

Contribution à la connaissance de l'accompagnement à la levée de fonds destiné aux jeunes entreprises de croissance : le cas de la France

Par

Jean REDIS

Institut Supérieur de Technologie et Management
Professeur Associé – Finance
Responsable de la Majeure Financement de l'innovation
Equipe Entrepreneuriat et Stratégie de l' I.F.R.E.G.E.-
Université Montesquieu Bordeaux IV (C.R.E.F.F. /
C.R.E.G.E.)

redisj@istm.fr

Résumé

Cet article a pour but de présenter l'accompagnement à la levée de fonds (ALF) et de dresser un panorama de ses acteurs et de leurs pratiques en France. L'ALF est ici définie comme une aide visant à faciliter, pour les entreprises en création ou les jeunes entreprises, l'obtention de fonds propres auprès d'investisseurs en capital (fonds de capital-risque ou business angels).

Les raisons de l'existence de l'ALF tiennent à la complexité du processus de levée de fonds, ce qu'atteste le faible taux de dossiers financés par des investisseurs. Dans ce contexte, l'ALF offre à l'entrepreneur à la fois une expertise et un gain de temps et constitue pour lui un apport réel, aux trois niveaux cognitif, structural et praxéologique de son projet entrepreneurial. Du côté de l'investisseur, la présence d'un intermédiaire en levée de fonds, qu'il s'agisse d'un opérateur privé ou non, apporte une caution aux dossiers présentés et contribue à renforcer la confiance dans la relation entre l'entrepreneur et les apporteurs de capitaux, permettant d'atténuer l'asymétrie d'information et les risques de conflits d'agence.

L'ALF peut se décomposer en plusieurs fonctions : l'optimisation du plan d'affaires à destination des investisseurs (voire le coaching de plan d'affaires), la sensibilisation des entrepreneurs au vocabulaire et aux pratiques des financiers, la présélection des investisseurs potentiellement intéressés, la mise en relation du porteur de projet et des financeurs et l'aide à la négociation juridico-financière.

Les acteurs de l'ALF en France se répartissent en deux catégories : ceux qui intègrent l'ensemble des fonctions de l'ALF, dont les pratiques sont formalisées par la conclusion d'un mandat de recherche de capitaux, et les autres acteurs, appartenant aux sphères publique, consulaire ou associative, qui ne remplissent que quelques unes des fonctions de l'ALF, et dont les pratiques ont davantage un caractère informel, s'articulant autour de la mise en réseaux d'individus et de structures.

Introduction

L'éclatement de ce qu'il est convenu d'appeler la bulle boursière relative aux valeurs technologiques a eu de sérieuses conséquences sur le financement des jeunes entreprises de croissance, caractérisées par une très nette réduction des fonds octroyés par les investisseurs en capital. Ceci a rendu les levées de fonds plus difficiles pour les porteurs de projets.

Il est vrai que ce problème n'a fait qu'accentuer les difficultés traditionnelles auxquelles sont confrontés les candidats à la levée de fonds. Ces difficultés tiennent à la fois à la compréhension par l'entrepreneur des pratiques, des critères de sélection et parfois même du vocabulaire des investisseurs, à la présélec-

tion des structures potentiellement intéressés par le type de projet présenté et par son stade d'évolution, et à la complexité des enjeux de la négociation juridico-financière avec les financiers.

Pour être aidés dans ces démarches, les porteurs de projet peuvent s'appuyer sur des structures pratiquant l'accompagnement à la levée de fonds (ALF). De manière générale, la démarche d'accompagnement peut être définie comme visant à soutenir un porteur de projet dans le processus de création en participant activement à la mise en place d'un cahier des charges engageant les parties dans une relation durable (Verstraete et Saporta, 2006). L'ALF sera définie dans la présente note comme une aide visant à faciliter, pour les entreprises en création ou les jeunes entreprises, l'obtention de fonds propres auprès d'investisseurs en capital (fonds de capital-risque ou business angels). L'objet de cette note de recherche est d'analyser les raisons de l'existence de l'ALF, de préciser le contenu que ce type d'accompagnement peut recouvrir et de dresser un panorama des acteurs de l'ALF et de leurs pratiques en France. Cette contribution se situe dans le courant de recherche sur l'accompagnement à la création d'entreprise (Cuzin & Fayolle, 2005 ; Sammut, 2003 ; Senicourt et Verstraete, 2000).

L'analyse de l'ALF présente un intérêt pluriel. Du côté des praticiens, l'état des lieux proposé peut être utile tant aux porteurs de projets désireux d'envisager l'intégralité des possibles en matière d'ALF, qu'aux professionnels pour les aider à se situer parmi l'offre existante. Par ailleurs, l'ALF est un thème qui n'a été évoqué que de manière marginale dans la littérature tant financière qu'entrepreneuriale.

On doit ici indiquer les limites de cette note. Vu le caractère lacunaire de la littérature spécifiquement dédiée à l'ALF, il s'agit d'un travail à vocation exploratoire sur cette thématique, visant notamment à distinguer les principales fonctions de ce type d'accompagnement. Si l'intermédiation vers les business angels et les fonds d'amorçage sera évoquée, l'analyse de l'ALF sera néanmoins ici centrée sur le capital-risque. De la même manière, la liste des acteurs cités dans ce document ne saurait être considérée comme exhaustive.

Il convient en premier lieu d'explicitier les raisons qui peuvent justifier l'existence de l'ALF. On montrera à ce titre que l'accompagnement apporte à la fois une expertise et un gain de temps à l'entrepreneur dans le cadre de son projet, mais joue également un rôle positif vis-à-vis de l'investisseur, en renforçant le climat de confiance, dans le cadre du processus complexe que représente une levée de fonds (1).

Dans un deuxième temps, cette analyse sera approfondie, dans la mesure où l'ALF peut se décomposer en différentes fonctions. On peut notamment distinguer, comme il sera montré, différentes dimensions dans ce type d'accompagnement : l'optimisation du business plan apporté par le porteur de projet, la sensibilisation de l'entrepreneur au vocabulaire et aux pratiques des financiers, la présélection des investisseurs potentiels, la mise en relation du porteur de projet avec les financeurs et l'assistance à la négociation proprement dite (2).

Enfin, sur la base de cet essai de décomposition de l'ALF en différentes fonctions, une proposition de typologie des acteurs et de leurs pratiques d'accompagnement dans le contexte français sera présentée (3).

1. Les justifications de l'existence de l'accompagnement à la levée de fonds

Face à la complexité du processus de levée de fonds, l'ALF apporte un soutien à l'entrepreneur, tout en contribuant également à rassurer l'investisseur.

1.1. Le processus de la levée de fonds : un parcours long et difficile

Le financement par capital-risque ou par des business angels s'adresse à la jeune entreprise à fort potentiel de croissance. Ce type d'entreprise se caractérise en effet par des besoins de financement importants, que les prêts bancaires ne suffisent pas toujours à combler. Par ailleurs, leur jeunesse extrême et leur taille réduite leur interdisent l'accès aux marchés financiers, pour leurs premières années de vie tout au

moins.

Le porteur de projet doit commencer par identifier et contacter les investisseurs appropriés pour financer son projet. Il convient tout d'abord de considérer le stade d'évolution du projet. En fonction du type de projet à financer, les critères de choix renvoient à la spécialisation sectorielle ou géographique de l'investisseur, à la philosophie d'investissement, ainsi qu'à sa capacité d'investissement.

Le filtrage des projets se fait en différentes étapes. La première étape de la sélection des projets par l'investisseur consiste à identifier ceux qui vont faire l'objet d'une étude plus approfondie, c'est-à-dire ceux qui seront éligibles pour la deuxième étape de la sélection. Cette sélection s'effectue soit à partir de l'executive summary du plan d'affaires, soit à partir du mémo, si le projet présente un degré de confidentialité qui interdit d'envoyer directement le plan d'affaires. Ceci va permettre à l'investisseur de juger de l'intérêt du projet. Ce premier contact se fait indirectement : l'entrepreneur et l'investisseur ne se rencontrent pas.

Si l'investisseur trouve le projet digne d'intérêt, le projet est jugé éligible à la seconde étape de sélection. Lors de cette étape, l'investisseur va rencontrer le(s) porteur(s) de projet, ce qui va constituer un élément essentiel dans la prise de décisions finale. L'investisseur va effectuer ou faire effectuer les due diligences sur les différents aspects du dossier (validation des aspects techniques, marketing, stratégiques, financiers, ... contenus dans le plan d'affaires).

Si cette étape est concluante, la décision finale sera prise après la négociation financière (accord sur la valorisation de l'entreprise, sur les besoins à financer et sur le partage du capital entre le(s) porteur(s) de projet et l'OCR) et juridique (élaboration d'un pacte d'actionnaire, choix des instruments de financement). L'accord (ou closing) se matérialisera par l'établissement d'un term sheet (protocole d'investissement).

Le marché du capital-risque est dominé par l'offre de financement dans la mesure où, dans la majorité des cas, c'est l'investisseur qui est en position de force pour sélectionner le porteur de projet innovant. Le processus de sélection est extrêmement sévère. Les études réalisées évaluent le taux de sélection (soit le pourcentage d'entreprises ou de projets d'entreprises financées par le capital-risque parmi l'ensemble des candidats) entre 1% et 10%. Dans ce contexte, l'ALF peut constituer un apport réel pour l'entrepreneur.

1.2. Du côté du créateur : un apport d'expertise et un gain de temps

Selon Verstraete (2003), l'entrepreneuriat est vu comme un phénomène conduisant à la création d'une organisation impulsée par un ou plusieurs individus s'étant associés pour l'occasion. Verstraete considère trois niveaux pour comprendre et représenter le phénomène entrepreneurial : un niveau cognitif, un niveau structural et un niveau praxéologique. Ces trois niveaux s'expriment de façon singulière dans le cadre de la relation liant l'entrepreneur (E) et l'organisation (O) que cet entrepreneur impulse.

Le niveau cognitif (C) correspond aux connaissances de l'entrepreneur, ainsi que, d'une part, à tout ce qui a contribué à lui apporter ces connaissances, et d'autre part à forger cet état cognitif. Ce niveau découle des situations d'apprentissage dans lesquelles l'individu a été placé et de la vision qu'il possède de ses affaires. A ce titre, l'univers du capital-risque apparaît bien souvent complexe pour un entrepreneur non-spécialiste de la finance : multiplicité des OCR, vocabulaire ésotérique, connaissance imparfaite des procédures de soumission et d'acceptation d'un dossier, ... Ces éléments sont autant de raisons qui peuvent motiver l'entrepreneur à avoir recours à l'ALF pour mieux s'imprégner des pratiques des investisseurs. En particulier, la construction de la vision de l'entrepreneur est très liée à l'apprentissage de ce dernier. Le fait, pour un entrepreneur, d'avoir assisté à l'échec d'une levée de fonds dans un projet de création d'entreprise, ou d'y avoir lui-même échoué dans le cadre de son propre projet, peut constituer un facteur de motivation supplémentaire pour recourir à l'ALF.

Le niveau structural (S) renvoie à la structure du contexte environnant l'entrepreneur dans l'action, et comprend notamment les règles, conventions, représentations ou institutions qui vont définir en partie le jeu avec lequel l'entrepreneur doit composer pour emporter l'adhésion des parties prenantes et pérenniser l'organisation impulsée. Les parties prenantes, et notamment les investisseurs, ont leurs propres registres conventionnels. L'entrepreneur doit les convaincre d'adhérer à son projet. Dans la perspective

d'une levée de fonds, les institutions que l'on doit s'efforcer de convaincre sont les OCR. Les règles correspondent aux critères qu'ils se fixent pour l'acceptation des dossiers. Les conventions correspondent dans ce contexte au processus de soumission d'un dossier. Le poids de ces structures, règles et conventions, et la représentation que l'entrepreneur s'en fait peut apparaître lourd pour l'entrepreneur, a fortiori dans un contexte de méfiance renforcée à la suite des événements liés à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques. Ce climat est de nature à renforcer le recours à l'ALF, censé optimiser les chances d'obtenir un financement (Dubocage, 2003).

Le niveau praxéologique (P) intègre les actions fondamentales entreprises, tant celles relatives aux positionnements de l'entrepreneur et de l'organisation impulsée vis-à-vis des concurrents et des parties prenantes diverses, qu'au niveau de la configuration formée afin de produire les éléments permettant l'échange, si possible durable, avec ces parties. A ce titre, les politiques mises en œuvre, et notamment la politique financière, visent à optimiser les relations d'échange avec les parties prenantes. Préalablement à l'engagement d'une action, l'entrepreneur doit identifier les parties prenantes pouvant adhérer à son projet (Verstraete, 2003), et notamment les investisseurs pertinents. Le conseil connaît les investisseurs qu'il convient de contacter en fonction du secteur d'activité et du stade de développement de l'entreprise à financer. Cela permet d'aider à cibler plus efficacement les investisseurs potentiels (Iselin et Bruhat, 2003). Le recours à l'ALF peut se voir comme s'inscrivant dans cette dimension praxéologique du phénomène entrepreneurial en tant que réponse possible pour améliorer les chances de financer la création de l'entreprise par le recours à des experts plus compétents que l'entrepreneur pour gérer le processus d'une levée de fonds. Le conseil peut faire gagner beaucoup de temps à l'entrepreneur car il effectue lui-même les démarches d'approche (ce qui ne signifie pas que le porteur de projet n'est pas associé au processus) et évite grâce à son expertise les rendez-vous improductifs (Iselin et Bruhat, 2003). Le temps gagné peut être utilisé par l'entrepreneur au développement de son projet.

L'existence d'intermédiaires en levée de fonds présente également un intérêt du côté de l'investisseur.

1.3. Du côté de l'investisseur : un renforcement du climat de confiance

La sélection des dossiers constitue un élément central dans le métier de l'investisseur. Cependant, l'octroi de financement en fonds propres fait naître une relation d'agence entre l'entrepreneur et l'investisseur et se caractérise par une asymétrie d'information à l'avantage de l'entrepreneur. L'intervention d'un intermédiaire spécialisé (l'ALF) permet d'envoyer un signal de la qualité de la firme aux investisseurs et d'atténuer le conflit potentiel d'agence.

1.3.1 La sélection des dossiers : un enjeu essentiel pour l'investisseur

Selon Dubocage (2003), la capacité à sélectionner des bons projets constitue l'essence de la compétence de l'investisseur. La sélection constitue une étape décisive pour l'OCR dans la mesure où elle est à l'origine de la construction de son portefeuille. Elle influe à moyen terme sur ses performances financières et à long terme, sur ses levées de fonds futures. La capacité de l'investisseur à sélectionner et financer des projets couronnés de succès le positionne au sein de la profession et lui permet de construire sa réputation. De plus, la capacité de sélection est particulièrement importante car l'investissement dans une start-up a un caractère quasi-irréversible pour deux raisons. D'une part, parce que les titres détenus par l'investisseur ne peuvent être revendus sur un marché anonyme. D'autre part, car même si l'entreprise donne des signes de faiblesses, l'investisseur n'a pas forcément intérêt à se désengager, au risque de subir une perte sèche sur sa participation ou d'être obligé de la revendre à vil prix à d'autres investisseurs. Par ailleurs, pour les capital-risqueurs, il s'agit d'optimiser le coût de la recherche des projets, qui représente beaucoup de temps et d'argent (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000).

1.3.2. Les risques de la sélection : asymétrie d'information, conflit d'agence

L'entrée de l'investisseur au capital suppose la mise en place d'une relation de coopération entre l'OCR et le dirigeant (Falconer et al., 1994). L'étude de cette coopération s'est principalement réalisée dans le cadre de la théorie de l'agence compte tenu du caractère quasi-général des problèmes d'agence (Jensen et Meckling, 1976). L'octroi d'un financement par un investisseur à un entrepreneur va créer une rela-

tion d'agence entre les deux protagonistes, l'entrepreneur devenant le mandataire de l'investisseur qui est le mandant (Chérif, 1999). A cette divergence d'intérêts entre l'investisseur et le dirigeant de l'entreprise s'ajoute une distribution inégale de l'information, qui affecte l'équilibre du marché et est à l'origine du phénomène de sélection adverse. Le dirigeant est supposé détenir une information privée sur la qualité de la firme, sur sa viabilité. Cette asymétrie d'information est particulièrement élevée dans le cas des entreprises financées par le capital-risque étant donné le caractère le plus souvent innovant de leur activité (Moore et Garnsey, 1992 ; Storey et Tether, 1996). L'intervention de l'investisseur s'effectue dans un contexte d'incertitude radicale .

Associée à une asymétrie de l'information en faveur de l'entrepreneur, la divergence d'intérêts peut amener ce dernier à adopter un comportement opportuniste. Ainsi l'entrepreneur peut faire de la rétention d'information. Il a la possibilité de maintenir secrètes des informations pour servir son propre intérêt (Sheperd et Zacharakis, 2001) . Les effets de la relation d'agence et de l'asymétrie de l'information amènent Dubocage (2003) à distinguer deux types d'erreurs de sélection pour le capital-risqueur :

- Erreur de type 1 : sélectionner une entreprise de mauvaise qualité.
- Erreur de type 2 : ne pas sélectionner une entreprise de bonne qualité .

1.3.3. L'ALF, signal de la qualité des dossiers et facteur de renforcement de la confiance

La réussite du financement par capital-risque passant en partie par la mise en place d'une relation partenariale, l'investisseur va chercher dans les phases de sélection à mesurer la capacité des porteurs de projet à construire ce type de relation, compte tenu du risque de sélection adverse, et à faire évoluer ce type de relation, en tenant compte du risque éventuel d'aléa moral (Stéphany, 2001). L'étude de cette relation a été complétée par l'intégration des concepts de confiance et de réputation (Stéphany, 2001; Hirigoyen et Pichard-Stamford, 1998).

Selon Suchman (2000) le rôle des médiateurs est triple : d'abord, ils évacuent les porteurs de projets inéligibles et déviants ; ensuite, ils construisent des typologies de clients et encouragent ceux qui cherchent des partenaires à s'inscrire dans des standards ayant les meilleures chances d'aboutir ; enfin, ils dirigent les porteurs de projets vers les OCR les plus appropriés.

L'intermédiaire en levée de fonds va envoyer un signal de la qualité de la firme aux investisseurs. Son rôle est d'apporter une caution à l'entreprise qu'il présente et permet de « placer son dossier au-dessus de la pile » (Iselin et Bruhat, 2003). En effet, la confiance est une valeur essentielle au sein de la communauté financière et de nombreuses informations sont échangées entre les investisseurs sur les dossiers qui circulent. L'intermédiaire, ayant généralement la confiance d'un grand nombre d'investisseurs qu'il connaît, crédibilise l'offre et en adapte la présentation aux attentes, voire à la psychologie de l'investisseur (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000). L'intérêt de l'existence de l'ALF apparaît donc clairement du côté des investisseurs. Ceci semble corroboré par les résultats de l'enquête de Dubocage (2003) qui ont montré que 35% des OCR européens ont recours à des consultants externes pour entrer en contact avec les entreprises.

Il convient maintenant de préciser le contenu que recouvre l'ALF.

2. Un essai de décomposition des fonctions de l'accompagnement à la levée de fonds

Sénicourt et Verstraete (2000) ont distingué différents niveaux dans les services pouvant être offerts aux créateurs pour les aider à développer leurs compétences dans le pilotage de leur organisation : accueil et sensibilisation, formation, conseil et accompagnement. En partant de ce cadre, un essai de décomposition de la prestation d'ALF est proposé ici. Plusieurs fonctions ont été distinguées. D'abord, l'intermédiaire peut proposer au porteur de projet de réaliser un travail de mise en forme du plan d'affaires afin de l'adapter au standards des financiers. Cette fonction correspond donc à une optimisation du plan d'affaires à destination des investisseurs. Ensuite, il convient d'informer, voire de former le porteur de projet aux pratiques des investisseurs, qui peuvent apparaître complexes à un néophyte. Il est aussi utile d'initier le créateur au vocabulaire du capital-risque, qui peut sembler hermétique. Cette fonction de l'ALF revient à sensibiliser l'entrepreneur aux pratiques et au vocabulaire des financiers. La phase suivante

dans la levée de fonds consiste à identifier les investisseurs susceptibles d'être intéressés par le dossier confié à l'intermédiaire. Il s'agit d'une fonction de présélection des investisseurs pertinents. L'étape ultérieure a pour but de faire se rencontrer le créateur d'entreprise et les investisseurs potentiels. Ceci correspond dans le processus de l'ALF à une fonction de mise en relation. Enfin, l'ALF peut aller jusqu'à l'accompagnement du porteur de projet dans la négociation financière et juridique avec les investisseurs ayant accepté de financer son projet. Il s'agit là d'une fonction d'assistance à la négociation.

2.1. L'optimisation du plan d'affaires à destination des investisseurs

Le plan d'affaires est généralement vu comme le dossier de présentation du devenir d'une entreprise (Marion et Sénicourt, 2003). Ce document permet au porteur de projet d'écrire sa vision et lui sert à convaincre, planifier et guider (Verstraete et Saporta, 2006, op. cit. : 379). Parmi les différents publics que ce document peut intéresser figurent en premier lieu les financeurs (Stutely, 2002). Bien qu'il soit considéré qu'en dernier ressort c'est la qualité de l'entrepreneur qui fera la différence, les investisseurs vont évaluer les chances de réussite d'un projet en s'appuyant sur les informations réunies dans le plan d'affaires, ce qui explique l'importance qui lui est accordée en tant que réducteur d'incertitudes.

Marion et Sénicourt (2003) ont recensé les usages qui pouvaient être faits du plan d'affaires. Parmi les fonctions que ces auteurs attribuent à ce document, ils mettent en avant celle de support de communication, de conviction et de négociation à destination des différents partenaires, notamment financiers. C'est cette finalité du plan d'affaires qui est la plus souvent évoquée.

La forme sous laquelle ce document se présentera est à cet égard importante. Il doit respecter certaines règles communément admises. Marion et Sénicourt (ibid.) rappellent les règles de forme communément admises auxquelles le plan d'affaires doit se plier : la concision, la clarté et la lisibilité, l'opérationalité, la précision et l'honnêteté, la cohérence et l'adaptation au destinataire.

Cependant, la pratique montre que ces conditions sont loin d'être remplies pour les dossiers élaborés par les porteurs de projets. Selon Verstraete (2003), le débutant et l'expert n'ont pas la même conception du plan d'affaires. Le premier éprouve généralement des difficultés à analyser les problèmes schématiquement et entre trop rapidement dans les détails. L'expert est par contre à même d'opérer une sélection parmi plusieurs plans sur des critères d'évaluation comparative. La difficulté s'accroît pour le créateur débutant si, de plus, il s'investit dans un secteur dont il n'est pas issu. Cette approche peut être croisée avec celle de Weick (1979), l'expert ayant un « stock de schémas » que ne possède pas le débutant.

Selon Dubocage (2003), le porteur de projet doit présenter un plan d'affaires qui respecte les standards de forme en vigueur. Autrement dit, le document doit être formaté aux standards de l'investisseur. Ces contraintes ne sont pas anecdotiques ; le respect de la norme est une condition nécessaire, sans être suffisante, pour que le porteur de projet soit pris en considération et puisse espérer être sélectionné par l'investisseur. Une demande de financement peut être rejetée si la forme n'est pas respectée. Au-delà de l'argument mis en avant du gain de temps réalisé grâce à la standardisation, le rôle de cette dernière est plus important que cela et est à mettre en parallèle avec le degré d'incertitude qui caractérise le contexte dans lequel évoluent les acteurs (Dubocage, 2003).

Même si le projet est de bonne qualité, la demande ne sera acceptée que lorsqu'elle répond aux standards de présentation, c'est-à-dire lorsqu'elle est formatée aux standards de l'offre. La fonction de l'ALF peut être ici d'aider le créateur à réécrire son dossier dans le but de lui donner une forme correspondant aux attentes des investisseurs (Kelly, 1998). Le conseil peut apporter une valeur ajoutée d'accompagnement et de formatage du business plan pour en faire un véritable outil de séduction (Iselin et Bruhat, 2003).

2.2. La sensibilisation au vocabulaire et aux pratiques des investisseurs

Relativement à la levée de fonds, la sensibilisation aura principalement deux objectifs. Il s'agira d'abord d'initier le créateur d'entreprise au vocabulaire utilisé par les financiers, et ensuite de lui expliquer les pratiques du monde du capital-investissement.

2.2.1. Familiariser l'entrepreneur avec le vocabulaire des investisseurs

Selon Dubocage (2003), le milieu du capital risque se caractérise par un jargon spécifique qui associe le vocabulaire financier américain classique à un vocabulaire original, récent et en perpétuelle évolution, en partie lié à ce que l'on a appelé « la nouvelle économie ». Ce langage peut sembler de prime abord ésotérique au porteur de projet. La première des fonctions de l'ALF peut consister à initier l'entrepreneur à la « langue » des investisseurs.

2.2.2. Initier l'entrepreneur aux pratiques des investisseurs

Le processus de sélection des dossiers est relativement long -plusieurs mois- et complexe. Il importe que l'entrepreneur en prenne pleinement conscience. Par ailleurs, il convient que le porteur de projet puisse s'adapter aux exigences des investisseurs : importance accordée au plan d'affaires, soin à accorder aux présentations formelles (présentations visuelles, rencontres), timing, questions clés,... En particulier, l'entrée des investisseurs dans le capital est fondée sur une sélection rigoureuse des affaires. Si chaque OCR aura son propres processus de sélection, Stéphany (2001) résume les principaux facteurs à : People, Philosophy, Process, Performance . La fonction de l'ALF consiste ici à sensibiliser l'entrepreneur à la nécessité d'intégrer ces éléments s'il veut maximiser ses chances d'obtenir un financement, quitte à revoir son business plan, voire la structuration même de son projet (Santi, 2000).

2.3. La présélection des investisseurs

Pour optimiser ses chances d'obtenir un financement, le porteur de projet doit commencer par identifier et contacter les OCR les plus appropriés pour financer son projet. Tran (1989) a listé les critères classiques permettant à l'entrepreneur de présélectionner les investisseurs potentiels . Ces critères peuvent être relativement faciles à appréhender par le créateur, en se référant à des annuaires ou à des guides. Cependant, d'autres critères exigent une expertise plus pointue, tels que l'expérience et la notoriété de l'investisseur, la taille et la compétence des équipes de l'OCR, la philosophie de l'investisseur (industriel ou financier, hands on ou hands off,...), la durée prévue de l'investissement, la finalité à la sortie (entrée en bourse, cession de l'entreprise à un groupe industriel, voire à un autre fonds spécialisé en capital-développement). A ces critères relativement classiques, on peut en ajouter d'autres plus informels, comme la connaissance en temps réel de la composition du portefeuille des investisseurs , ou le fait de savoir à quel stade de sa vie se situe le fonds géré par l'OCR .

L'ensemble de ces éléments constitue des repères permettant à l'entrepreneur de définir a priori le type d'investisseur qui lui convient. Or la difficulté pour un entrepreneur livré à lui-même consiste à identifier le ou les investisseur(s) potentiellement intéressé(s) par son projet d'entreprise. Le site de l'AFIC recense un peu plus de 200 organismes de capital-investissement . L'identification directe de business angels est encore plus difficile. La présélection des investisseurs nécessite une expertise certaine. C'est l'un des aspects pour lesquels l'ALF peut présenter un réel apport pour l'entrepreneur non spécialiste du monde financier.

2.4. La mise en relation avec les investisseurs

Dubocage (2003) remarque que contrairement aux financements bancaires, dont les lieux de distribution sont connus et ouverts, les demandes de financement par le capital-risque ne sont généralement pas adressées directement aux OCR. Le créateur peut éprouver des difficultés s'il cherche à approcher directement les capital-risqueurs (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000). Le taux de rejet est maximal lorsque le contact est direct (par téléphone, courrier postal ou électronique). Le fait pour l'entrepreneur de passer par un intermédiaire rémunéré (consultant) ou non (scientifique, entrepreneur) augmentera les chances de réussite de sa démarche, dans la mesure où le principal critère de sélection des investisseurs est le capital humain, et que l'intermédiaire, contrairement au porteur de projet, est identifié, dispose d'un track record et de contacts personnels (Dubocage, 2003). Mougenot (2002) note que dans bien des cas, il est nécessaire d'avoir recours à un intermédiaire pour contacter le capital-investisseur.

La mise en relation du porteur de projet avec les investisseurs peut se faire de différentes manières :

- La présentation directe du dossier par l'accompagnant

Dans ce cas de figure, qui correspond à celui de nombre d'ALF privés, la valeur ajoutée de l'intermédiaire se situe dans son portefeuille de relations et dans sa réputation.

- L'organisation de rencontres entre investisseurs et porteurs de projets

Le plus souvent, la structure d'accompagnement aura présélectionné les dossiers. La présélection peut prendre un caractère officiel et formalisé ou non. Les entrepreneurs présélectionnés sont ensuite invités à venir présenter leur projet devant un public d'investisseurs potentiellement intéressés. Ce type de manifestation peut être organisé aussi bien par des acteurs à caractère public (institutions, collectivités territoriales, écoles,...) que privé. L'ALF, dans ses formes les plus complètes, peut intégrer une aide à l'entrepreneur dans la préparation de ses documents de présentation (diaporamas, plaquettes de présentation). Ces documents ont une grande importance pour attirer l'attention sur le projet d'entreprise dans le cas de présentations devant un public d'investisseurs potentiels.

2.4. L'assistance lors de la négociation

La négociation intervient lorsque le porteur de projet a réussi à susciter l'intérêt des investisseurs. Il s'agit d'une étape délicate pour l'entrepreneur. La négociation comporte une double dimension, financière et juridique, qui sont en partie liées. L'ALF consiste dans cette étape à assister l'entrepreneur dans les négociations avec les investisseurs. Ce concours est très précieux car ces derniers ont le double avantage d'être rompus aux affaires (souvent plus que le porteur de projet) et à la négociation, par exemple en matière de valorisation (Iselin et Bruhat, 2003).

2.5.1. La négociation financière

Au plan financier, l'enjeu est pluriel. Il s'agit d'abord de s'entendre sur la valorisation de l'entreprise (ou du projet d'entreprise). Les techniques d'évaluation peuvent être regroupées en trois catégories : les méthodes fondées sur l'actualisation des flux futurs (cash-flows, dividendes) ; les méthodes comptables (coûts historiques, valeur de remplacement ou de liquidation des actifs) et les méthodes fondées sur des usages sectoriels (multiples de chiffre d'affaires, de résultat d'exploitation ou de profit après impôt, prix de transactions récentes,...) (Desbrières et Broye, 2000).

Une fois l'évaluation de l'entreprise effectuée, il s'agit de s'accorder sur la répartition du capital post-money entre l'(es) entrepreneur(s), qui apportent leur projet, leur savoir-faire et éventuellement un peu d'argent, et les investisseurs qui fournissent l'essentiel des fonds. La négociation proprement dite peut avoir lieu entre les parties. Cette étape est particulièrement importante. L'enjeu est stratégique pour les créateurs, qui souvent chercheront à conserver le contrôle de leur affaire. Il faut de plus envisager qu'en cas de besoin de financement ultérieur (deuxième, troisième tour de table, voire davantage), les créateurs seront fatalement et progressivement dilués : leur part relative dans le capital de leur entreprise ira en diminuant (Delecourt, 1993). Le rôle de l'accompagnant est ici de chercher à exercer une influence sur les investisseurs dans le sens des intérêts de l'entrepreneur (Iselin et Bruhat, 2003).

2.5.2. La négociation juridique

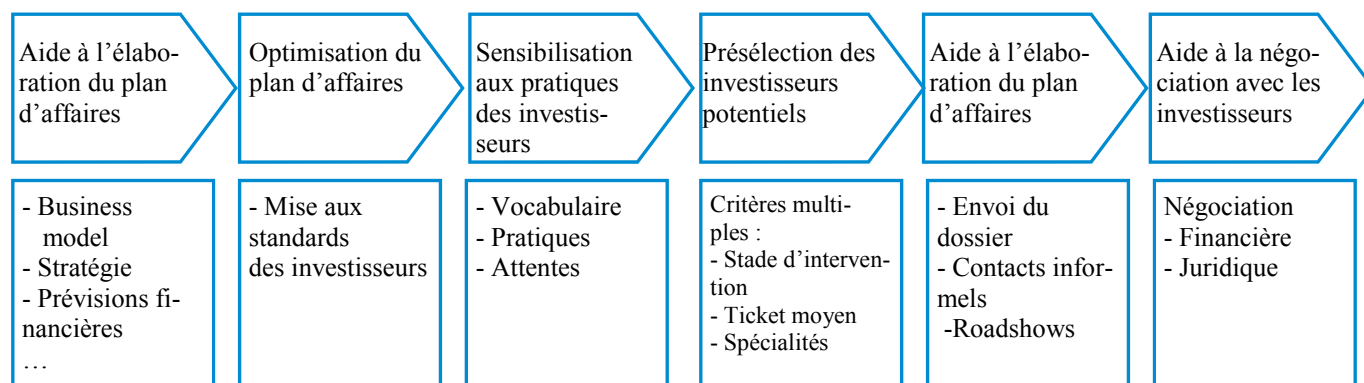
Sur le plan juridique, la négociation portera essentiellement sur le pacte d'actionnaires. Ce pacte établit le cadre juridique des relations entre les créateurs et les investisseurs. Les clauses qui peuvent être intégrées dans un pacte d'actionnaires sont très nombreuses. Elles se partagent entre les clauses définissant le contrôle, les clauses organisant le suivi de la participation et les clauses organisant la sortie du capital (Stéphany, 2003 ; Battini, 2001).

Il convient d'être particulièrement attentif à la rédaction de ce pacte d'actionnaires. Ce document présente en effet une dimension stratégique. Les enjeux juridiques du pacte d'actionnaires tiennent à la fois à la validité des opérations réalisées, aux conditions des engagements pris par les actionnaires et à la mise en cause de la responsabilité des investisseurs (Monod, 2001). Ceci nécessite une expertise certaine. Le rôle de l'ALF est ici de conseiller l'entrepreneur au mieux de ses intérêts.

Le schéma suivant récapitule les différentes fonctions de l'ALF. Cet accompagnement est pris ici dans

son acception la plus complète. Les différentes fonctions sont présentées dans le respect du sens du processus de la levée de fonds : l'aide éventuelle à l'élaboration du plan d'affaires, l'optimisation du plan d'affaires, la sensibilisation aux pratiques des investisseurs, la présélection des investisseurs potentiels, la mise en relation avec les investisseurs et l'aide à la négociation avec les investisseurs. Le schéma reprend les principaux éléments du contenu auquel renvoie chacune des fonctions.

Figure 1. Décomposition des fonctions de l'accompagnement à la levée de fonds



Il convient maintenant de présenter les différentes structures susceptibles d'accompagner l'entrepreneur dans sa levée de fonds.

3. Un panorama des acteurs et des pratiques de l'ALF dans le cas français

Après avoir justifié l'existence de l'ALF, et après avoir proposé une décomposition de ce type d'accompagnement en différentes fonctions, la présente section va présenter un panorama des différents acteurs de l'ALF dans le contexte français. On distinguera les acteurs intégrant toutes les étapes de l'ALF, dont les pratiques sont en général formalisées par un mandat de recherche de capitaux, et les autres acteurs, appartenant aux univers public, consulaire ou associatif, dont les usages sont moins formels.

3.1. Les acteurs intégrant toutes les étapes de l'ALF

Les entrepreneurs ont la possibilité de confier la recherche d'investisseurs à un intermédiaire spécialisé, qui peut les assister depuis la définition de leurs besoins jusqu'à la conclusion de l'opération, en passant par la rédaction du plan d'affaires et la négociation avec les investisseurs intéressés. L'activité d'intermédiation entre investisseurs en fonds propres et entreprises est connue aux Etats-Unis sous le nom de capital-link (Poitrinal, 2001).

3.1.1. Des opérateurs spécialisés ou multi-spécialisés

Les opérateurs privés se distribuent en trois catégories : les intermédiaires spécialisés en levées de fonds, les grands cabinets d'audit et de conseil et les opérateurs de mise en relation.

- *Les intermédiaires spécialisés en levées de fonds*

Les intermédiaires spécialisés en levées de fonds ont pour activité unique ou principale l'ALF destinée aux jeunes entreprises innovantes. Ces opérateurs sont apparus en France à partir de 1993. Estapa Argemi (2002) recensait en 2001 sept acteurs de ce type en France. Bien qu'un recensement exhaustif soit difficile à réaliser, et sorte du cadre de notre étude, il semble que leur

nombre soit plus élevé aujourd'hui et se situe entre une et deux dizaines, sans compter les opérateurs exerçant l'ALF de manière ponctuelle à côté d'autres activités (consultants, experts comptables, avocats d'affaires,...).

- *Les grands cabinets d'audit et de conseil*

Les Big Four (les quatre plus gros cabinets d'audit et de conseil) proposent une large palette de prestations intégrées aux entreprises. Ces cabinets disposent chacun d'un département « Jeunes entreprises » consacré aux projets de création. Leur contribution peut aller de la formalisation du business plan ou de l'étude de faisabilité commerciale à l'aide à la levée de fonds (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000) .

- *Les opérateurs de mise en relation*

On trouve ici les sociétés organisant des rencontres entre porteurs de projets et investisseurs . Ces opérateurs disposent de contacts très étroits avec les capital-risqueurs et organisent une présélection parmi les dossiers reçus préalablement à l'organisation de roadshows au cours desquels les entrepreneurs viennent présenter leur société. On trouvera aussi les places de marché virtuelles sur lesquels les porteurs de projets peuvent déposer leur business plans selon des standards formatés à destination de business angels .

3.1.2. Des pratiques formalisées par un mandat de recherche de capitaux

L'intermédiaire en levées de fonds va rechercher des investisseurs potentiels et négocier avec eux pour le compte de l'entreprise à la recherche d'un financement en fonds propres en vertu d'un contrat de mandat. Le mandat est défini juridiquement par le Code civil (art. 1984) comme l'acte par lequel une personne –le mandant- donne à une autre –le mandataire- le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom. La conclusion d'un tel contrat établit la « représentation » du mandant par le mandataire (Poitrinal, 2001).

- *Les obligations fondamentales entre mandant et mandataire*

Le mandataire a deux obligations fondamentales à l'égard du mandant : l'obligation d'accomplir le mandat, en s'en tenant à l'objet fixé, mais en conservant toute initiative à l'intérieur de cette limite et l'obligation de rendre compte de sa gestion au mandant. Le mandant a deux obligations d'ordre financier vis-à-vis du mandataire, l'obligation de rembourser au mandataire ses avances et frais faits pour l'exécution du mandat et l'obligation de payer la rémunération du mandataire, lorsqu'il en a été prévue une, ou lorsque le mandat est commercial (Poitrinal, 2001).

- *Le contenu et les modalités du mandat*

L'objet du mandat doit être défini très précisément . La rémunération de ce type de prestation se compose de deux parties :

- Une composante variable assise sur le montant des fonds propres procurés à l'entrepreneur (le success fee),
- Une partie fixe (le retainer fee), qui sert à la fois à conforter le sérieux de la demande de l'entrepreneur et à couvrir les premiers frais. Ce retainer fee sera déduit de la rémunération finale en cas de succès de l'opération. En cas d'échec de la mission, alors le retainer fee restera définitivement acquis au conseil.

Certains intermédiaires peuvent aussi accepter une rémunération en actions, mais le plus souvent sur la base d'une valorisation privilégiée des titres (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000).

L'intermédiaire cherchera à avoir l'exclusivité absolue sur la recherche d'investisseurs, étant donné l'importance du travail à fournir. Le mandat peut aussi être accordé pour une exclusivité limitée .

L'existence et le contenu du mandat sont en général stipulés confidentiels (à l'égard des tiers autres que les investisseurs potentiels) . Il peut être prévu que ces informations demeurent confidentielles pendant un certain temps après l'expiration du mandat.

Le mandat sera en général conclu pour une durée déterminée, de l'ordre de plusieurs mois (de six mois à un an) afin de permettre à l'intermédiaire d'entreprendre dans de bonnes conditions les démarches auprès des investisseurs potentiels, renouvelables par tacite reconduction.

A côté des intermédiaires spécialisés existent d'autres acteurs pouvant accompagner le créateur dans sa recherche de fonds.

3.2. Les autres acteurs

Les autres acteurs de l'ALF qui ont été réunis ici ont plusieurs caractéristiques communes. D'abord, ils appartiennent aux secteurs public ou consulaire ou au réseau associatif. Ensuite, ils ne vont pas en général réaliser la totalité de la prestation d'ALF. Enfin, leur rôle sera davantage informel que celui des opérateurs privés.

3.2.1. Des acteurs de statuts très variés

On trouvera ici les incubateurs, l'ANVAR, les autres acteurs publics ou consulaires, les rencontres et concours et le réseau associatif.

- *Les incubateurs*

Les incubateurs ont pour mission de détecter, accueillir et accompagner les projets de création d'entreprises innovantes. La phase d'incubation se fait à partir d'un porteur de projet, lequel est passé par une étape de sélection rigoureuse et ne dispose pas encore d'un statut de chef d'entreprise, la structure juridique n'étant pas encore créée. L'organisation de l'incubateur doit permettre de mobiliser un réseau de compétences, d'accompagner concrètement les porteurs de projets sélectionnés avec des moyens humains, matériels et financiers. Le Ministère de la Recherche distingue plusieurs catégories d'organismes : les incubateurs privés, les incubateurs « corporate », les incubateurs « territoriaux » et les incubateurs « culturels ».

- Les incubateurs privés, pour lesquels la recherche et l'accompagnement de projets ont surtout pour objectif de réaliser des opérations capitalistiques ou commerciales . Les incubateurs privés ont fait évoluer leur modèle économique vers des activités de consulting (levée de fonds, coaching, recrutement) facturées aux start-up .

- Les incubateurs « corporate », ou cellules d'essaimage, internes aux entreprises privées ou publiques, qui favorisent l'essaimage en leur sein . L'essaimage consiste pour une société ou pour un organisme public, à favoriser la création de nouvelles entreprises par des collaborateurs issus de ses rangs (Iselin et Bruhat, 2003) . Suivant le stade de développement atteint par le projet d'entreprise, la cellule d'essaimage pourra guider le créateur soit vers des investisseurs, soit vers un incubateur approprié. Les projets d'essaimage des grands groupes peuvent bénéficier de l'accompagnement d'organismes de conseil spécifiques, comme par exemple Spinnove.

- Les incubateurs « territoriaux », dont les maîtres d'ouvrage, collectivités et chambres consulaires, cherchent au travers de l'accompagnement à la création d'entreprise, à fixer et développer des activités économiques sur leurs zones. Il existe 30 incubateurs conventionnés par le Ministère délégué à la Recherche.

- Les incubateurs « culturels » ou couveuses tels qu'on peut les trouver dans certaines grandes écoles ou universités, qui aident leurs étudiants à formaliser et à faire émerger leurs projets , ainsi que les cellules de valorisation des grands laboratoires .

Parmi les rôles impartis aux incubateurs, figure celui de faciliter le contact avec des investisseurs (Iselin et Bruhat, 2003). L'incubateur présente à ce titre un double atout pour les investisseurs : les projets sont sélectionnés et sont fortement dotés en propriété intellectuelle.

- *OSEO-ANVAR*

Depuis sa création en 1979, l'ANVAR accompagne les projets d'entreprises fondés sur des technologies innovantes. Dès 1982, l'ANVAR a mis en place un soutien spécifique permettant aux créateurs « personnes physiques » de préparer et valider leur projet, avant même le lancement de leur entreprise. Ses actions principales recouvrent l'aide à l'innovation : avances de fonds prêtés sans intérêts couvrant toutes les étapes, de l'étude de faisabilité à la préparation du lancement industriel (ces avances sont remboursables en cas de succès), aide au recrutement de chercheurs et d'ingénieurs dans les PME,...

L'ANVAR est un important pourvoyeur de dossiers innovants pour les capital-risqueurs (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000). A ce titre, la labellisation « entreprise innovante » de l'ANVAR constitue un atout pour les jeunes entreprises à la recherche de fonds propres auprès des investisseurs.

- *Les autres acteurs publics ou consulaires*

D'autres types de structures peuvent jouer un rôle dans l'ALF. Les pépinières hébergent de jeunes entreprises, fournissent des services matériels et assurent le suivi effectif des entreprises. Les technopoles (au nombre de 48 en France) ont pour mission de favoriser la création d'entreprises innovantes sur un territoire, encouragent l'animation et la mise en réseau des compétences du territoire, incluant éventuellement le pilotage d'une pépinière ou d'un incubateur. Les Centres Européens d'Entreprises et d'Innovation (CEEI) ont notamment pour objectif de contribuer à la création d'entreprises innovantes et au développement d'entreprises existantes par l'innovation. Citons aussi d'autres structures d'appui publiques ou consulaires, notamment les CRITT (Centres Régionaux pour l'Innovation et le Transfert de Technologie) ou les Chambres de Commerce et d'Industrie.

- *Les promoteurs de rencontres entre porteurs de projets et investisseurs*

Ces opérateurs organisent une présélection parmi les dossiers reçus préalablement à l'organisation de roadshows au cours desquels les entrepreneurs viennent présenter leur société devant des investisseurs. On peut citer l'initiative Tremplin Entreprises, qui donne chaque année l'occasion à des créateurs d'entreprises sélectionnés de présenter leur projet à des investisseurs, ou les Rencontres Capital IT. L'exercice est exigeant mais peut-être très profitable pour le(s) créateur(s), en l'(es) obligeant à approfondir la réflexion sur le projet pour aboutir à une formalisation courte et précise (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000).

- *Les concours de création d'entreprises*

Le concours National à la création d'entreprises de technologies innovantes, organisé depuis 1999 par le Ministère de la Recherche avec l'appui d'OSEO-ANVAR, sélectionne des porteurs de projets de création d'entreprises dans le domaine des technologies innovantes, dans deux catégories : les projets en émergence et les projets en création-développement. Ce concours permet aux porteurs de projets de se distinguer, que ce soit au plan national ou local.

Etre récompensé par un concours de création d'entreprises permet d'améliorer la visibilité et la crédibilité du projet et d'augmenter les réseaux du créateur, notamment les réseaux liés à la levée de fonds (Iselin et Bruhat, 2003).

- *Le réseau associatif*

Un certain nombre d'associations peuvent offrir des conseils aux porteurs de projet à la recherche de financements en fonds propres. La liste proposée ici n'est évidemment pas exhaustive.

- Les réseaux de business angels : il existe en France plus d'une dizaine de réseaux nationaux de business angels et plus d'une quinzaine de réseaux régionaux. Le regroupement des business angels en réseaux leur permet de « chasser en meute » (Iselin et Bruhat, 2003), ce qui leur assure un meilleur approvisionnement en dossiers, un apport complémentaire de compétences pour juger de l'intérêt d'un investissement et le cas échéant, leur offre la possibilité de s'associer à plusieurs si la mise de fonds requise dépasse leurs possibilités financières individuelles. Le Réseau France Angels se propose de répertorier les différents réseaux existants et de favoriser l'échange de bonnes pratiques entre les différents acteurs. Tous ces réseaux permettent aux entrepreneurs d'optimiser leurs chances de rencontrer un business angel puisque leur dossier est diffusé plus largement.

- L'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) regroupe les principaux acteurs français du capital-investissement et permet au créateur d'identifier les positionnements et les types d'intervention de chacun de manière à déterminer les plus aptes à financer son projet.

- Croissance Plus réunit des entreprises de croissance et des intervenants du capital-risque. D'autres associations peuvent également aider le créateur à lever des fonds.

3.2.2. Des réseaux pour faciliter la rencontre entre l'entrepreneur et l'investisseur

Ces catégories d'acteurs ont pour caractéristiques communes une approche plutôt informelle et le plus souvent non intégrée de l'ALF, qui s'inscrit ici dans un réseau construit entre l'offre et la demande de fonds. Selon Dubocage (2003), l'existence du réseau facilite la coordination pour plusieurs raisons : il facilite l'échange d'informations pertinentes et l'acquisition de connaissances entre les acteurs, il offre

aux deux parties un moyen informel d'acquérir des compétences, favorisant ainsi l'effet d'apprentissage et il participe à la diffusion de pratiques qui facilitent la rencontre entre l'offre et la demande, ayant ainsi un impact effectif sur l'organisation des échanges.

Le réseau peut être soit informel (contacts personnels entre un membre d'une structure d'appui et des investisseurs, appartenance commune à un club ou à une association,...) soit « statutaire » : dans certains cas, des investisseurs siègent au conseil de l'incubateur ou de l'association. Certains incubateurs sont juridiquement liés à des structures d'investissement, ce qui facilite plus encore la mise en relation des porteurs de projet et des investisseurs.

Les différentes structures évoquées ici peuvent remplir certaines des fonctions de l'ALF, mais le plus souvent n'intégreront pas l'ensemble des fonctions. L'aide à l'élaboration du plan d'affaires constitue l'une des « missions » de base de ces structures. Cette dimension de l'accompagnement sera donc aisée à trouver. La sensibilisation aux pratiques et au vocabulaire des investisseurs prendra le plus souvent dans ces structures un caractère informel. Dans les incubateurs, la sensibilisation se fait parfois grâce à l'intervention de capital-risqueurs ou d'experts devant des groupes de porteurs de projets. La présélection des investisseurs potentiels peut-être guidée par des membres des structures précitées. La mise en relation peut s'effectuer par des organisations de rencontres entre porteurs de projets et investisseurs, mais se fera le plus souvent ici par des contacts informels qui peuvent exister entre un ou des membres de la structure d'appui et des investisseurs. En revanche, l'aide à la négociation ne fait en général pas partie des attributions de ces structures.

Conclusion

L'étude proposée a permis de montrer quelle pouvait être l'utilité de l'ALF tant du côté de l'entrepreneur que des investisseurs. L'accompagnement, qu'il soit exercé par des intermédiaires privés ou qu'il émane de structures publiques, consulaires ou du réseau associatif, permet de faciliter la mise en relation de porteurs de projets et d'investisseurs et constitue à ce titre un facteur d'efficacité économique. La structuration plus ancienne et plus marquée des acteurs de l'ALF aux Etats-Unis est sans doute l'un des facteurs contribuant à expliquer le plus grand dynamisme entrepreneurial dans les technologies innovantes outre-atlantique. Un phénomène de même nature sera vraisemblablement amené à se développer dans en France le futur. Il serait logique que le nombre d'intermédiaires autour du capital-risque aille en augmentant (Paoli-Gagin et de Lalande, 2000).

Il convient cependant de préciser certaines des limites de l'ALF. D'abord, il s'agit d'un service qui s'adresse prioritairement aux jeunes entreprises technologiques et dont l'efficacité varie selon les acteurs concernés (plus élevée pour les cabinets spécialisés que pour les associations). Une réflexion croisant typologie d'ALF et typologie d'investisseurs (business angels, fonds d'amorçage et fonds de capital-risque) pourrait à ce titre présenter un intérêt et constituer un prolongement du présent travail. Par ailleurs, l'entrepreneur se doit de rester vigilant et d'éviter les dérives de la relation entre le créateur d'entreprise et le conseil. Le danger existe que le consultant, selon Sammut (2003), attire et enferme le créateur vers des développements qu'il aurait privilégiés, au détriment de ceux du créateur et de l'organisation en émergence. En particulier, le choix des investisseurs potentiels et de leur philosophie d'investissement peut-être lourd de conséquences pour le porteur de projet.

Ceci plaide pour un renforcement de la sensibilisation aux pratiques des investisseurs dans les formations à l'entrepreneuriat destinées aux porteurs de projets et aux dirigeants des jeunes entreprises de croissance.

Notes

1. L'auteur tient à remercier les rapporteurs qui ont évalué cette note pour leurs remarques et leurs suggestions.
2. La conjoncture exerce sans conteste une influence sur le degré de difficulté à lever des fonds et sur le rapport de force entre les porteurs de projets et les investisseurs. A titre d'exemple, la période ayant précédé le krach boursier des valeurs technologiques a été marquée par des excès d'optimisme, voire de naïveté, de la part des investisseurs qui ont eu tendance à accorder trop facilement des financements sans évaluer les projets avec toute la rigueur nécessaire (on peut évoquer notamment le phéno-

mène des First Tuesdays, ces réunions organisées le premier mardi de chaque mois dans les grandes capitales européennes, où se rencontraient porteurs de projets et investisseurs). Ces excès d'optimisme d'hier sont une des causes du climat de circonspection qui a prévalu ensuite.

3. On pourra se reporter à l'Indicateur Chausson Finance, qui présente semestriellement les montants investis par les fonds de capital risque français dans les jeunes entreprises.

4. Les investisseurs en capital (fonds de capital-risque ou business angels) seront désormais appelés les investisseurs.

5. L'AFIC (de même que l'EVCA) définit les stades d'intervention des investisseurs. Le seed-capital ou capital-amorçage constitue le stade le plus précoce. Le financement doit servir à finaliser un projet en cours d'élaboration, de financer des recherches pour valider une technologie. Ce sont des dépenses préalables à la création d'entreprise. Le venture capital ou capital-risque : l'entreprise a déjà franchi une première étape de son développement. Le capital-risque regroupe les financements de création (start-up) ou de post-crétion. Ils concernent essentiellement des sociétés à profil technologique ou innovant dans les premières années de leur existence. Viennent ensuite d'autres stades (capital-développement, financement des LBO/LBI,...)

6. Des guides peuvent y aider le créateur. Voir par exemple Hugot, 2000 et mises à jour ultérieures.

7. L'executive summary, présenté au début du plan d'affaires, en constitue la synthèse.

8. Le mémo est un document de deux ou trois pages qui présente le caractère innovant du projet, le secteur et la zone d'activité, le profil des créateurs et les conditions du succès de l'entreprise.

9. OCR : organisme de capital-risque.

10. Le pacte d'actionnaires établira les obligations réciproques de l'investisseur et de l'entrepreneur à l'occasion de l'octroi du financement.

11. Notamment, Lachman (1999) l'estime entre 5% et 10%, Paolin-Gagin et Delalande (2000) entre 1% et 3%.

12. On pourra se reporter à la source pour une présentation complète de ce cadre théorique.

13. Verstraete (2003) recense plusieurs types d'apprentissages, dont l'apprentissage par essais-erreurs.

14. Les parties prenantes (stakeholders) comprennent les salariés, les dirigeants, les propriétaires, les prêteurs, les clients et fournisseurs et les puissances publiques.

15. Notamment à la lecture de la presse, qui se fait l'écho de l'atonie du marché du capital-risque.

16. Par exemple, la sophistication des détails techniques peut constituer un obstacle à l'évaluation de l'entreprise par l'investisseur (Bowden, 1984).

17. Ces conflits peuvent être atténués au cours de la relation par un certain nombre de dispositifs tels que l'utilisation d'instruments de financement spécifiques, des clauses du pacte d'actionnaires, la pratique de l'investissement graduel, l'adoption de procédures de contrôle telles que le reporting,... (Stéphany, 2001).

18. On pourra se reporter à Dubocage (2003, op. cit.) pour une présentation plus complète de ces erreurs de sélection.

19. Avec des termes comme Deal flow, seed capital, early stage, milestones, burn rate, closing, term sheet,...

20. Plusieurs travaux ont été consacrés à la détermination de ces critères, notamment Muzyka et al. (1996) et Desbrières et Broye (2000).

21. Le degré de spécialisation (généralistes ou spécialistes), le secteur d'activité, la fourchette moyenne des fonds injectés, le stade d'intervention (amorçage, capital-risque, capital-développement), le type de contrôle (minoritaire ou majoritaire), le niveau maximal de risque tolérable, la taille des cibles d'investissement, leur localisation géographique.

22. En effet, si un capital-risqueur a déjà investi dans une société d'activité comparable à l'entreprise pour laquelle des fonds sont recherchés, il est vraisemblable que l'OCR ne donnera pas suite à la demande, même si le dossier est bon, d'abord pour ne pas concurrencer une société qu'il finance déjà, ensuite en raison d'une allocation optimale des risques.

23. Au début de la vie du fonds qui leur est confié, les OCR peuvent avoir tendance à préférer financer des entreprises naissantes ; plus on se rapproche de la fin de vie du fonds, plus les OCR chercheront à participer à des tours de financement ultérieurs.

24. Au 1er mars 2005.

25. Le lecteur pourra se reporter à la troisième section de la présente note.

26. Dans le premier cas, on peut citer les Rencontres annuelles Tremplin Entreprises. Cette manifestation, initiée conjointement par le Sénat et par l'Essec, se déroule en plusieurs étapes : sélection, présentation. Dans le second cas, citons l'association Leonardo Finance.

27. L'approche d'évaluation en termes d'options réelles, qui a donné lieu à de nombreuses communications académiques, semble encore assez peu utilisée par les professionnels.

28. Il s'agit de la répartition du capital considéré après l'octroi des fonds par l'investisseur.

29. Suchman (2000, p. 80) met en avant le rôle d'intermédiaires des avocats de la Silicon Valley qui fournissent des contacts et des recommandations aux capital-risqueurs, en utilisant leurs liens dans la communauté locale du milieu des affaires pour mettre en relation les porteurs de projets avec les investisseurs.

30. Leonardo Finance, Chausson Finance, SMG, MGT, Intuitu Capital, Ipen Group, Fidya Conseil.

31. Si les grands acteurs sont relativement facile à identifier, il n'en est pas de même des intermédiaires de taille plus modeste, des opérateurs régionaux ou des cabinets de conseil exerçant l'ALF à titre ponctuel à côté d'autres activités.

32. En plus des intermédiaires listés par Estapa Argemi (2002), il convient d'ajouter Aelios Finance (fondé par des anciens de Chausson Finance), Bryan Garnier, Opticroissance, Multeam, Emergences, G-RAF, HAP,...

33. A titre d'exemple, la plaquette de présentation d'une de ces compagnies, à la rubrique « Trouver des financements », propose les prestations suivantes : Approche de valorisation et des besoins de financement, Recherche d'investisseurs en capital, Assistance aux négociations, Pacte d'actionnaires. Accompagner la croissance des jeunes entreprises innovantes, Ernst & Young, 2003.

34. Il convient de citer ici Leonardo Finance ou Venture Capital Report.

35. On citera le site www.businessangels.com.

36. Dans le contrat, seront notamment indiqués le montant des fonds recherchés, le secteur géographique de la recherche, le

type d'investisseurs recherchés et l'étendue des pouvoirs conférés au mandataire.

37. Le success fee varie de 1 à 6% du montant des fonds levés (entre 1% à 5% pour Poitral (2001), entre 3% et 6% pour Iselin et Bruhat (2003)).

38. L'exclusivité limitée peut présenter différentes formes. Elle peut porter sur un secteur géographique déterminé. Elle peut aussi n'interdire à l'entrepreneur que de faire appel à d'autres intermédiaires mais non de rechercher lui-même des investisseurs.

39. Le caractère de confidentialité recouvre notamment les informations non publiques concernant le projet d'entreprise ou son état si elle a déjà une existence juridique (ventilation du chiffre d'affaires par clients, perspectives stratégiques, brevet ou savoir-faire en cours d'élaboration, etc...).

40. Les premiers acteurs (Gorilla Park, Kangaroo Village,...) n'ont pas survécu à l'éclatement de la bulle spéculative liée aux nouvelles technologies. Le modèle économique était similaire à celui d'un investisseur financier : prendre une part du capital et assurer un retour sur investissement par la réalisation à terme de la participation dont la valorisation devait croître significativement (Iselin et Bruhat, 2003).

41. Il reste des business angels qui ont une logique d'incubation (comme Talento ou Coach Invest) ou des incubateurs sectoriels (comme Optics Valley) (Iselin et Bruhat, 2003).

42. Les entreprises qui essaient sont majoritairement regroupées dans une structure appelée DIESE (Développement de l'Initiative et de l'Entrepreneuriat chez les salariés des Entreprises). Pour le cas d'EDF Business Innovation on pourra se reporter à : « Le grand groupe, la start-up et l'innovation : quelle stratégie de corporate venture ? », Les Cahiers de la Recherche, I.S.T.M., n°6, mars 2005.

43. Au niveau industriel, on distingue l'essaimage « à chaud », qui correspond à une logique de réduction d'effectifs, et l'essaimage « à froid », non directement couplé à une réduction d'effectifs, résultant d'une volonté stratégique de la direction générale de l'entreprise, qui l'envisage comme un outil permettant de créer de la valeur (Iselin et Bruhat, 2003).

44. Dans cette catégorie, une enquête de l'Usine Nouvelle (2005) a recensé 65 incubateurs dans les Ecoles d'ingénieurs en France, ayant permis de créer 753 entreprises en cinq ans. L'Usine nouvelle, n°2954, 10 mars 2005, p. 54.

45. Il convient de citer notamment CEA-Valorisation, INRIA-Transfert, INSERM-Transfert et CNRS-FIST.

46. L'ANVAR a fusionné récemment avec la BDPME, organisme créé en 1997 (par la fusion de la SOFARIS et de la CEPME) pour devenir l'instrument privilégié de soutien apporté par l'Etat aux PME dans chacune des étapes de leur développement à travers la garantie des fonds investis. Le nouvel ensemble porte le nom d'OSEO.

47. La France compte 29 CEEI qui sont labellisés par l'Union Européenne via le réseau EBN (European Business and Innovation Center Network).

48. Organisée conjointement par le Sénat et l'ESSEC.

49. Il existe également des manifestations de ce genre en Régions, qui suivent des modalités proches et sont organisées généralement à l'initiative de collectivités territoriales.

50. Sur les trois premières années de son existence (1999-2001), 778 projets ont été récompensés par un jury national. Trois secteurs d'activité sont plus particulièrement représentés : les services informatiques, les biotechnologies et l'électronique/télécommunications.

51. D'autres concours destinés aux créateurs d'entreprises existent (Défi Jeunes, concours de l'Association Jacques Douce, Eurowards,...). On pourra consulter le site de l'APCE (www.apce.com).

52. Léonardo Finance, France Finance et Technologie, Professional Network, Défi Start Up, Coach'Invest,...

53. Voir www.franceangels.org

54. Notamment le Réseau Entreprendre, France initiative réseau, les réseaux d'anciens de Grandes Ecoles,...

55. C'est l'exemple de l'association Paris Entreprendre.

56. On citera à titre d'exemples CEA-Valorisation ou INRIA-Transfert.

57. Parmi les entreprises lauréates du Concours national de création, 25% des 56 répondants de la catégorie Création-développement 2000 et 18% des 80 répondants de la catégorie Amorçage pour 1999 et 2000 ont déclaré avoir fait appel à une expertise en capital-risque. Source : Enquête sur les lauréats Création-développement 2000 et émergents 1999 et 2000, ANVAR, août 2001.

Bibliographie

BATTINI, P. (2001). *Capital-risque : mode d'emploi*. Paris, Editions d'organisation, 3ème éd.

CUZIN R. et FAYOLLE, A. (2005). « Les dimensions structurantes de l'accompagnement en création d'entreprise », *La Revue des Sciences de Gestion - Direction et Gestion des Entreprises*, n°210, p. 77.

PALLANCA-PASTOR, G., CAILLOUX, J.P. et CAZALAS, F. (2000). *Business Angels : une solution pour financer les start-up*. Paris, Ed. d'Organisation.

CHERIF, M. (1999). « Asymétrie d'information et financement des PME innovantes par le capital-risque », *Revue d'économie financière*, vol. 2, n° 54.

CHERIF, M. (1998). «Analyse du financement des PME innovantes par le capital-risque : le cas français. », *Revue du Financier*, n° 115, pp. 53-71.

DELECOURT, Ph. (1993). *Ouvrir son capital et garder le pouvoir*, Paris, Dunod.

DESBRIERES, Ph. et BROYE, G. (2000). « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 3, septembre, pp. 5-43.

DUBOCAGE, E. (2003). *Le capital-risque : un mode de financement dans un contexte d'incertitude*, Thèse de doctorat ès-Sciences économiques, Paris XIII.

ESTAPA ARGEMI, A. (2002). *Les intermédiaires en levée de fonds dans le capital-risque*, Thèse professionnelle du Mastère HEC Entrepreneurs.

FALCONER, M., REID, G. et TERRY, N. (1994). « Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists », *Managerial Finance*, vol. 20, pp.186-196.

HIRIGOYEN, G., PICHARD-STAMFORD, J.-P. (1998). « La confiance, un outil de la finance organisationnelle : une synthèse de la littérature récente », *Economies et Sociétés*, Série Sciences de gestion, n° 8-9, pp. 219-234.

HUGOT, J.-B. (2000). *Le guide des sociétés de capital-investissement*, Editions du Management, Paris.

ISELIN, F. et BRUHAT, Th. (2003). *Accompagner le créateur : la nouvelle donne de l'entreprise innovante*. Paris, Ed. Chiron.

JENSEN, M. et MECKLING, W. (1976). « Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n°4, pp. 305-360.

KELLY, P. (1998). « Attirer la mise des investisseurs », p. 52 in BIRLEY, S. et MUZYKA, D. (éds.) : *L'Art d'entreprendre*. Paris, Village Mondial.

LACHMAN, H. (1999). *Capital-risque et capital-investissement*, Paris, Economica.

MARION, S. et SENICOURT, P. (2003). « Plans d'affaires : réponses aux nécessités et réduction des hasards » in MARION S. et al. : *Réflexions sur les outils et les méthodes à l'usage du créateur d'entreprise*, Editions de l'ADREG.

MONOD, F. (2001). « Les enjeux stratégiques du pacte d'actionnaires », *Banque Stratégie*, n°180, mars, pp. 15-19.

MOORE, I. et GARNSEY, E. (1992). « Funding for innovation in Small Firms : the Role of Government », *Research Policy*, vol. 22.

MOUGENOT, G. (2002). *Tout savoir sur le capital-risque*. Paris, Gualino Editeur, 2ème éd..

MUZYKA, D., BARLEY, S. et LELEU, B. (1996). « Trade-offs in the Investment Decision of European Venture Capitalists », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, pp. 273-287.

PAOLI-GAGIN V., LALANDE, V. de (2000). *Le capital-risque*, Paris, Gualino Editeur.

POITRINAL, F.-D. (2001). *Le capital-investissement. Guide juridique et fiscal*, 2ème éd., Galexia Edi-

tions, Paris.

SAMMUT, S. (2003). « L'accompagnement de la petite entreprise en création : entre autonomie, improvisation et créativité », in MARION S. et al. : *Réflexions sur les outils et les méthodes à l'usage du créateur d'entreprise*, Editions de l'ADREG (<http://www.editions-adreg.net>).

SANTI, M. (2000). « L'analyse des risques d'un business plan », in *L'Art de la gestion des risques*, Ed. Groupe Les Echos.

SENICOURT, P. et VERSTRAETE, Th. (2000). « Apprendre à entreprendre: typologie à quatre niveaux pour la diffusion d'une culture entrepreneuriale au sein du système éducatif », *Reflets et Perspectives de la vie économique*, tome 49, n°4, De Boeck Université.

SHEPERD, D. et ZACHARAKIS, A. (2001). « The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship : Control, Trust and confidence in Co-Operative », *Venture Capital*, vol. 3, n°2, pp.129-149.

STEPHANY, E. (2003). *La relation capital-risque/PME*, De Boeck.

STOREY, D.J. et TETHER, B.: « New Technology Based firms in Europe », *European Commission, DGXIII*, Bruxelles.

STUTELY, R. (2002). *Business plan : concevoir un business plan efficace*. Les Echos Editions, 2ème édition, Paris.

SUCHMAN, M. (2000). « Dealmakers and Counselors : Law Firms as intermediaries in the development of Silicon Valley », in : KENNEY, M.: *Understanding Silicon Valley*, Stanford Business.

TRAN, L. (1989). « Comment choisir sa société de capital-risque : une approche qualitative », *Analyse financière*, 3ème trimestre, pp. 51-56.

VERSTRAETE, Th. (2003). *Proposition d'un cadre théorique pour la recherche en entrepreneuriat : $PhE = f[(C \times P \times S) \times (E \times O)]$* , Editions de l'ADREG, (<http://www.editions-adreg.net>)

VERSTAETE, Th. et SAPORTA, B. (2006). *Création d'entreprise et entrepreneuriat*, Editions de l'ADREG.

WEICK, K.E. (1979). *The social psychology of organizing*, Reading, Massachusetts, Addison-Westley.