffusée nous retenons celle de Bertrand[1] car elle s'attache au rapport annuel, principal document de la communication financière. Cette approche permet aux dirigeants d'entreprises cotées et non-cotées de vérifier s'ils répondent bien aux attentes des analystes et des actionnaires en matière d'information. Quant aux analystes, cette grille leur permet d'évaluer objectivement l'entreprise et les risques que fait peser un manque potentiel d'information.

La grille d'évaluation de Bertrand se compose de six axes pour lesquels il s'agit de vérifier s'il existe une information et si elle est de qualité :

Axe 1 – les informations historiques.
Axe 2 – les informations relatives à l'activité et à l'environnement.
Axe 3 – les informations prospectives et prévisionnelles.
Axe 4 – les données financières et comptables.
Axe 5 – les indicateurs non financiers.
Axe 6 – les commentaires et analyses des dirigeants.

• Axe 1 – les informations historiques
L'analyse des informations historiques permet de faire émerger une tendance. Il est par ailleurs préférable qu'un chapitre du rapport annuel soit consacré au rappel des données concernant les années précédentes.

1. Frédéric Bertrand ; « Transparence de l'information : les stratégies de communication financière des grandes sociétés françaises cotées » ; Thèse de Doctorat, Université de Droit, d'Économie et des Sciences d'Aix-Marseille, 2000.

Pour la construction du score, 6 éléments rentrent en jeux dont l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat d'exploitation et de la rentabilité des capitaux propres.

• Axe 2 – les informations relatives à l'activité et à l'environnement
Cette partie concerne la stratégie de l'entreprise, les conditions d'exploitation, les produits qu'elle exploite et son marché. Un investisseur se doit de connaître une entreprise sans se limiter aux seuls chiffres financiers. Cette partie permet de présenter l'entreprise dans sa généralité, et de la situer dans un contexte. Onze critères d'évaluation rentrent en jeux pour cet axe.

• Axe 3 – les informations prospectives et prévisionnelles
Cette partie est généralement controversée car les dirigeants n'ont pas la légitimité suffisante pour informer le marché sur les résultats prévisionnels. Il est donc préférable que ces informations s'accompagnent d'éléments permettant d'étayer les analyses prévisionnelles, notamment des études complémentaires fournie par des analystes indépendants. Cette séparation des pouvoirs permet d'éviter les conflits d'intérêts. L'évaluation de cet axe comprend 20 critères.

• Axe 4 – les données financières et comptables
Cet ensemble de critères mesure la qualité des informations permettant de compléter et d'améliorer la compréhension des comptes annuels. Il est imposé par le COB dans le cadre du document de référence. Les chiffres donnés permettent de connaître le profil financier par le calcul de ratios. L'évaluation de cet axe comprend 20 critères.

• Axe 5 – les indicateurs non financiers
Ces informations permettent d'apprécier le potentiel de l'entreprise. Il s'agit de données relatives aux dirigeants et aux ressources humaines. Ce type d'informations est de plus en plus pris en compte par les analystes. Pour cet axe, 7 critères rentrent dans l'évaluation.

• Axe 6 – les commentaires et analyses des dirigeants

L'intérêt de cette partie est de disposer des avis et commentaires des dirigeants sur les changement intervenu en cours d'exercice et sur des tendances clefs des marchés et des risques induits.

Le tableau suivant reprend chaque axe mentionné ci dessus. Pour chacun d'eux on vérifiera si l'information est présente. Les travaux de Bertrand permettent d'établir un score de transparence que nous ne détaillerons pas dans ce chapitre.

Grille d'évaluation de Bertrand sur la qualité de la communication financière

N°	Libellée	Critères
1	**Informations historiques**	
1	Données historiques.	L'historique fait l'objet d'une rubrique spécifique. Les principales dates sont spécifiées depuis la création. Les données quantitatives sont appréciées.
2	Chiffres d'affaires.	Les données sont au minimum sur 2 ans et si possible sur 5 ans ou plus.
3	Résultat d'exploitation.	
4	Résultat net.	
5	Rentabilité économique.	Il doit être possible de calculer soit le ROA (résultat net/actif total), soit l'EBE (immobilisation/BFRE) sur au moins 2 ans, voir 5 ans ou plus.
6	Rentabilité des capitaux propres.	Possibilité de calculer le ROE (résultat net courant avant impôts/fonds propres) sur 5 ans.

2	**Informations relatives à l'activité et à l'environnement**	
1	Objectif et orientation stratégique	L'attente concerne l'entreprise dans sa totalité. Pour chaque cas une cible est identifiée, avec chiffrage et les échéances sont précisées.
2	Investissement industriel et financier.	Présentation claire et quantitative.
3	Développement international et alliance.	
4	Réorganisation et restructuration.	
5	Structure du groupe.	
6	Identification des principaux produits/services.	
7	Identification des marchés support.	
8	Principaux concurrents.	
9	Parts de marché.	
10	Identification des barrières à l'entrée.	
11	Faits marquant de l'exercice.	

3	**Informations prévisionnelles et prospectives**	
1	Comparaison du C.A. prévisionnel avec celui de l'exercice.	L'horizon de prévision est défini et les montants anticipés sont précisés sans ambiguïté.
2	Comparaison du résultat prévisionnel avec celui de l'exercice.	
3	Prévision de trésorerie.	
4	Prévision de résultat opérationnel/net.	
5	Prévision du C.A.	
6	Programme d'investissement prévisionnel.	
7	Prévision de dépenses en R&D.	
8	Incidence des risques sur le C.A. et le R.N. prévisionnel.	
9	Incidence des opportunités sur le C.A. et le R.N. prévisionnel.	
10	Tendances futures du marché.	

4	**Données financières et comptables**	
1	Répartition du C.A. /activités.	Le choix de l'application est expliqué et le champ d'application est précisé.
2	Répartition du C.A. /zones géographiques.	
3	R.E./activité.	
4	R.E./zones géographiques.	
5	CAF ou MBA.	
6	Présentation de la VA ou de l'EBE.	
7	Présentation du résultat par action.	
8	Évolution du cours de l'action.	
9	Croissance du dividende par action.	
10	Existence d'un tableau de financement ou de flux de trésorerie.	
11	Existence d'un tableau de variation des capitaux propres.	
12	Indication des référentiels comptables.	
13	Principes et méthodes comptables utilisés.	
14	Méthodes de consolidation.	
15	Incidence des variations de périmètre de consolidation.	
16	Informations sur les provisions pour risques et pour restructuration.	
17	Endettement net.	
18	Trésorerie nette.	
19	Information sur les dettes financières.	
20	Informations sur la R&D.	

5	**Données non financières**	
1	Effectifs.	Les informations doivent être quantitatives.
2	Information sur les principaux contrats en cours.	
3	Noms et responsabilité des principaux dirigeants.	
4	Information sur le gouvernement de l'entreprise.	
5	Information sur les relations sociales.	
6	État du carnet de commande.	
7	Identification des sites de production/propriétés foncières.	

6	**Commentaires et analyses des dirigeants**	
1	Discussion des changements affectant l'activité.	Des explications sont disponibles et sont quantitatives.
2	Discussion des changements affectant la rentabilité.	
3	Discussion des risques et opportunités.	
4	Discussion des événements clefs de l'exercice.	
5	Discussion des tendances clefs des marchés supports.	

✔ *Spécificité de la transparence financière des entreprises de croissance*

En matière de transparence financière on observe de grandes disparités selon les entreprises. A titre d'exemple, Alcatel, Wavecom, Jet Multimédia et TRS ont des stratégies de communication financière qui s'avèrent être à présent particulièrement efficaces et transparentes. En revanche, il reste encore une part significative d'entreprises dont l'opacité tient aux

problèmes d'évaluation des actifs car les règles générales en matière d'amortissement laissent une certaine marge de manœuvre en ce qui concerne les actifs incorporels (écarts d'acquisition, immobilisations incorporelles). Il est alors appréciable que les entreprises technologiques justifient leurs choix sur le mode d'amortissement, la durée d'amortissement et les écarts d'acquisition.

Ensuite, l'enregistrement d'un contrat de location-financement sous forme de loyer uniquement ne permet pas de traduire une transaction qui, en substance, est une acquisition d'immobilisation à crédit. Les contrats retraités apparaissent donc au bilan sous forme d'une immobilisation corporelle, et sous la forme d'un endettement ainsi qu'au compte de résultat sous la forme d'un amortissement et d'une charge financière. Un entreprise améliore sa transparence si elle indique la nature du contrat (location simple ou location-financement), les informations sur le retraitement au bilan et les informations sur le retraitement au compte de résultat.

Enfin, les entreprises ayant des activités de recherche et développement ne communiquent pas toujours sur leurs axes de recherche ou sur le budget alloué et son évolution, ni sur le traitement comptable de ces activités. En effet, les frais de recherche et développement sont très souvent constatés en charges, ce choix étant souvent justifié en invoquant le principe de prudence. Dès lors, des effets d'opacité sur l'activité peuvent être évités lorsque l'entreprise fait une présentation claire des activités de recherche et développement, donne des informations chiffrées sur les montants des dépenses en R&D, sur le traitement comptable de ces sommes (constatation en charge ou immobilisation) et qu'elle justifie le choix de ce traitement comptable.

À ces trois premiers composants, déterminant de la transparence financière des entreprises technologiques, on pourra ajouter ceux relatifs aux provisions et aux plans incitatifs.
En effet, les indications sur le fait générateur et le type d'éléments (risques, pertes ou charges) susceptibles de donner lieu à des provisions restent encore souvent imprécis. Pourtant, dans l'entreprise de croissance,

ces opérations portent souvent sur montants pouvant mettre l'entreprise en danger. L'impact des provisions sur la formation du résultat est alors difficile à appréhender laissant une large place à l'interprétation des analystes qui peut s'avérer défavorable.
En ce qui concerne les plans incitatifs, ces derniers sont présents dans quasiment l'ensemble des entreprises technologiques et plus encore lorsqu'il s'agit d'entreprises de forte croissance. Néanmoins, la comptabilisation de ces avantages n'est pas soumise à des règles claires et il est alors très appréciable d'en connaître le contenu.

L'entreprise-projet étant sensible aux questions de diffusion d'information, nous avons exploré dans ce chapitre les enjeux stratégiques et les instruments de la communication financière. Les sources de financement proviennent souvent d'investisseurs institutionnels qui sont en mesure de remettre en cause le poids des actionnaires minoritaires. Ce profil d'investisseur a tendance à s'accaparer pour partie l'information financière. Néanmoins, l'informateur financier veillera à donner une information égale à l'ensemble des investisseurs de manière à éviter toute mise en cause pour délit d'initiés. Parallèlement, l'activisme actionnarial, généralisé aux États-Unis, se propage depuis peu en Europe et les actionnaires minoritaires s'organisent afin d'obtenir des données précises sur la gestion de l'entreprise. Anticiper sur la demande d'information des actionnaires offre la possibilité à l'entreprise-projet de fidéliser les investisseurs en capitaux propres. Ces derniers demeurent précieux pour traverser les tumultes de la croissance.

CONCLUSION

Contraintes par l'accélération du déploiement des technologies et des services, les grandes entreprises et les organismes de recherche tendent à se scinder en une myriade d'entreprises-projets. Dans ce contexte, les perspectives de rentabilité et les risques encourus par les instigateurs de projet et par leurs partenaires institutionnels, industriels, commerciaux et financiers viennent poser la question de la valorisation financière dans les prises de décisions stratégiques.

Pour y répondre, cet ouvrage a présenté différentes méthodes de valorisation financière en fonction des caractéristiques des projets évalués : des méthodes qui reposent sur les modèles d'actualisation d'abord, puis des méthodes de comparables et enfin celles des options réelles.

Mais déterminer la valeur financière des entreprises-projets marquées de fortes incertitudes reste un exercice complexe qui conduit, dans de nombreux cas, à une importante sous-évaluation par les investisseurs et les partenaires afin de se prévenir des risques auquel ils s'exposent. Cette sous-évaluation peut être telle que les instigateurs de projets les plus prometteurs s'en trouvent démotivés. Afin d'établir un équilibre entre les demandeurs de capitaux et ceux qui les offrent, l'ingénierie financière apporte donc, avec ses concepts, des mécanismes d'alignement d'intérêts par la mise en œuvre d'instruments financiers dérivés.

Dès lors, on comprend le rôle fondamental que jouent, dans le financement de l'entreprise-projet, l'expertise des capital-investisseurs et leurs qualités à concevoir des contrats au point que les grandes entreprises créent leurs propres fonds. Néanmoins, pour conserver leur notoriété et leur accès au marché financier, ces intermédiaires financiers doivent assurer des perspectives de plus-values aux actionnaires qui accompagnent le développement d'une entreprise-projet. Se pose alors le problème de la liquidité des titres détenus par les capital-investisseurs car ils se positionnent sur des marchés de gré à gré hautement spécialisés. Le manque de liquidité et les difficultés de sortie qu'il entraîne induisent une sous-

évaluation telle que les capital-investisseurs sont freinés dans les investissements de projets technologiques évolués.
Le sixième programme cadre de la recherche et développement (PCRD) de la Commission européenne aura pour objectif prioritaire la compétitivité économique de l'Europe à travers les réseaux d'excellence de recherche et des nouveaux instruments d'aide au transfert technologique mis en place ces dernières années. A titre d'exemple, dès 1997 la France a pris une série de mesures permettant d'encourager et de soutenir la création d'entreprises technologiques innovantes (mise en place des Fonds Commun de Placement à l'Innovation, création de la loi sur l'innovation, renforcement des fonds d'amorçage, création des incubateurs, amélioration de la fiscalité pour les jeunes entreprises, développement de formations liées à l'entrepreneuriat…). Cette politique, qui s'inscrit dans un programme à long terme, permet de favoriser l'emploi en transformant le tissu de PME/PMI traditionnelles ou de « low tech » en un tissu de PME/PMI de « high tech » à forte valeur ajoutée. Sur ce dernier point, l'Europe lance un signal fort aux autres pays industrialisés tout en endossant un rôle de meneur dans la transformation profonde et certaine de nos économies.
Afin de faciliter cette mutation économique, le Fonds Européen d'Investissement (FEI) est né pour aider à la création de nouveaux fonds d'investissement européens. C'est ainsi que plus de 30 milliards d'euros ont été levé en 2002 dans le secteur du capital-investissement. Ce soutient à eut un effet de levier incontestable sur l'entreprise de haute technologie, les capital-investisseurs assurant un meilleur taux de survie, un meilleur management et une meilleure pénétration des marchés européens et internationaux.
L'aboutissement d'une réglementation du capital-investissement commune aux pays membres de la Communauté européenne viendra sans conteste équilibrer les investissements réalisés par les États-Unis et qui s'élèvent à près de deux tiers du marché mondial. Par l'harmonisation de la réglementation, le marché intérieur européen pourra concurrencer le marché américain et promouvoir ainsi l'émergence de projets issus de la recherche et du développement.

BIBLIOGRAPHIE

Admati et Pfleiderer, 1994 : « Robust financial contracting and the role of venture capitalist » ; *Journal of Finance* n° 2, p. 371-400.

AFIC, 1993 ; « Rapport sur l'activité du capital-investissement en France. »

AFIC, 1994 : « Guide de relation avec les investisseurs. »

AFIC, 1996 « Guide du capital-investisseur. »

AFIC, 1996 : Rapport du capital-investissement en France.

AFIC, 1998 : « Le Guide de l'Association Française des Investisseurs en Capital »

AFIC et Ernest & Young, 1995 : « Mesure de la performance de l'activité du capital-investissement en France : 1978-1994 », Paris, mai 1995.

Aggarwal et Rivoli, 1990 : « Fads in the initial public offering market ? », *Financial Management* 19 ; pp. 45-57.

Albouy, 1994 : « Le charme discret des obligations convertibles ou comment faire une augmentation de capital après un krach boursier », *Banque et Marchés* n° 16, p. 8-13.

Albouy M., 2000 : *Décisions financières et création de valeur* ; Economica.

Allen et Faulhaber, 1989 : « Signaling by Underpricing in the IPO market », *Journal of Financial Economics*, volume 23, pp. 303-323.

Amit, Glosten et Müller, 1990 : « Entrepeneurial ability, venture investment and risk sharing », *Management Science*, 10, volume 36.

Bah et Dumontier, 1996 : « Spécificité de l'actif et structure financière de l'entreprise » *Banque et Marchés* n° 23, juillet-août, pp. 28-36.

Bah et Dumontier, 1998 : « R&D intensity and corporate financial policies », *Actes du congrès de l'AFFI 1998.*

Barclay et Smith, 1995 : « The maturity structure of corporate debt », *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 609-631.

Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens, 1990 : « Venture capital and the going public process », *Journal of Financial Economics* n° 27 ; pp. 447-471.

Batsch, L., 1997 : « Distribution aux actionnaires et rachat d'actions », *Analyse Financière*, n° 111.

Battini, 1987 : *Le capital-risque, les règles du jeu*, Éditions d'Organisation.

Biddle, G.C., Bowen, R.M., and Wallace, J.S., 1997 : « Does EVA beat earnings ? Evidence on associations with stock returns and firm values », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24.

Brennan et Franks, 1997 : « Underpricing, ownership and control in IPO of equity securities in the UK », *Journal of Financial Economics* 45, pp. 391-413.

Bygrave et Timmons, 1992 : « The CEO, Venture capitalists, and the board » ; *Journal of Business Venturing*, vol. 8, pp. 99-113.

Carter et Manaster, 1990 : « Initial Public Offerings and underwriter reputation », *Journal of Finance*, 1990, volume 45, pp. 1045-1067.

Challamel-Triclot et J-P. Roth, 1992 : « L'investissement en titres de capital non cotés », Numéro spécial XVII^e Congrès de la Fédération Européenne des Associations d'Analystes financiers, *Analyse financière*, 4^e trimestre.

Chan, 1983 : « On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information », *Journal of Finance*, numéro 5, pp. 1543-1567.

Charvet : « La pratique du capital-risque et du droit », cité *in* Zopounidis, 1987 : « Le capital-risque en France », *La Revue du Financier*, n° 52, mars.

Chemmanur, 1993 : « The pricing of IPO : A dynamic model with information production », *Journal of Finance*, 48, pp. 285-304.

Chiampou et Kalett, 1989 : « Risk/return profile of venture capital », *Journal of Business Venturing*, January, p. 1-10.

Copland, Tom, Tim Koller, Jack Murrin, 2002 : *Valuation : Measuring and managing the value of companies*, Third Edition, Mc Kinsey & Company, Inc.

Daigre, 1993 : « Les pactes d'actionnaires accompagnant les opérations de capital-investissement », *Option Finance*, n° 257, p. 30.

Damodaran, A., 2003 : « Value Creation and Enhancement. Back to the Future », April, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar

Desbrières, 1998 : « Le leverage buy-out », *Banque et Marchés*, n° 32, jan-fév., p. 45-50.

EVCA, 1995 « Rapport annuel »

Fried et Hisrich, 1994 : « Toward a model of venture capital investment decision making », *Financial Management*, Autumn, pp. 28-37.

Gallais-Homonno, 1999 : « Introduction en bourse, émissions d'actions et signal : une étude empirique en France », 16^es Journées Internationales de la Finance, Congrès AFFI, juin, IAE d'Aix-en-Provence.

Ged et Lantz, 1999 : « L'intermédiation financière en capital-investissement et l'évaluation de l'entreprise lors d'offres publiques initiales » ; Congrès AFFI des 16^es Journées Internationales de la Finance.

Gompers, Paul, 1995 : « Optimal investment, monitoring, and staging of venture capital », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 5.

Gompers, Paul, 1996 : « Grandstanding in the venture capital industry », *Journal of Financial Economics*, n° 42, pp. 133-156.

Gompers, Paul et Lerner, 1995 : « An analysis of compensation in the US venture capital partnership », Working Paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Gordman et Sahlman, 1989 : « What do venture capitalists do? », *Journal of Business Venturing*, May.

Hall et Hofer, 1993 : « 'Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation", *Journal of Business Venturing*, January.

Hanley et Wilhelm, 1995 : « Evidence on the strategic allocation of initial public offerings », *Journal of Financial Economics*, volume 37, pp. 239-257.

Harris et Raviv, 1990 : « Capital-structure and the informational role of debt », *The Journal of Finance*, vol. 45, n° 2, pp. 321-249.

Hirigoyen et Caby, 1998 : « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », Cahier de Recherche n° 1998-01 CREF, Institut Régional de Gestion et d'Administration des Entreprises, Bordeaux IV.

Hunstman et Hoban, 1980 : « Investment in new entreprise : some empirical observation on risk, return and market structure », *Financial Management*, Summer, pp. 44-51.

Jacquillat, 1989 : *L'introduction en bourse*, Presses Universitaires de France.

Jain, Bharat, Kini, 1994 : « The post-issue operating performance of IPO firms », *The Journal of Finance* 49, pp 1699-1726.

Jensen et Meckling, 1976 : Theory of the firm : managerial behaviour, agency cost and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol 3, n° 4, Oct., pp. 305-350.

Kelohjaru, 1993 : « The winner's curse, legal liability, and the long-run performance of initial public offerings in Finland », *Journal of Financial Economics*, volume 34, pp. 251-277.

Kim, Krinsky et Lee, 1993 : « Motives for going public and underpricing: New findings from korea », *Journal of Business Finance & Accounting*, January, vol. 20, n° 2.

Koh et Walter, 1989 : « A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues », *Journal of Financial Economics*, volume 23, pp. 251-272.

Lachmann, J. 1990 : « Le capital risque et seed money régional », *Revue Banque,* mai.

Lachmann, J., 1992 : « Évolution du capital risque en France », *Entreprise et Histoire*, n° 2, décembre.

Lachmann, J., 1993 : *Financement des stratégies de l'innovation*, Economica.

Lachmann, J., 1996 : *Financer l'innovation des PME* ; Economica.

Lantz, JS, 1999 : « L'intermédiation financière en capital-investissement et l'évaluation de la firme lors d'IPO », Thèse de Doctorat ès Sciences de Gestion ; Université de Droit et d'Économie d'Aix-en-Provence.

Lantz, JS, 2000 : « L'évaluation de l'entreprise par le marché financier lors d'IPO et la contribution de l'information produite par l'intermédiation en capital-investissement » ; WP n° 560 CEROG IAE d'Aix-en-Provence.

Lantz, JS, 2001 : « Structure financière des dotcom et rôle de l'intermédiation financière en capital-investissement », *Revue Réseaux*, vol. 19, n°106 spécial « Internet et Commerce Électronique ».

Lantz, JS, 2002 : « Emplois et financement des TIC : Services à valeur ajoutée et logiciels »

Symposium SITIC'02.

Lantz, JS, 2003 : « Création et destruction de valeur dans les hautes technologies » ; AFFI – Second International Finance Conference IFC ; Yasmine Hammamet, Tunisie, mars.

Lantz, JS, 2003 : « Création et destruction de valeur dans les Hautes Technologies », *Revue du financier*, septembre.

Lantz, JS, 2003 : « Corporate Venture et enjeux du financement de l'innovation », *Vie et Sciences Économiques*, n°163, avril

Lantz, JS, 2003 : « Financing TMT », The 2003 International Symposium on IT ; IEEE ; Orlando.

Lantz, JS, et Sahut, JM, 2003 : « Value Creation in High Tech », *Journal of International Business*, November.

Lantz, JS, 2004 : « Value Creation and financial performances in the telecommunication industry » in *Telecommunications and capital-markets*, EUL Verlag.

Leland et Pyle, 1977 : « Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation », *Journal of Finance*, n° 33, pp. 371-387.

Lepreux, J.L., 1999 : « Fusions et acquisitions : quelles incidences sur la notation ? », *Banque Magazine*, n° 601, mars.

Lerner, 1994 : « The syndication of venture capitalist investments », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, Autumn, pp. 16-27.

Levis, 1990 : « The Long run performance of initial public offering. The UK experience 1980-1990 », *Financial Management*, Spring, pp. 28-41.

Levis, 1995 : « Seasonned equity offering and the short and long term performance of initial public offerings in the UK », *European Financial Management*, 1, pp. 125-146.

Levrato, 1994 : « Le financement de l'innovation dans les PMI », *Revue d'Économie Industrielle*, n° 67, 1er trimestre.

Mac Millan, Zemann, Subbanarasimha, 1987 : « Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process », *Journal of Business Venturing*, March, pp. 123-137.

Martin, J. and J. W. Petty, 2000 : *Value-Based Management*, Harvard Business School Press.

Megginson et Weiss, 1991 : « Venture Capitalist Certification in initial Public Offerings », *Journal of Finance*, volume 46, n° 3, July.

Michaely et Shaw, 1994 : « The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-selection and signaling theory », *The Review of Financial Studies*, Summer, volume 7, n° 2, pp. 279-319.

Mikkelson, Partch et Shah, 1997 : « Ownership and operating performance of companies that go public », *Journal of Financial Economics*, 44, pp. 281-308.

Modigliani et Miller, 1958 : « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, 49, pp. 261-297.

Myers, 1977 : « Determinants of corporate borowing », *Journal of Financial Economics*, Nov., pp. 117-161.

Nally, D., 2000 : « Reinventing Corporate Reporting », Whitepaper, Pricewaterhouse Coopers, May.

Norton et Teenenbaum, 1993 : « The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital-deal », *Journal of small business management*, vol. 31, n° 4, pp. 32-41.

Pagano, Panetta et Zingales, 1998 : « Why do companies go public ? An emprical analysis » ; *The Journal of Finance*, n° 1, Feb., pp. 26-64.

Paoli-Gagin et de Lalande, 2003 : *Le Capital-Risque, acteurs, outils, pratiques*, Gualino.

Poitrinal, 1996 : *Le capital-investissement : guide juridique et fiscal* ; Galexia.

Rajan et Zingales, 1995 : « What do I know about capital-structure ? Some evidence from international data », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, pp. 1421-1460.

Raugel, 1986 : *Le capital risque en France*, Precepta.

Ritter, 1984 : « The hot issue market of 1980 », *Journal of Business*, n° 57, pp. 215-240.

Ritter, 1987 : « The cost of going public », *Journal of Financial Economics*, volume 19, pp. 269-281.

Ritter, 1991 : « The long-run performance of initial public offerings », *Journal of Finance* n° 46, pp. 3-27.

Roberts, 1991 : « High stakes for High-tech entrepreneurs : understanding venture capital decision making », *Sloan Management Review*, Winter, pp. 9-20.

Rock, 1986 : « Why new issues are underpriced », *Journal of Financial Economics*, volume 15, pp. 187-212.

Ruhnka et Young, 1991 : « Some hypotheses about risk in venture capital investing », *Journal of Business Venturing*, March, pp. 115-133.

Sah et Stiglitz, 1986 : « The architecture of economic systems : Hierarchies and polyarchies », *American Economic Review*, pp. 716-727.

Sahlman, 1990 : « The structure and governance of venture capital organizations », *Journal of financial Economics*, October, pp. 1051-1066.

Simon, P., 1998 : « La création de valeur par l'entreprise », *Analyse Financière*, n° 112, septembre.

Slovin, Sushka et Bendeck, 1994 : « seasonned common stocks issuance following an IPO', *Journal of Banking and Finance*, volume 18, pp. 207-226.

Stephany, 1995 : « Capital-risque : quel impact sur une PME familiale ? » *Revue Banque* n° 55, janvier, pp. 58-61.

Stewart, G., 1991: *The Quest for Value*, Harper Business.

Tyebjee et Bruno, 1984 : « A model of venture capitalist investment activity » ; *Management Science*, vol. 30, n° 9, pp. 1051-1066.

Welch, 1989 : « Seasonned offerings, imitation Costs, and the underpricing of Initial Public Offerings », *Journal of Finance*, June, volume 44, pp. 421-449.

Williamson, 1981 : « The modern corporation, origins, evolution attributes », *Journal of Economic Litterature*, Dec., pp. 1537-1568.

Williamson, 1988 : « Corporate finance and corporate governance », *Journal of Finance*, July, pp. 567-591.

Yoncourt et Marois, 1990 : « Le Financement des PME par les Banques », *Revue d'Économie Financière*, Printemps été, n° 12-13.

Zopounidis, 1986 : « La décision de financement par capital-risque », Thèse d'État en Science de Gestion, Université de Paris Dauphine.

LEXIQUE ANGLAIS-FRANÇAIS
(avec renvoi aux numéros de pages)

academic spin-off : spin-off émanant des laboratoires de recherche de l'université, 133
acid test ratio : ratio de liquidité immédiat, 255-256
alignment of interests : alignement d'intérêts (gouvernance), 95
badwill : sous-valeur, 11
benchmark : étude de la concurrence, 39
blue chip : valeurs phares du new-york stock exchange, 12
bookbuilding : livre d'ordre, 230
Brand equity : capital-marque, 83
branding : développement de la marque, 19
break-even : moment à partir du quel les cash-flows sont positifs, 231
bridge loan : prêt relais, 109, 112
build to order : fabrication à la demande, 293, 299
business administration : gestion administrée, 14
Business angel : investisseur individuel en capital-risque, 169
business developer : développeur d'entreprise, 276
business plan : plan d'affaires, 15, 20, 222
business system : système d'entreprises, 294
business units : Unité d'activité ou unité stratégique, 276
buy or sell : clause de négociation d'achat ou de vente de titres, 187
buy-out : rachat d'entreprise, 198
call option : option d'achat, 78-80, 104
cash burning : rythme de la consommation de la trésorerie, 320
cash : trésorerie, 57
closing : contractualisation de l'augmentation en capital, 65, 173, 177, 181
common shares : actions simples, 95
comparable trading multiples : multiples de valorisation, 51
core competence : cœur d'activité ou compétence fondamentale, 300
corporate funds : fonds d'investissement d'entreprise, 15, 288
Corporate gouvernance : gouvernement d'entreprise, 329
corporate venture : mode de gestion entrepreneurial de la grande entreprise, 13-14, 140, 294
cost of create : coût de création, 67
cost of sales : coûts directs liés à la vente, 39
covenants : multiples et ratios à respecter pour envisager une transaction, 208
cover ratio : ratio de couverture, 208, 257
credit stand-by : crédit complémentaire pour couvrir des risques de construction, 263
current ratio : ratio de liquidité général, 255-256

customer relationship management (CRM) : management de la relation client, 299
customer value : valeur pour le client, 293
deal breakers : personne faisant échec aux négociations, 65
deal flow : projets reçus par les investisseurs, 174
debt at book value : valeur comptable de la dette, 57
debt at market value : valeur de marché de la dette, 57
Debt service cover ratio : ratio de couverture, 257
discounted cash-flow : cash-flows actualisés, 36
Due diligences : opérations d'expertise de la société par les financiers (audits juridiques, technologiques…), 109, 164
earnings before interests, taxes (EBIT) : résultat sensiblement similaire au résultat d'exploitation, 39, 53
earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) : résultat sensiblement similaire à l'excédent brut d'exploitation, 39, 53
earnings per share : bénéfice par action, 51
enterprise value : valeur financière de l'entreprise, 56
e-procurement : achats électroniques, 299
Equity carve-out : spin-off partiels, 150
executive stock option plan : plans incitatifs en stock-options, 124, 174
executive summary : résumé du business-plan, 174
expansion financing : capital-développement ou de croissance, 166
Fact book : document d'information sur l'entreprise, 335
first mover : première entreprise à avoir investi un marché, 316
first stage financing : financement de la première étape, 169
free cash flow : cash-flows ou flux de trésorerie disponibles, 34
free cash flow to the firm : cash-flows disponibles à la firme, 38
freecash flow to equity : cash-flows disponibles aux capitaux propres, 44
full-ratchet : clause d'anti-dilution, 103
fully diluted shares : capitalisation après exercice des instruments financier dérivés, 57, 64
goodwill : survaleur, 83
hands-off : investisseur passif, 99, 107, 279
hands-on : investisseur actif, 108, 279
hedge ratio : ratio de couverture, 125, 256
hurdle rate : taux d'actualisation des cash-flows au taux standard, 35
hybrides : quasi fonds propres, 95, 105
in the money : prix d'une option lorsque le prix de l'action est supérieur au prix d'exercice, 57
incentive plan : plan incitatif, 120
Initial public offering (IPO) : première introduction en bourse, 166, 218
intercreditor agreement : sûretés complémentaires apportées par les autres créanciers, 266
Internal rate of return : taux de rentabilité interne, 29-31
Intrapreneurship : entreprendre dans la grande entreprise, 15

joint research centers : centres de recherches affiliés à la commission européenne, 146
joint ventures : Entreprise issue d'une fusion ou d'une acquisition, 131
just in time information : information en flux tendu, 298
just in time manufacturing : fabrication en flux tendu, 298
leader (bank) : banques arrangeuses, 268
leader (venture capital) : chef de file de la syndication, 183
leverage buy-out : rachat d'entreprise avec effet de levier financier, 200
leverage management buy-out : lorsque le management de l'entreprise se porte acquéreur de la cible, 200
levered beta : bêta avec l'effet de levier financier, 27
lock-up : blocage des titres, 102, 216
love money : apports en capitaux des business angels, 169
market assumptions : hypothèses de marché, 39, 51
market capitalization : capitalisation boursière, 51
market to book ratio : valeur de marché l'entreprise rapportée à la valeur comptable, 59
new equity issue : émission d'actions nouvelles, 63
non-biding : les deux parties peuvent rompre les négociations sans dommages et intérêts, 282
operational expenditure : coûts d'exploitation, 39
out the money : prix d'une option lorsque le prix de l'action est inférieur au prix d'exercice, 57
overhead costs : coûts/frais généraux, 39
parity value : Valeur paritaire appliquée au quasi-fonds propres pour leur conversion, 108
payout ratio : ratio de versement de dividendes, 90
prefered shares : actions prioritaires, 98
price earnings ratio : multiple de valorisation des bénéfices, 51
price to sales ratio : ratio valeur-vente, 89
private equity : marché des capitaux propres non côtés, capital-investissement, 236
private equity derivatives : quasi-fonds propres, 95
profit sharing : partage des bénéfices, 94, 103
project bonds : placements privés spécifiques aux projets, 265
public equity : marchés des capitaux propres publics, bourse, 236
public to private : sortie de bourse, 213
pull spin-off : spin-off créé à l'initiative d'un employé appelée aussi spin-off naturel, 135
put-options : options de vente, 79
quick ratio, idem au current ratio : c'est un ratio de liquidité général, 255-256
ratchet : clause d'anti-dilution, 103
reporting : diffusion d'information, 284
road map : stratégie d'investissements, 174, 296
Road show : présentation des projets et des résultats financiers en conférences, 337
roll out : phase articulatoire entre la R&D et les premières ventes qui nécessite la poursuite du soutien des investisseurs, 13, 29
seasonned equity offer : introduction secondaire, 218

seed capital and early stage financing : Le capital-risque et de démarrage, 166
seed financing : financement d'amorçage, 169
Shareholder value : valeur actionnaire, 324
spin-in : micro-entreprise innovante fortement dépendante de l'entreprise mère, 131
spin-off : filiale au caractère innovant, 130
spin-outs : micro-entreprises ayant une forte dépendance de l'entreprise mère, 130
split : Opération de fractionnement d'une action, 183
spread : écart entre les prix d'actions proposés à la vente et ceux proposés à l'achat, 260
stage financing : financement d'étape, 182
standardized free-cash-flow : free-cash flow normatif, 47
Star : entreprise-projet « étoiles », relais de croissance, 13
start-up financing : financement de démarrage, 169
strike price : prix d'exercice, 79
success stories : succès d'entreprise, 167
tailored made investments : produit finnacier sur mesure, 104
take along : clause de sortie conjointe, 101
term sheet : proposition commerciale, 182
threshold level : limite du plan incitatif, 125
time to break-even : moment à partir duquel les cash-flows deviennent positifs, 312, 321
time to market : fenêtre de marché, 303, 312, 315, 317
track record : curriculum, 277
trade sale : clause obligeant les minoritaires à vendre leur participation si les majoritaires disposent d'une offre d'acquisition sur l'ensemble de l'entreprise, 101
trail funds : fonds d'occasion, 191
tranches : séquence d'investissement, 183
transmission-capital : capital-transmission, 171
underwriters : pool de souscripteurs, 268, 270
unlevered beta : bêta sans l'effet de levier financier, 27
vendor note : crédit vendeur, 210
Venture capital : capital-investissement, 159
vulture capitalist : les fonds rapaces, 191
wallflowers : actions orphelines, 213
weighted average shares outstanding (WASO) : nombre d'actions moyen pondéré, 51
window dressing : manipulation financière de façade, 256
working capital : besoin en fonds de roulement, 263

TABLE ALPHABÉTIQUE

A

Absa (action à bons de souscription d'actions, *voir* **action)**
Acquisition, 198
acid test, 255-256
actif
– économique, 201
– sous-jacent, 59
actif (qualité)
– immatériel, 10
– incorporel, 252
actifs dérivés, 79
– asymétriques, 79
action
– à bons de souscription d'actions (absa), 103, 114-115
– à dividendes cumulatifs, 98
– à dividendes précipitaires, 98
– à dividendes prioritaires, 98
– à droit de vote double, 99
– d'apport, 97
– de catégorie A, B ou C, 100
– émission, 63, 113, 218
– new equity issue, 63
– nominative, 99
– nombre d'actions moyen pondéré (waso), 51
– prioritaire, 98
– simple, 95
actionnariat
– pacte d'actionnaires, 100, 182, 187
actualisation
– cash-flows, 33, 34, 36, 38, 44, 50
– dividendes, 36
– taux, 28
administrateur, 96, 329
affectation des sûretés, 265-266
agence pour la création d'entreprise (apce), 149
alliances stratégiques, 300
AMF (*voir* Autorité des marchés financiers)
annuités, 204
APCE (*voir* Agence pour la création d'entreprise)
appel
– de fonds, 194
– de souscription, 193, 194
apports
– en capitaux propres, 207
– séquentiels, 284
arbres de décisions
– valorisation de projet, 75
– valorisation de brevet, 75
architecture financière, 287
assemblée générale, 97
asymétrie d'information, 240
augmentation de capital, 20, 96
autofinancement, 237, 238, 241, 242
autorité des marchés financiers (AMF, ex COB), 220, 223, 224, 335
autorités de régulation et d'antitrust, 153
avis financiers, 336

B

BA (*voir* **business angels**)
badwill
– sous-valeur, 11
bailleur de fonds, 161, 237, 255
BALO (*voir* Bulletin d'annonces légales obligatoires)
banque
– chef de file, 268
– conseiller financier, 268

– des PME (BDPME), 247, 248
– underwriter, 268, 270
barrières à l'entrée, 41, 86, 177, 303
bénéfices
– affectation, 289
– distribution, 211
– nets, 51
– volatilité, 203
bénéfice par action (bpa)
besoins
– de financement, 109, 116, 118, 162
– en fonds de roulement, 13, 39, 42, 137, 204, 263
– en fonds propres, 159, 162, 170
bêta, 22-28
– levier financier, 28
– levered, 27
– unlevered, 27
– moyen, 25
– sectoriels, 24
blue chips (valeurs phares du New-York Stock exchange), 12
boni de liquidation, 96
bons de souscription d'action (bsa), 113-119
– bons de souscription d'action à parité variable, 126-128
– bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (bspce), 113, 120
– prime de non-conversion, 107
BPA (*voir* bénéfices par action)
brevets
– coûts de renouvellement, 72
– valorisation, 71
BSA (*voir* **bons de souscription d'action**)
BSPCE (*voir* **bons de souscription de parts de créateur d'entreprise**)
bulletin d'annonces légales obligatoires (balo), 223
business angels (ba), 169, 191
business plan, 15, 20
buy or sell, 187
buy-out (*voir* **LBO**)

capacité d'endettement, 198
capital
– financier, 215
– géographie, 281
– humain, 10
– immatériel, 10
– marque, 83, 215
– ouverture, 95, 218
– risque (*voir aussi* capital-investissement), 159, 166
– veille, 11
capital asset pricing modem (CAPM, *voir* **Modèle d'évaluation des actifs financiers**)
capital-démarrage
– seed-capital, 166, 169
– early stage financing, 166, 169
capital- développement, 166, 170
capital-investissement, 15, 159
– contrôle, 20, 185
– cycle d'investissement, 168
– désengagement, 186
– engagement, 182, 193
– évaluation, 178
– fonds propres, 165
– gestionnaires, 194
– information, 194
– participation, 185
– sociétés de capital-investissement, 192
– syndication, 185, 281
– valorisation, 168
capital-transmission, 166, 169, 171, 188
capitalisation boursière, 51
capitaux propres, 22-29
– coûts, 25
cash-burning, 320
cash-flows
– actualisés, 36
– affectation, 265
– cycle de vie, 322
– discounted cash-flow, 36

– disponibles à la firme, 34, 38
– disponibles après impôts, 34
– disponibles aux capitaux propres, 34, 44
– free cash flow (FCF), 34
– free cash flow to equity (FCFE), 34, 44
– normatif, 47
caution, 71, 165
certificat d'investissement, 106
cessation d'activité, 97
cession
– boursière, 142, 171
– départs, 101
– de titres, 28
– financière, 142, 171
– industrielle, 142, 171
chiffre d'affaires, 250
chef de file
– banque, 268
– capital-investisseur, 173, 185, 281
– syndication, 185, 281
cibles marketing, 312, 314
clause
– anti-dilution, 102-103
– buy or sell, 187
– de collaboration exclusive, 102
– d'exclusivité, 102
– de sortie conjointe, 101, 187
– de sortie pactée, 187
– de sortie prioritaire, 187
– de sortie proportionnelle, 101
– d'information étendue, 101
– limitation de pouvoir, 101
– non concurrence, 102
– pacte d'actionnaires, 100, 182, 187
– préemption, 101
closing, 65, 173, 177, 181
CMPC (*voir* **coût moyen pondéré du capital)**
COB (Commission des opérations de bourse, *voir* **AMF)**
Collatéral, 165
comparables de marché, 51
communication
– cibles, 332
– disponibles légales, 328
– financière, 234, 323
– stratégie, 323
– support, 334, 338
– transparence, 325, 330
concentration d'audience, 303
concours bancaires, 243
conseil d'administration, 96, 104, 121, 124, 330
conseil de surveillance, 97, 330
contrat d'émission, 106
contrôle, 12, 277-286
cotation des dirigeants, 243
coût moyen pondéré du capital (cmpc), 22
conversion, 106
corporate funds (*voir* fonds d'investissement d'entreprise)
corporate university (*voir* Université d'entreprise)
corporate venture, 13, 14
coûts
– administratifs, 39
– commerciaux, 300
– comptables, 85
– cost of sales, 39
– cost of create, 67
– de contrôle, 104, 274
– de création, 67, 84
– d'acquisition, 84
– d'exploitation, 39
– de dédouanement, 104
– de la dette, 31
– de la dette après impôt, 31
– de la marque, 67
– de promotion, 88
– de remplacement, 85, 86
– de renouvellement, 72
– de transaction, 95, 237, 272
– des capitaux propres, 22-29
– des procédures, 72
– directs, 110
– du capital, 22
– historiques, 84
– marketing, 317
– operational expenditure, 39

couverture
– *voir* ratio de couverture (hedge ratio)
création de valeur
– client, 293
– customer value, 293
– financière, 13, 331
– levier, 294
crédit
– bail, 264
– export, 263
CRM (*voir* Customer relationship management)
croissance durable, 291
customer relationship management (CRM)
Cycle, 299
– d'investissement, 168
– de vie financier, 165

D

décaissements, 194
décision d'investissement, 177
décote, 299
dégradation du business plan, 141
délégation de contrat assurance-vie, 241
dématérialisation, 13
dépenses de recherche et développement, 68, 74
dépôt de brevet, 72
dérivés, 95
désinvestissement, 150
détournement, 272
dette
– affectation des sûretés, 266
– après impôts, 31
– avant impôts, 32
– commerciale, 263
– concours bancaires, 243
– corporate, 259
– court terme, 256, 263
– coût, 31
– coût de transaction, 237
– d'acquisition, 200
– garanties, 208, 256
– incidents de paiement, 239
– inscription privilégiée, 243
– long terme, 263
– maturité, 252
– mezzanine, 209
– moyen terme, 208
– nette, 28, 54
– non sécurisée, 209
– projet, 260
– sécurisée, 208, 262
– senior, 208
– subordonnée, 262
– syndication, 206
dévalorisations, 11, 40, 309
dig deeper, 319
dilution
– clause d'anti-dilution, 102-103
– effet, 19
directoire, 97, 330
dividende, 90, 237
– actualisation, 33
– attendu par action, 36
– cumulatifs, 96
– préciputaires, 96
– prioritaires, 96, 99
– quotité, 204
– taux de croissance, 36
documentation
– financière, 221
– juridique, 221
– spécifique, 221
dossier d'admission, 221
dotations aux amortissements, 40
double majorité, 100
droit
– à la liquidation, 98
– à une information étendue, 101
– d'exploitation exclusif, 70
– de conversion, 104
– de gages sur actifs, 208
– de préemption, 100
– de souscription, 113
– de succession, 99

– de vote, 95, 99
– de vote double, 99
– non-pécuniaires, 96
– pécuniaires, 96
– préférentiel de souscription, 95
– de rétention, 208

E

Earnings before interests, taxes (ebit, *voir* Résultat d'exploitation)
Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (ebitda, *voir* Excédent brut d'exploitation)
Earnings per share (eps), 51
EBE (*voir* Excédent brut d'exploitation)
EBIT (earnings before interests, taxes, *voir* Résultat)
EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization, *voir* Résultat*)*
écarts
– d'évaluation, 233
– de prévision, 35
– de valorisation, 236
échange de propositions, 173, 180
ECO (*voir* Equity carve-out)
émission d'action, 96
endettement
– levier, 202, 239
– ratio, 255
engagement
– des actionnaires, 267
– des capital-investisseurs, 182, 193
– des emprunteurs, 267
– IPO, 223
– ITM, 225
enracinement, 327
enrichissement personnel, 273
enterprise value (EV), 56
entreprise
– jumelle, 56
– mère, 130
EPS (*voir* Earnings per share)
equity carve-out (eco), 150
ESOP (Executive stock option plan, *voir* Stock option)
Essaimage, 150
états prévisionnels, 242
euronext, 221
EV (*voir* Enterprise value)
évaluation de projet, 178-180
excédent brut d'exploitation (EBE), 250
extra-statutaires, 100

F

FCF (free cash flow, *voir* **cash flow**)
FCFE (free cash flow to equity, *voir* **cash flow)**
FCPI (*voir* fonds communs de placement innovation)
fenêtre d'opportunité, 315
financement
– de démarrage, 169
– first stage financing, 169
– obligataire, 265
– start-up financing, 169
flux de trésorerie (*voir aussi* cash-flow), 34
– disponible à la firme, 38
– disponibles aux capitaux propres, 34, 44
fonds
– capital-développement, 170
– capital-risque, 166
– capital-transmission, 188
– captif, 192
– communs de placement innovation (FCPI), 192
– d'amorçage, 348
– d'investissement, 192
– indépendant, 193
– propres, 95, 159
– semi-captif, 193
franchise de remboursement, 106
free cashflow (FCF)
– disponibles aux capitaux propres, 34,44

– flux de trésorerie disponible à la firme, 38
– normatif, 47
– standardized free cash-flow, 47
– to equity (FCFE), 34, 44

G

garantie, 246
garantie de passif, 188
géographie du capital, 281
gestion
– entrepreneuriale, 140
– stratégique, 13
goodwill
– sur-valeur, 83
gouvernance, 283, 327, 328

H

hands off, 107, 279
hands on, 108, 279
hedge ratio (*voir* ratio de couverture)
holding, 200
horizon prévisionnel explicite, 40
hybrides
– quasi fonds propres, 95, 105
– ABSA (*voir* Action à bons de souscription d'action)
– BSA (*voir* Bon de souscription d'action)
– OBSA (*voir* Obligation à bons de souscription d'action)
– OC, 103-105
– Océane, 63
– ORA, 103, 112,113
hypothèque, 246

I

Immatériel, 308
Immobilisation incorporelle, 345
incidents de paiement, 243
incubateur, 348
indice du Nouveau Marché, 11
indice sectoriel, 23-24
information
– asymétrie, 67
– diffusion, 325
– étendue (clause), 101
– légale, 241
– primaire, 173, 176
– secondaire, 173, 175
ingénierie financière, 94
innovation
– incrémentale, 292
– radicale, 292
instrument dérivé, 95, 105
internal rate of return (*voir* taux de rentabilité interne)
intervenants bancaires
– banque conseiller, 268
– leader, 269
– souscripteur, 270
intrapreneur, 15, 294
introducteur teneur de marché (ITM), 224
– engagement, 225
– signature, 226
introduction en bourse (*voir* Offre publique initiale)
– initial public offer (IPO), 215
– introduction secondaire (SEO), 218
investissement
– immatériel, 11
– séquentiel, 182, 284
IPO (*voir* introduction en bourse)
IRR (*voir* taux de rentabilité interne)
ITM (*voir* introducteur teneur de marché)

J

joint venture, 131

L

LBO (*voir* leveraged buy-out)
LMBO (*voir* leveraged management buy-out)
levée de fonds, 191
leveraged buy-out (LBO), 171
– BIMBO, 210
– étapes, 204
– holding, 199
– levier financier, 198, 201
– principe, 198
– rentabilité, 201
– structure, 199, 208
– tension, 210
– TRI, 211
– Valorisation, 211
leverage management buy-out (LMBO), 200
– effet de levier d'endettement, 201
– étapes, 204
– tension, 210
levered beta, 27
levier
– de création de valeur, 294
– de croissance, 87
– financier, 25, 98, 105, 198, 201, 239
– technologique, 11
liasse fiscale, 242
licence, 74
limitation de pouvoir (clause), 101
liquidation, 96, 98, 100, 112, 172
lock-up, 102, 215

M

majorité, 99, 100
mandataires sociaux, 123
marché à règlement différé, 12
marchés
– des capitaux propres non côtés (private equity), 236
– des capitaux popres publics (public equity), 236
– myopie, 184
marge
– brute, 251
– brute d'autofinancement, 250, 251
– nette, 88
market to book, 59
marque
– capital, 83
– force, 92
– notoriété, 93
– valorisation, 83
MEDAF (*voir* **modèle d'évaluation des actifs financiers**)
modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)
– capital asset pricing model (CAPM), 22
mémorandum, 196
minorité de blocage, 114, 279, 280
multiple
– comparable trading multiples, 51
– de couverture de paiement d'intérêts, 258
– de sortie, 42
– de transactions réalisées, 51
– de valorisation, 56
myopie, 184

N

nantissement
– de dépôt d'espèces, 247
– de fonds de commerce, 246
– de titres cotés, 246
– de titres non déposés, 246
Nasdaq, 70
nombre d'actions moyen pondéré
– WASO (weighted average shares outstanding), 51
Nominal, 106
non cotée, 236
nouvel entrant, 313

O

obligation convertible, 103, 105, 106
– hybride, 105
– nominale, 106
– quasi fonds propres, 105
obligation à bons de souscription d'action (OBSA), 105
obligation remboursable en action (ORA), 103, 112, 113
OC (*voir* **obligation convertible**)
offre
– à Prix Ferme (OPF), 228
– à Prix Minimal (OPM), 228
– à Prix Ouvert (OPO), 229
– publique secondaire (SEO), 218
offre publique initiale (IPO), 215
– admission, 221
– capital-investisseurs, 223, 235
– engagement, 223
– étapes, 218
– introducteur (ITM), 224
– procédure, 227
– prospectus, 231
– rentabilité, 232
– stratégie, 218
– teneur (ITM), 224
– valorisation, 231-234
options
– call, 79, 80, 104
– prix strike, 79
– put, 79
– réelles, 9
ORA (*voir* **obligation remboursable en action**)
organismes multilatéraux, 263
ouverture du capital, 95

P

pacte d'actionnaires, 100, 182, 187
parité, 106
part sociale, 95
partenariat, 300
participation
– active, 108, 279
– hands-off, 107, 279
– hands-on, 108, 279
– passive, 107, 279
pénalité à l'entrée, 316
PER (price earning ratio, *voir* **ratio**)
pérennité
– des actifs, 309
– économique, 73
Pibor, 208
placement garanti, 227
plan
– business plan, 15, 20
– de financement, 242
– executive stock option plan, 124, 174
– incentive plan, 124, 174
– incitatif, 124, 174
plus-value, 170
plus-value latente, 196
portefeuille
– gestion, 125, 171
– diversification, 141
post-money, 18, 110
préemption, 101
premium, 89
pre-money, 18, 110
price earning ratio (PER), 51
price to sales ratio (PSR), 89
pricing de BSA, 116-118
prime
– de marché, 28
– de non-conversion, 107
prix
– d'exercice, 79
– de cession, 206
– transaction, 78
– option, 79, 80, 104
– strike price, 79
processus d'innovation, 293
profit sharing, 94
projections financières, 48

propriété intellectuelle
– barrière de l'entrée, 306
– brevet, 71
– marque, 83
– sous-jacent, 80
– valorisation financière, 71, 83
prospectus, 230
PSR (price to sales ratio, *voir* **ratio**)
pull spin-off, 135
push spin-off, 136

Q

Q de Tobin, 77
quasi fonds propres, 95
– ABSA (*voir* **Action à bons de souscription d'actions**)
– BSA (*voir* **Bons de souscription d'action**)
– Hybrides, 95, 105
– instrument dérivé, 95, 105
– OBSA (*voir* **obligations à bons de souscription d'actions**)
– OC (*voir* **Obligation convertible**)
– ORA (*voir* **obligation remboursable en action**)
quick ratio, 255, 256

R

rachat, 205
rang de remboursement, 96
rapport annuel, 334
ratchet, 102, 103
ratio
– acid test, 255, 256
– current, 255, 256
– d'endettement, 27, 252, 255
– de couverture (hedge ratio), 257
– de liquidité, 255, 256
– de marge, 89
– de redevance, 74
– hedge, 125, 256
– market to book, 59
– payout, 90
– PER (*voir* **price earning ratio**)
– PSR (*voir* **price to sales ratio**)
– Quick ratio, 255, 256
– versement de dividendes, 90
– valeur-vente, 89
recherche et développement, 309
redéploiement, 308-309
redevances, 74
réduction de la dette, 152
refinancement de projet, 109
régime d'intégration, 200
relation client
– CRM (customer relationship management), 229
relation investisseurs, 330
rentabilité
– du marché, 25
– économique, 201
– financière, 201
– cumulée, 69
– taux de rentabilité interne (TRI), 29
reporting, 284
résultat
– courant, 251
– EBIT, 39, 53
– EBITDA, 39, 53
– exceptionnel, 251
– exploitation, 39, 53
– net, 250
résumé
– executive summary, 174
risques
– d'exploitation, 311
– de coûts de gestion, 172
– de fabrication, 311
– de faillite, 238
– de marché, 145
– de rentabilité négative, 172
– d'immobilisation, 172
– non-diversifiés
– projet, 179

– technologiques, 306
road map, 174, 296
roll-out, 13, 29
royalties, 81

S

seasoned equity offering (SEO, *voir* **introduction en bourse**)
seed capital, 266
segment, 315
séquences d'investissements, 182
SIG (*voir* **soldes intermédiaires de gestion**)
situation nette, 67, 206
sociétés de capital-investissement, 192
– captive, 192
– indépendante, 193
– SCI, 192
– semi-captives, 193
socle de valorisation, 83
soldes intermédiaires de gestion (SIG), 250
sortie
– buy or sell, 187
– clause, 101
– conjointes, 101, 187
– de bourse, 213
– pactée, 187
– prioritaire, 187
– proportionnelle, 101
– private to private, 213
souscripteurs, 270
sous-évaluation, 67
sous-investissement, 59, 273
sous-valeur (badwill), 11
SPC (*voir* **special purpose company**)
special purpose company (SPC), 259
spin off, 15, 130
– académique, 154
– clé du succès, 148
– complémentaire, 136
– concurrent, 136, 137
– diversification, 141
– exemples, 143
– industriel, 139, 147
– management, 155
– neutre, 137
– pull, 135
– push, 135
– social, 139, 149
– stratégie, 139
– structure, 154
– technologique, 139, 144
– typologie, 138
spin-in, 131
spin-out, 130
split, 183
sponsor, 260
spread, 226
stade de développement, 29, 170
start-up, 191
statuts, 95
stock-options, 120-129
– executive stock option plan (ESOP), 124, 174
– plan, 124, 174
– strike, 79
structure financière, 159, 199, 208, 254
subvention, 262
surinvestissement, 94, 272
survaleur (goowill), 83
syndication
– de capital-investisseurs, 183, 185
– de la dette, 206
synergie inverse, 151
système d'entreprises (business system), 294

T

taux
– d'actualisation, 28, 29
– d'endettement, 27, 252, 255
– d'endettement globale (TEG), 250
– de pénétration, 39

– de conversion, 106
– de croissance, 36
– de réinvestissement, 91
– de rentabilité de marché, 25
– de rentabilité des actions, 23
– de rentabilité interne (TRI), 29-31, 56, 212
– d'intérêt facial, 106
– hurdle rate, 35
– sans risque, 25
TEG (*voir* **Taux d'endettement global**)
tension
– LBO (leveraged buy-out), 210
term sheet, 182
time to market, 312, 315, 317
tours
– de financement, 111
– de table, 64, 111
tranches, 127, 183
transfert
– de propriété intellectuelle, 146
transmission, 198
TRI (*voir* **taux de rentabilité interne**)

underwriters, 270
unlevered beta, 27

VAN (*voir* **valeur actuelle nette**)
Valeur actuelle nette, 78
valeur ajoutée, 14
valeur comptable
– de la dette, 57
– debt at book value, 57
valeur de l'entreprise
– enterprise value (EV), 56
– multiples, 58
valeur de marché
– de la dette, 57
– debt at market value, 57
– des capitaux propres, 57, 59
valeur financière, 36
valeur juridique, 71
valeur liquidative, 84, 161
valeur nette, 66
valeur paritaire (parity value), 108
valeur terminale, 40
– croissance constante, 41
– LBO, 211
– multiple, 42
Valorisation
– cible, 211
– critères, 55, 62, 178-180
– des cash flow disponibles à la firme, 38
– écart, 236
– étagée, 45
– financière, 19
– fourchette, 118, 327
– immatériel, 10
– IPO, 231
– LBO, 211
– multiple, 50, 56
– plages, 67, 118
– post-money, 19, 21
– pré-money, 19, 21
– propriété intellectuelle, 68
– socle, 83
Valorisation de brevet, 71
– arbres de décisions, 75
– cash-flows, 73
– comparables, 76
– coûts de développement, 72
– en exploitation différéé, 81
– options réelles, 79
– prix de transaction, 78
– redevance, 72
– sous-jacent, 80
valorisation de la marque, 85
– cash-flows, 84
– comparables, 88
– coûts d'acquisition, 84
– coûts de création, 84
– côuts historiques, 84
– force de la marque, 92

– PSR, 89
– ratio de vente, 89
– sur-valeur, 83
– taux des marges, 88
valorisation des capitaux propres
– coût des capitaux propres, 22-29
– dividendes, 36
– free cash-flows disponibles aux capitaux propres, 44
variation du BFR, 13, 39, 42, 134, 204, 263
VC (venture capitalist, *voir* **capital investissement**)
venture capitalist (VC, *voir* **capital investissement**)

WACC (weighted average cost of capital, *voir* **coût moyen pondéré du capital**)
WASO (weighted average shares outstanding, *voir* **nombre d'actions moyen pondéré**)