

AVANT-PROPOS

Chers lecteurs,

Pour réussir à développer leurs activités, les chefs d'entreprises doivent maîtriser leur métier de base, et tout particulièrement les aspects techniques et commerciaux. Ils doivent en assurer la croissance par une vision stratégique et une approche très opérationnelle en identifiant les meilleurs collaborateurs et le financement adéquat.

Un aspect qui est souvent peu connu et mal renseigné est le financement par le venture capital.

Ce guide a été développé par deux universités renommées afin de présenter une approche simple et objective des différentes étapes du financement par le capital-risque.

Destiné aux chefs d'entreprise et à leurs conseillers, ce guide est un voyage illustré entre un premier contact informel et un investissement réussi. Nous espérons ainsi démystifier et vous faire connaître une industrie qui soutient activement les entrepreneurs dans leurs projets de croissance et qui participe ainsi au développement économique de notre pays.

Au nom de la Belgian Venture Capital and Private Equity Association (« BVA »), nous vous en souhaitons une excellente lecture !



Alain Parthoens
Président de la Belgian
Venture Capital & Private
Equity Association asbl
Partner Vesalius Biocapital



Guy Geldhof
Secrétaire de la Belgian
Venture Capital & Private
Equity Association asbl

Pour plus d'information sur la BVA et ses activités, visitez le site www.bva.be

Ce guide a été préparé par les professeurs **Sophie Manigart** et **Olivier Witmeur**.

Les auteurs tiennent tout particulièrement à remercier Messieurs Alain Parthoens et Guy Geldhof ainsi que l'ensemble des membres du Conseil d'Administration de la BVA pour leurs conseils avisés. Ils remercient également Madame Hilde Vandermeulen et Monsieur Sébastien Clyncx pour leur soutien durant la réalisation de ce projet.

Vous pouvez leur adresser vos questions via le site www.venture-capital.be

Sophie MANIGART



Sophie Manigart est Partenaire à la Vlerick Leuven Gent Management School où elle est titulaire de la Chaire Gimv en Private Equity. Elle est également Professeur à l'Université de Gand (Universiteit Gent). Elle est spécialisée dans le financement des projets entrepreneuriaux (angel financing, venture capital et private equity) et a publié de nombreux articles et livres sur le sujet. Elle est entre autres membre des comités d'investissement des fonds Baekeland Fund II (fonds pour les spin-offs universitaires à Gand) et Ark Angel Fund (fonds lié au Business Angel Network Vlaanderen) et membre du Comité du Bel-20.

Vlerick Leuven Gent
Management School



Olivier WITMEUR



Olivier Witmeur est Professeur à la Solvay Brussels School of Economics and Management (ULB) où il est titulaire de la Chaire Bernheim d'Entrepreneuriat. Il y enseigne les stratégies de création, de croissance et de financement de jeunes entreprises aussi bien à des étudiants qu'à des entrepreneurs et des spécialistes de leur accompagnement. Il est également Président du Conseil de la Politique Scientifique de la Région de Bruxelles-Capitale et administrateur de plusieurs entreprises. Il a précédemment été entrepreneur dans une entreprise de forte croissance et directeur d'EEBIC, un incubateur pour entreprises innovantes à Bruxelles.

SolvayBrusselsSchool
of Economics and Management

ULB

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	P.5
1. QU'EST-CE QUE LE VENTURE CAPITAL ?	P.6
2. COMMENT FONCTIONNE UNE SOCIÉTÉ DE VENTURE CAPITAL ?	P.13
3. COMMENT SE PRÉPARER ?	P.18
4. COMMENT NÉGOCIER UNE TERM SHEET ?	P.24
5. COMMENT VALORISER UNE ENTREPRISE ?	P.26
6. QUE METTRE DANS UNE CONVENTION D'ACTIONNAIRES ?	P.31
7. COMMENT COLLABORER AVEC UN VC ?	P.33
8. L'EXIT : COMMENT L'INVESTISSEUR SORT-IL D'UNE ENTREPRISE ?	P.34
9. CAS 1 – ABLYNX	P.36
10. CAS 2 – 4 ENERGY INVEST	P.37
11. CAS 3 – VIVIO	P.38
BIBLIOGRAPHIE	P.39

INTRODUCTION

Le capital-risque - en anglais, *venture capital* - est sans doute le mode de financement le plus fréquemment associé à la création et au développement des petites et moyennes entreprises qui souhaitent poursuivre un projet de croissance. En effet, les sociétés ou fonds de capital-risque disposent de moyens financiers importants qu'ils investissent afin d'aider les entrepreneurs à concrétiser tout le potentiel des entreprises qu'ils dirigent. Ces entreprises se voient ainsi dotées de moyens financiers bien plus importants et sont donc capables de se développer plus rapidement et efficacement.

Bien que la pratique du capital-risque ait aujourd'hui atteint une certaine maturité, elle est encore mal connue du grand public et reste parfois associée à quelques mythes et conceptions négatives. Par conséquent, alors que l'offre est importante, trop peu d'entreprises y songent ou trop y renoncent assez rapidement.

Le principal objectif de ce guide introductif est de démystifier l'activité du *venture capital* et de donner une image aussi simple, claire et objective que possible de ce mode de financement.

Plus précisément, il propose de répondre aux questions que pourrait se poser tout entrepreneur :

- Qu'est-ce que le capital-risque ?
- Qui peut y faire appel et dans quelles circonstances ?
- Quels sont les avantages et les inconvénients de ce type de financement ?
- Comment contacter un fonds de capital-risque et que faut-il préparer ?
- Comment et sur quelles bases les fonds de capital-risque prennent-ils la décision d'investir ?
- Que se passe-t-il après la décision d'investissement ?

Ce guide retrace le processus qui mène une entreprise à faire appel puis à collaborer avec une société de capital-risque. Chemin faisant, il présente également certaines des meilleures pratiques qui posent les fondations d'une collaboration fructueuse entre l'entreprise et l'investisseur.

LE JARGON ANGLO-SAXON !

Dans la mesure où le capital-risque est dominé par des pratiques développées dans le monde anglo-saxon, les acteurs du secteur usent - et abusent parfois - de la terminologie anglaise. Dans un souci de coller au plus près aux pratiques du secteur, ce guide adoptera la même approche et introduira les termes anglais dont la traduction française sera bien entendu fournie. Dans la suite de ce guide, il ne sera ainsi plus question de capital-risque mais de *Venture Capital* ou, en abrégé, de VC (prononcez 'Vi Si'). Il est vrai que cette appellation, à traduire par 'capital d'entreprise' - voire 'capital d'aventure' - est plus valorisante que sa dénomination francophone !

1 | QU'EST-CE QUE LE VENTURE CAPITAL ?

Ce premier chapitre pose quelques définitions et principes généraux. Il est intéressant de noter que l'abréviation 'VC' désigne aussi bien l'activité du *venture capital* que son principal acteur, le *venture capitalist*. Les principales notions abordées dans ce premier chapitre sont présentées de façon simplifiée, elles seront affinées dans les chapitres suivants.

■ Un financement en fonds propres pour ceux qui veulent développer leur entreprise

Le *venture capital* peut se définir comme un financement en fonds propres destiné à faciliter le développement des jeunes entreprises non cotées en bourse qui poursuivent un projet de croissance sur un horizon de moyen terme, typiquement de 3 à 7 ans. En simplifiant quelque peu, on peut affirmer que les entreprises font appel au VC quand leurs actionnaires ne sont pas ou plus en mesure d'injecter de nouveaux fonds dans l'entreprise et que les banques refusent de les financer seules car elles estiment que les fonds propres de l'entreprise sont trop faibles. Les banques parlent également de la nécessité de 'renforcer le haut de bilan'.

Dans sa forme la plus fréquente, un VC injecte du capital (en pratique, il participe à une augmentation de capital) dans une entreprise qui dispose d'un fort potentiel de croissance afin de permettre à celle-ci de se développer plus rapidement. En échange de son investissement, le VC devient actionnaire, généralement minoritaire, de l'entreprise. La croissance de l'entreprise s'accompagne d'une augmentation de sa valeur et donc de celle de ses actions et de celle des entrepreneurs. Dès que cette augmentation est suffisante, l'objectif de l'investisseur est de revendre ses actions pour dégager une plus-value qui consti-

tuera la rémunération de son investissement. Dans la mesure où la revente de sa participation signifie également le départ de l'investisseur, on parle généralement de sa sortie, en anglais de son *exit*. La revente des actions du VC s'organise généralement lors d'une revente totale de l'entreprise (c'est le cas le plus fréquent) ou d'une introduction en bourse. Bien entendu, la valeur des actions des autres actionnaires, en ce compris celles des entrepreneurs, évolue au même rythme. En pratique, tous les actionnaires participent à la préparation et à l'organisation de la sortie de l'investisseur. En cas de revente, il est courant que les autres actionnaires doivent également vendre leurs actions alors qu'en cas d'introduction en bourse, ils doivent généralement poursuivre plus loin l'aventure avec d'autres actionnaires qui remplacent le VC sortant.

Il est fondamental de bien comprendre que les VC investissent essentiellement en capital et qu'ils partagent donc entièrement le risque de l'entreprise. Quand tout va mal, ils acceptent de perdre l'intégralité de leur investissement mais tel n'est bien entendu pas leur objectif ! En réalité, quand tout se passe pour le mieux, ils réalisent un retour très important sur leur investissement. Le VC se distingue ainsi très clairement d'un financement de type bancaire où le risque et les attentes de rémunération sont bien moindres.

Le tableau suivant résume quelques différences essentielles :

	Venture Capital	Banque
Forme du financement	Prise de participation	Octroi d'un prêt
Retour attendu	Aussi élevé que possible, sous forme de plus-value sur action lors de la sortie de l'investisseur	Le taux d'intérêt du marché bancaire
Durée de l'intervention	Typiquement 3 à 7 ans	Crédit à court terme (moins d'un an) et plus long terme (souvent 3 à 5 ans) ...
Garantie demandée	Aucune à l'exception de quelques clauses de protection d'un actionnaire minoritaire non impliqué dans la gestion journalière. Si le projet échoue, le VC perd son investissement.	Une garantie réelle par ex. sous forme de caution de l'entrepreneur ou de ses proches, hypothèque, dépôts de titres, ...
Critères de sélection	La qualité et le potentiel de croissance du projet.	La capacité de remboursement et la qualité des garanties fournies.

■ Un financement adapté au stade de développement de l'entreprise

Les fonds et sociétés de VC n'investissent généralement pas leur argent en une seule fois. Ils préfèrent injecter les moyens nécessaires au développement d'une entreprise au fur et à mesure de son développement en fonction de l'atteinte d'objectifs intermédiaires. Dans ce contexte, il est courant de décomposer le cycle de vie de l'entreprise en étapes ou phases et de réévaluer ses besoins financiers à la fin de chacune d'elles. Chaque nouvelle injection de capital est alors appelée un 'tour de table'. Il est fréquent que les montants investis à chaque tour de table soient croissants de même que le nombre d'investisseurs qui y participent.

Le cycle de développement d'une entreprise est souvent décrit à l'aide de trois phases génériques :

1. La phase de préparation et de lancement - en anglais, *seed and start-up stages* - qui correspond au travail préparatoire (souvent un important effort de recherche et de prototypage) avant le début d'activités commerciales significatives.
2. La phase de début de croissance - en anglais, *early growth stage* - qui correspond aux premières années d'activités commerciales, souvent à une échelle limitée mais destinée à confirmer la pertinence du projet.
3. La phase de croissance rapide - en anglais, *fast growth stage* - qui correspond au déploiement de l'entreprise à grande échelle.

4. La phase de maturité - en anglais, *maturity stage* - qui est caractéristique des entreprises qui sont devenues des acteurs de référence de leur industrie et luttent pour rester à son sommet.

Si on retrouve des VC actifs à chacune de ces phases, ce guide se consacre essentiellement à la deuxième et à la troisième qui sont les plus caractéristiques de l'intervention des VC dans les PME belges. En effet, la première phase est généralement financée par les en-

trepreneurs eux-mêmes, leurs proches, *des business angels*¹ et quelques aides publiques. La dernière est quant à elle souvent financée par l'entreprise elle-même (politique d'autofinancement), les banques, les marchés boursiers ou des opérateurs industriels.

Ce découpage permet de bien faire apparaître la zone d'activité du VC et de la comparer à d'autres formes de financement comme le présente la figure ci-dessous.

EVOLUTION DES SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

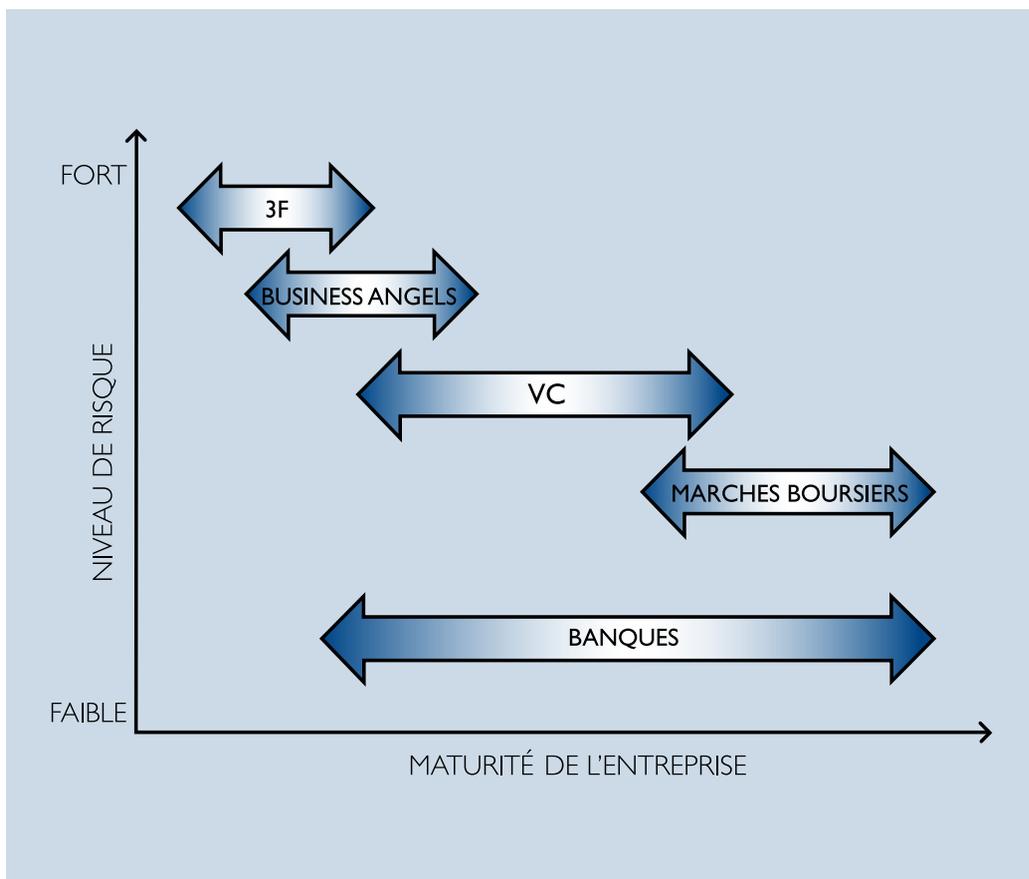
Les financements accessibles aux PME peuvent être groupés dans quatre grandes catégories :

- L'autofinancement : c'est-à-dire la capacité de l'entreprise à générer un résultat opérationnel qui lui permet de faire face à son besoin en fonds de roulement et à ses investissements.
- Ce mode de financement est utilisé par plus de la moitié des entreprises belges de croissance rapide.
- L'apport en capital : ce sont tous les apports en capital depuis ceux des entrepreneurs jusqu'à ceux des VC, des marchés financiers ou de partenaires industriels.
- L'endettement à court ou à long terme : ce sont des prêts octroyés par des partenaires de type bancaire, généralement sous garanties, en échange d'un intérêt et accompagnés d'un plan de remboursement.
- Les subsides et aides publiques : ce sont toutes les mesures prises par les pouvoirs publics dans le but de favoriser le développement des entreprises et la création d'emplois.

Si on s'attarde plus particulièrement sur l'apport en capital, plusieurs sources sont envisageables. Elles se présentent de façon à peu près séquentielle en respectant les phases de développement de l'entreprise. Ainsi, pour les phases de préparation et de lancement, le capital proviendra des entrepreneurs, des proches et des business angels. Même si dans certains cas les entrepreneurs peuvent également faire appel aux VC au cours de ces deux premières phases, ceux-ci sont le plus souvent sollicités lors des phases de croissance. Finalement, arrivées à maturité, les entreprises peuvent encore faire appel aux VC, mais les entrepreneurs préféreront en général, soit poursuivre sur base de l'autofinancement, soit introduire leur entreprise sur un marché boursier.

¹ Un business angel (en français : investisseur providentiel) est un individu disposant d'un patrimoine privé important. Il s'agit souvent d'un entrepreneur ou d'un ancien cadre de haut niveau qui a connu le succès et accepte d'investir une (petite) partie de son patrimoine dans des projets entrepreneuriaux auxquels il croit et où il peut faire profiter l'entreprise de son expérience.

Le graphique ci-dessous reprend les sources de financement en fonction de la maturité de l'entreprise :



L'EQUITY GAP

Il arrive, surtout lors de la phase de lancement, qu'un entrepreneur ne trouve pas d'investisseur pour financer son projet. Cette situation, connue sous le nom de *equity gap* (littéralement : trou dans le financement en fonds propres), se présente lorsque le montant recherché est trop élevé pour un *business angel* et trop limité pour un VC. En effet, les VC rechignent à travailler sur de trop petits projets car ils doivent évaluer puis assurer le suivi de chaque investissement, ce qui entraîne des coûts importants qu'il n'est pas facile d'amortir sur un petit investissement. L'*equity gap* s'explique également par le fait que de nombreuses sources de financement (dont le VC) sont réservées aux entreprises de croissance alors que nombre de PME ne cherchent pas à grandir. Enfin, l'information disponible tant du côté des entreprises sur les investisseurs que du côté des investisseurs sur les entreprises (on parle d'asymétrie de l'information) accentue l'écart de perception entre les deux parties et rend plus difficile la rencontre de l'offre et de la demande.

Pour pallier ce gap, quelques VC spécialisés, souvent soutenus par les pouvoirs publics, s'intéressent aux projets relativement petits.

■ Plus que de l'argent !

Les propos qui précèdent pourraient laisser à penser que les VC sont uniquement des pourvoyeurs de financement mais cette image est bien trop réductrice. En effet, les professionnels du VC disposent également d'une large expérience du développement et de l'accompagnement d'entreprises de croissance.

Ces compétences et leur large réseau de relations leur permettent d'accompagner l'entrepreneur lors de :

- l'élaboration de la stratégie de l'entreprise,

- la préparation de l'entreprise à la croissance,
- la négociation d'autres formes de financement qui viennent plus facilement dès que la structure capitalistique de l'entreprise est renforcée du fait de l'arrivée du VC,
- l'optimisation de la performance de l'entreprise,
- la professionnalisation du management de l'entreprise.

Les VC aident encore l'entreprise en lui faisant bénéficier de leur réputation (la majorité des VC ont la réputation d'avoir le nez fin et donc de financer des entreprises de qualité). Leur présence rassure

² On parle souvent des '3 F' pour désigner « Family, Friends and Fools ! » (en français : la famille, les amis et les fous !). On parle également de financement de proximité (en anglais : community financing) ou même de love money !

également toutes les parties prenantes de l'entreprise (c'est-à-dire les employés, les fournisseurs, les clients, ...) car il est notoire qu'ils ont la capacité de poursuivre le financement de l'entreprise en fonction de l'évolution de ses besoins.

Le VC se positionne donc comme un véritable partenaire de l'entrepreneur avec qui il partage une vision liée à une ambition de croissance et une prise de risque.

■ **Venture Capital, Private Equity et Hedge Fund.**

Le Venture Capital est un sous-ensemble d'une famille plus large qui regroupe tous les financements en fonds propres de sociétés non cotées en bourse nommée *Private Equity* (en abrégé, PE), en français capital-investissement. Au sein du *private equity*, les fonds et sociétés de VC côtoient des fonds spécialisés en opération de rachat d'entreprises, typiquement sous la forme de *Management Buy Out* (en abrégé MBO³). Le *private equity* - et donc le VC - forme ce qu'on appelle une classe d'actifs financiers, c'est-à-dire une catégorie d'opportunité de placements qui trouve sa place à côté d'autres formes de placements tels que notamment les actions de sociétés cotées, les emprunts obligataires, les financements immobiliers, les placements de trésorerie, ... Ces différentes catégories se distinguent entre elles par des niveaux de risque et d'attente de rendement différents. Le *private equity* fait partie des placements à risque mais à plus fort potentiel de rendement. Les investisseurs les plus fréquents en *private equity* (c'est-à-dire ceux qui financent les fonds) sont les investisseurs institutionnels et parfois les pouvoirs publics ou quelques banques et grandes entreprises (le cas est rare en Belgique).

Par ailleurs, il convient de ne pas confondre VC et les *hedge funds* qui sont une autre classe d'actifs. En effet, si tous deux gèrent des actifs d'entreprises tiers, leurs objectifs sont totalement différents. Premièrement, alors que les VC investissent uniquement dans des entreprises non cotées afin de les développer, les *hedge funds* investissent dans une large gamme d'actifs financiers (actions, obligations, options,...) sur une grande variété de marchés à des fins souvent purement spéculatives. Deuxièmement, alors que les VC investissent à moyen et long termes, les *hedge funds* travaillent avec un horizon d'investissement plus court, typiquement de quelques jours à maximum trois années. Finalement, si les VC contrôlent leur investissement et prennent une part active à la gestion de l'entreprise, les *hedge funds* veulent quant à eux rester flexibles vis-à-vis de la vente de leurs actifs et ne participent donc pas activement à la gestion de l'entreprise. Afin de baliser le contexte et les pratiques de leur profession, les VC belges ont adopté un code de conduite (en anglais : *code of conduct*), c'est-à-dire une charte qui fixe les grands principes qui guident l'action des fonds.

³ Un Management Buy Out (MBO) est une opération par laquelle une équipe de management rachète une entreprise qu'elle dirige (mais dont elle ne contrôle pas l'actionariat). Elle finance l'opération à l'aide de capital et de dettes qui seront remboursées grâce aux bénéfices futurs dégagés par l'entreprise

LE CODE DE CONDUITE DE LA BELGIAN VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY ASSOCIATION

En vue d'améliorer l'image et clarifier la déontologie du venture capital, la BVA a publié un code de conduite en dix points. L'association veille strictement à le faire respecter par ses membres.

1. Les VC veillent à renforcer durablement la valeur des sociétés qu'ils ont en portefeuille.
2. Les VC jouent un rôle actif dans l'intérêt des sociétés en portefeuille.
3. Les VC n'acceptent pas l'argent issu de sources d'investissement d'origine non spécifiée telles que celles qui proviennent d'actes criminels ainsi que le blanchiment d'argent.
4. Les VC n'investissent pas dans les domaines d'activité jugés incompatibles par le CA de la BVA. On peut citer en guise d'exemples : les substances illégales, la traite humaine, l'exploitation sociale ou le crime organisé.
5. Les VC veillent au respect de l'intégrité et à l'établissement d'un climat de confiance mutuelle dans les relations entre toutes les parties prenantes à une entreprise.
6. Les VC veillent au respect des lois et des réglementations non seulement dans leur chef mais également dans celui des sociétés qu'ils ont en portefeuille.
7. Les VC s'engagent au respect de la confidentialité dans le traitement des informations des sociétés qu'ils ont en portefeuille.
8. Les VC participent à la mise en place de mécanismes de surveillance et de contrôle internes et externes tant dans leur propre organisation que dans leurs sociétés en portefeuille.
9. Les VC s'engagent à organiser une communication ouverte et régulière quant à leurs investissements et à la conduite de leurs activités.
10. Les VC veillent collectivement au respect de l'image du secteur du private equity et du venture capital.

⁴Pour des raisons de répartition des risques, il est rare qu'une participation pèse pour plus de 10% du portefeuille d'un VC

2 | COMMENT FONCTIONNE UNE SOCIÉTÉ DE VENTURE CAPITAL ?

Cette deuxième partie explique comment un fonds ou une société de venture capital fonctionne et s'organise pour sélectionner, accompagner et finalement revendre les participations qu'il ou elle détient.

■ Une logique de portefeuille

Dans le modèle anglo-saxon, un VC est généralement une société autonome qui investit ses fonds dans plusieurs entreprises. Celles-ci constituent collectivement un portefeuille dont chaque élément a été trié sur le volet et a fait l'objet d'un suivi méticuleux. La logique d'un VC est naturellement essentiellement financière. En investissant dans plusieurs entreprises, ses gestionnaires espèrent aboutir à un rendement

moyen sur l'ensemble du portefeuille supérieur à celui des autres placements financiers. Le risque accru des investissements des VC s'accompagne en moyenne d'une prime de risque plus élevée.

La tâche est plus complexe qu'il n'y paraît du fait du risque inhérent à chaque participation. Ainsi, au sein d'un portefeuille, il faut savoir que seuls 10 à 20 % des projets sont de véritables succès qui dégagent des plus-values importantes au moment de la sortie de l'investisseur. Les autres sont soit, parfois, des échecs complets (fermetures ou faillites), soit bien plus souvent des entreprises qui n'ont jamais vraiment décollé, dont la valeur progresse peu et dont la revente des actions est difficile.

LE RETOUR SUR INVESTISSEMENT ATTENDU PAR LES VC

En simplifiant, on peut dire que les VC espèrent atteindre une rentabilité nette de l'ordre de 15% à 20% par an sur l'ensemble de leur portefeuille pour satisfaire les attentes de rendement de leurs investisseurs (institutionnels). Pour atteindre ce chiffre, vu le nombre de projets qui malheureusement échouent, ils attendent de chaque investissement un retour bien plus important, typiquement de 30 à 60 % en fonction de la maturité des projets qui sont financés. En d'autres termes, très schématiquement, on peut affirmer que l'objectif d'un VC est idéalement de multiplier la valeur de son investissement d'un facteur, souvent nommé *multiple*, de 3 à 5 dans un horizon de 3 à 5 ans. Ce retour, bien que formulé sous forme d'un taux annuel, n'est toutefois pas versé sur une base annuelle, par exemple sous forme de dividende. Comme déjà mentionné, la plus grande partie du retour sur investissement se concrétise à la sortie de l'investisseur sous forme de plus-value sur sa participation.

Signalons toutefois que les VC demandent souvent aux entreprises de leur verser annuellement un *management fee* (en français : honoraires de gestion) égal à quelques pourcents du montant investi. Celui-ci sert à couvrir les frais de la transaction et du suivi supportés par l'investisseur.

■ Une grande diversité de fonds

Sur le plan organisationnel et juridique, les fonds sont tantôt des sociétés totalement privées, tantôt des institutions liées aux pouvoirs publics ou à de grandes institutions telles que les banques.

Au niveau des initiatives privées, de nombreux VC, souvent très spécialisés, sont constitués à l'initiative d'une équipe de management qui organise la création d'un ou plusieurs fonds financés par des actionnaires issus d'horizons variés. Généralement ces fonds prennent la forme de fonds isolés dont la politique d'investissement se concentre dans la sphère de spécialisation de l'équipe de management. Chaque fonds est alors présenté à ses actionnaires potentiels comme un projet ponctuel de placement bien délimité dans le temps (le produit des sorties est distribué aux actionnaires). D'autres fonds privés sont dits captifs car ils sont structurellement liés à une organisation telle qu'une banque ou une grande entreprise. De ce fait, ils fonctionnent dans une logique de continuité, c'est-à-dire que leur porte-feuille 'tourne' avec des sorties qui permettent de nouvelles entrées. Ce type de fonds est très présent en Belgique surtout au niveau bancaire.

Les fonds liés aux pouvoirs publics sont souvent légèrement moins exigeants sur le plan financier mais

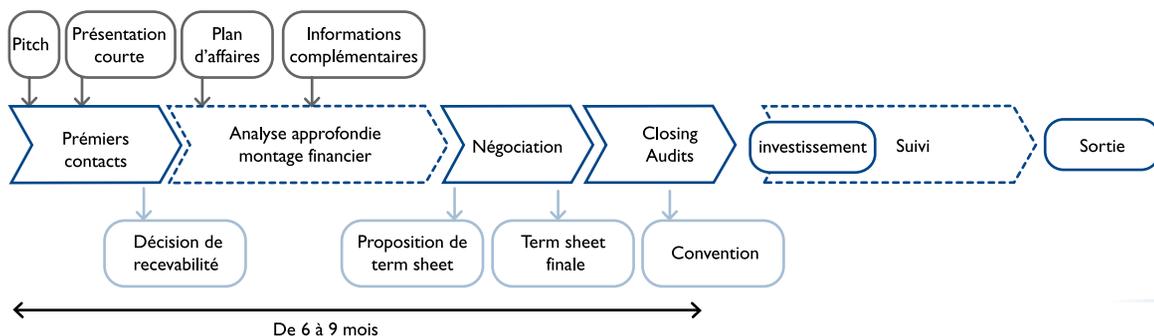
ils imposent naturellement des conditions de localisation et de développement des activités de l'entreprise dans leur zone d'intervention. Ce type de fonds est également très présent en Belgique où chaque région dispose de sa propre gamme d'initiatives (à ce niveau, on parle généralement de sociétés régionales d'investissement ou d'invests locales).

■ Un processus de sélection organisé et assez systématique

Quelle que soit sa forme, chaque VC est supervisé par un Conseil d'Administration ou comité d'investissement (en anglais, *investment committee*) qui prend les décisions d'investissement. Ces dernières sont préalablement soigneusement préparées par un(e) analyste (en anglais, *investment manager*). Celui-ci ou celle-ci est souvent le principal point de contact entre l'entreprise et le VC.

En pratique, la décision d'investissement n'est généralement pas prise en une seule fois. Bien que chaque investisseur ait ses propres règles, les VC procèdent en plusieurs temps suivant un processus assez générique qui est ici résumé mais sera plus détaillé dans la suite de ce guide.

Vu dans son ensemble, le cycle de vie d'un investissement prend typiquement de 6 à 9 mois et se présente schématiquement comme suit :



1. La première étape consiste à entrer en contact avec un investisseur. Trop d'entrepreneurs oublient de prendre l'initiative ou se limitent à envoyer leur plan d'affaires par voie postale ou par e-mail puis à attendre que l'investisseur les recontacte. Cette approche n'est certainement pas la plus efficace ! Pour rencontrer un investisseur, chaque entrepreneur doit activer son réseau de relations (car il est toujours plus facile d'être recommandé) et/ou assister à des conférences, ateliers ou forums d'investissements où les VC sont présents. A ce stade, il est essentiel que l'entrepreneur prenne soin de ne contacter que des investisseurs dont la politique d'investissement est compatible avec le projet de l'entreprise et s'informe préalablement à ce propos afin de ne pas découvrir les règles du jeu en cours de route !
2. Le deuxième temps débute lors d'une première présentation du projet, généralement assez courte. Si son issue est favorable, elle est suivie d'autres rencontres entre l'*investment manager* et l'entreprise qui permettent aux deux parties de faire plus ample connaissance. Sur cette base, la première réaction du VC prend généralement la forme d'une marque d'intérêt, parfois nommée décision de recevabilité. Si elle est positive, elle se matérialise par une lettre d'intention (en anglais : *letter of intent*) et déclenche un important travail d'analyse approfondie.

LE PREMIER FILTRE DE SELECTION DES VC

Les VC estiment très rapidement si un projet est potentiellement intéressant en vérifiant s'il s'inscrit dans la stratégie d'investissement du fonds.

Les critères liés à la politique générale du fonds :

- Montant recherché en ligne avec la capacité d'investissement du VC et le montant minimum qu'il souhaite investir
- Secteur d'*activités* compatible avec l'expertise du fonds
- Zone géographique d'activité compatible avec la zone d'intervention du fonds

Les critères liés au projet :

- Première impression sur la qualité des dirigeants
- Première estimation de l'originalité et du potentiel de croissance

3. Le troisième temps consiste en l'analyse approfondie du projet de l'entreprise sur base de son plan d'affaires (en anglais, *business plan*) et d'informations complémentaires que l'analyste demandera tout au long de son analyse. Cette phase est parfois nommée en anglais *due diligence*. Si la conclusion est positive, elle conduit à une première discussion des principales conditions de l'investissement qui sont généralement reprises dans une lettre d'intention nommée en anglais *term sheet*.
- Dès la première sélection des opportunités d'investissement ou durant la phase d'analyse, il est fréquent qu'un VC demande de rechercher la collaboration d'autres investisseurs pour participer au tour de table. On forme alors un syndicat d'investisseurs.

PHASE D'ANALYSE OU PREMIERE 'DUE DILIGENCE'

La *due diligence* est l'analyse approfondie et la vérification des informations fournies par l'entreprise. Elle porte sur tous les aspects du projet d'entreprise, c'est-à-dire :

- l'évaluation de l'équipe : différentes vérifications des motivations, de la notoriété et de l'honorabilité des principaux dirigeants de l'entreprise ;
- l'analyse technique : vérification de la faisabilité technique et de la propriété intellectuelle ;
- l'analyse du marché : vérification de la faisabilité et du potentiel commercial du projet ;
- l'analyse stratégique : discussion de la pertinence du modèle d'affaires (*business model* en anglais) et de la planification stratégique de l'entreprise. Il n'est pas rare que cette analyse débouche sur une refonte significative du modèle d'affaires de l'entreprise ;
- l'analyse financière : vérification de la situation financière actuelle de l'entreprise, validation des hypothèses retenues pour les prévisions, définition du montage financier.

SYNDICATION DE PLUSIEURS INVESTISSEURS

De nombreux fonds préfèrent ne pas investir seuls dans une entreprise. Il est donc fréquent de voir plusieurs VC se réunir pour financer une entreprise. On parle alors de *syndication* des investisseurs. Dans ce cas, il est courant qu'un investisseur prenne la direction du syndicat (dont les membres sont nommés en anglais *syndicate members*) et se charge de la coordination entre les différents fonds et l'entreprise. Ce fonds est nommé *lead investor*. Il est donc important pour une entreprise d'identifier aussi vite que possible un tel leader. A défaut, le dossier risque de s'enliser et l'entrepreneur de perdre un temps précieux à réexpliquer son projet de A à Z à de nouveaux investisseurs.

4. Le quatrième temps est la négociation de l'accord entre l'entreprise et le VC sur base de la *term sheet*. Elle porte sur les principales clauses de l'investissement qui seront ultérieurement reprises dans une convention d'investissement.

5. Dès qu'il y a accord sur les lignes directrices, la dernière étape avant l'investissement est la clôture de l'opération, en anglais, le *closing*. Durant cette phase, l'investisseur procède à des dernières vérifications formelles - également nommées *audit* - et les parties réalisent plusieurs démarches juridiques telles que l'adaptation des statuts de la société et la rédaction d'une convention d'investissement (en ce compris une convention d'actionnaires) en bonne et due forme.

NB : Compte tenu du travail à réaliser, l'ensemble des cinq premières phases dure typiquement de 6 à 9 mois. Il importe donc de le débiter à temps !

6. Bien entendu, une fois l'investissement réalisé, l'*investment manager* continue à suivre l'entreprise. Il est fréquent qu'il participe au Conseil d'Administration de l'entreprise et lui prodigue des conseils notamment sur les plans financiers et stratégiques. L'*investment manager* rend toujours compte de l'évolution de l'entreprise à l'*investment committee* et aux *syndicate members*.

7. Les chemins de l'entreprise et du VC se séparent au moment de la sortie. Il s'agit évidemment d'une décision prise en commun entre tous les actionnaires de la société et

son Conseil d'Administration au sein duquel l'investisseur et l'équipe de gestion sont représentés. Au niveau de l'investisseur, en dernier ressort, il s'agit également d'une décision discutée avec l'*investment committee*.

■ Un filtre très sélectif

L'analyse complète d'un dossier prend beaucoup de temps, souvent plus de 2 mois de travail pour l'analyste en charge du dossier. Les VC évitent de perdre le leur sur des projets qui n'aboutiront pas ou ne correspondent pas à leur politique d'investissement. Ils se montrent donc très sélectifs et n'hésitent pas à refuser rapidement les dossiers qui ne correspondent pas à leur politique d'investissement ou qui ne les convainquent pas.

La figure suivante schématise ce phénomène qui conduit les investisseurs à ne retenir que de l'ordre de un à deux pourcents des projets qui leur sont présentés.



3 | COMMENT SE PREPARER ?

Cette troisième partie s'adresse directement à l'entrepreneur qui souhaite faire appel à un investisseur. Pour ce faire, il lui faudra d'abord produire un plan d'affaires (en anglais : *business plan*) complet et bien ficelé. En effet, ce document joue un rôle central dans la phase d'analyse. Mais, il importe également de soigner la manière de se présenter au(x) investisseur(s) potentiel(s). Au-delà du plan d'affaires lui-même, plusieurs documents et présentations doivent également être préparés avant de rencontrer un investisseur.

Ne dit-on pas qu'on n'a jamais deux fois l'occasion de faire une première bonne impression ?

■ L'elevator pitch, une minute pour convaincre !

La notion d'*elevator pitch* traduit l'idée qu'un entrepreneur rencontre un investisseur potentiel dans un ascenseur et que, le temps de ce bref déplacement, il ait là une occasion unique de lui faire part de son projet. Ce type de brève introduction constitue souvent un passage obligé pour tous les entrepreneurs qui souhaitent présenter leur projet. Malheureusement, force est de constater que trop peu d'entrepreneurs y sont préparés.

Concrètement, l'*elevator pitch* a pour but de retracer, typiquement en moins d'une minute, les grandes lignes du projet. Le premier élément à aborder est naturellement l'activité de l'entreprise et le besoin auquel l'entreprise répond. C'est sans doute le point le plus important du pitch. Ensuite, il est important de concrétiser et crédibiliser le discours en l'ancrant dans le monde réel, idéalement à l'aide de références bien connues. Enfin, il convient d'évoquer l'objectif de la démarche et de mentionner le type d'investissement recherché.

■ La première présentation : impossible de tout dire !

La première rencontre formelle entre l'entrepreneur et le VC sera généralement assez courte, de l'ordre d'une heure. Impossible de tout couvrir en si peu de temps... Il est donc essentiel de sélectionner les messages à faire passer en gardant bien à l'esprit que ce premier contact ne marque que le début d'un dialogue entre les deux parties. Pour ce faire, il est conseillé de préparer une petite présentation en respectant deux 'règles' très simples :

- Maximum 10 slides (ou diapos ou transparents) : le but n'est pas de présenter l'ensemble du projet mais d'en présenter assez pour stimuler l'intérêt de l'investisseur et atteindre l'étape suivante du processus. Il peut toutefois être utile de préparer quelques slides supplémentaires (dits de réserve ou back-up) qui approfondissent des points importants de la présentation, notamment en cas de questions précises de la part de l'investisseur. Chaque slide doit contenir un message-clé et il est conseillé d'aborder les thèmes suivants : le *mission statement*, l'équipe, le besoin des clients, le marché (potentiel), la vision, le *business model*, les ressources recherchées.
- Maximum 20 minutes : Même si une heure est réservée pour la réunion, il est préférable de limiter la présentation à 20 minutes car il est essentiel de prévoir un maximum de temps pour une discussion.

■ Rédiger un plan d'affaires complet et professionnel

Le plan d'affaires constitue la pièce centrale autour de laquelle s'articule le dialogue entre l'entrepreneur et l'*investment manager*. En effet, il permet d'abord à ce dernier de comprendre toutes les facettes du projet de l'entreprise. Il sert ensuite de base à un échange progressif entre les deux parties. Au final, il n'est pas rare que ce dialogue débouche sur des révisions parfois importantes du projet initial.

Bien plus complet que le plan financier avec lequel il est régulièrement confondu, le plan d'affaires se définit comme un document professionnel d'une trentaine de pages⁵ décrivant une opportunité de création de valeur et la façon dont une équipe entrepreneuriale va structurer un projet d'entreprise en vue de l'exploiter endéans une période allant de 3 à 5 ans (parfois plus dans le secteur pharmaceutique). Le plan financier forme la conclusion du plan d'affaires.

Mais, plus qu'un document, le plan d'affaires est surtout un outil :

- analytique qui passe en revue, sans complaisance, les variables qui conditionnent le succès de l'entreprise : son équipe, son offre, son marché, la concurrence, l'environnement au sens large, ... ;
- stratégique et opérationnel qui expose concrètement comment les choses vont être organisées en découpant le projet en une série d'étapes bien identifiées et jalonnées de *milestones* (en français : points de passage) ;
- financier car il intègre une prévision du compte de résultats et des besoins en trésorerie ;
- de communication destiné à convaincre des partenaires d'apporter les ressources manquantes à l'entreprise.

⁵ Le plan d'affaires est de plus en plus souvent présenté sous forme d'un long document de type PowerPoint (à ne pas confondre avec la présentation utilisée lors du premier contact!) complété de nombreuses annexes telles que les résultats de l'étude de marché, la documentation commerciale, le plan financier complet sous forme de fichier dont les paramètres sont modifiables, ...

STRUCTURE TYPE D'UN PLAN D'AFFAIRES

EXECUTIVE SUMMARY

(en français : résumé)

1. L'ÉQUIPE ET L'ENTREPRISE

- Historique
- Composition de l'équipe et de l'actionnariat

2. L'OPPORTUNITE

- Le(s) besoin(s)
- Les produits ou services
- Le marché : taille, croissance, segmentation,...
- Le secteur : grandes tendances, principaux acteurs, concurrence directe et indirecte, ..

3. LA STRATEGIE

- Analyse SWOT
- Le business model
- Le positionnement
- Le core business
- La vision à long terme

4. LE PLAN D'ACTION

- Plan de vente et marketing
- Plan de production / méthodologie et plan de logistique
- Planning de Recherche & Développement
- Gestion des ressources humaines
- Contrôle de gestion et gouvernance
- Les phases de développement (ou *milestones*)
- Analyse des risques et options alternatives pour y faire face

5. LE PLAN FINANCIER

- Etats financiers prévisionnels: Compte de résultats, bilan et trésorerie
- Analyse de sensibilité
- Plan de financement

ANNEXES :

- CV des principaux dirigeants
- Documentation commerciale
- Comptes annuels des exercices précédents (pour les entreprises existantes)

Il n'existe bien entendu rien de tel qu'un plan d'affaires ou un projet de rêve. Néanmoins, les VC recherchent des projets qui répondent aux critères suivants :

- Une équipe de premier plan : honnête, motivée, totalement engagée dans le projet (par exemple, pas de temps partiel), compétente, flexible ... Bref, digne de confiance !
- Une offre unique, reposant sur un avantage compétitif durable et répondant à un vrai besoin du marché
- La démonstration concrète du bon fonctionnement du projet; en anglais, on parle de *proof of concept*
- Une étude de marché attestant d'un marché assez grand, en croissance et accessible à un nouvel entrant
- Un modèle d'affaires rapide à développer à grande échelle
- Un fort focus sur une niche de marché bien identifiée
- La vente et le client doivent être placés au centre du plan d'action
- Un focus sur un cœur de métier (en anglais ; *core business*) parfaitement maîtrisé
- Une vision ambitieuse mais réaliste
- Des étapes de développement préalablement définies
- Une analyse réaliste des risques avec un « plan B »
- Une attention particulière à la gestion de la trésorerie
- Un plan financier qui repose sur un nombre limité d'hypothèses bien maîtrisées
- Une stratégie de sortie préalablement identifiée

- La prédominance de la capacité à mettre en œuvre (plus importante que la capacité à poursuivre l'analyse stratégique !)
- Un maximum de bon sens et de simplicité dans la mise en œuvre

■ Préparer une *data room* aussi complète que possible

En complément des éléments repris dans le plan d'affaires, l'analyste demandera tout au long de la phase d'analyse une série de documents supplémentaires. Afin de gagner du temps, il est recommandé de rassembler une série de documents relatifs à la vie de l'entreprise et de les archiver en un seul et même endroit qu'on nomme la *data room* (littéralement, la salle des données).

On y retrouvera :

- les statuts de la société ;
- le registre des actionnaires et les conventions d'actionnaires ;
- les procès-verbaux des conseils d'administration ;
- les liasses comptables complètes et les déclarations fiscales ;
- des données précises sur l'évolution du chiffre d'affaires et l'état de la prospection ;
- les principaux articles, analyses, règlements... permettant de comprendre l'environnement ;
- la documentation des concurrents ;
- la revue de presse sur l'entreprise et ses dirigeants ;
- les brevets et dépôts de marque ;
- les méthodes développées et documentées par l'entreprise ;

- les contrats relatifs aux principaux partenaires opérationnels et clients ;
- les CV et contrats de travail des principaux employés ;
- les dossiers d'aides publiques ;
- les descriptions de fonction des principaux collaborateurs existants et à recruter.
- les contrats de crédits et financements ;

LA CONFIDENTIALITE

Nombre d'entrepreneurs craignent que la présentation de leur plan d'affaires par des VC entraîne un risque de 'vol' de leur idée. Cette crainte relève essentiellement du folklore pour deux raisons. Premièrement, il est rare qu'un plan d'affaires contienne des informations strictement confidentielles. En réalité, celles-ci ne doivent pas être reprises dans les documents utilisés pour les premiers contacts et peuvent être divulguées plus tard après signature d'un accord de confidentialité. Il est toutefois illusoire de vouloir faire signer ce type de document dès le premier contact avec un VC. Deuxièmement, comme l'indique le code de conduite de la BVA, la déontologie des VC les incite à ne pas divulguer à une entreprise des informations reçues d'une autre entreprise. Les VC accordent bien entendu la plus grande importance à leur réputation qui est sans doute un de leurs principaux atouts sur le marché.

■ Le rôle des conseillers externes

Lors de la préparation d'un dossier et tout au long de la phase d'analyse, les entreprises peuvent faire appel à une série de spécialistes. Ces derniers peuvent être regroupés en quelques catégories :

- Les consultants spécialisés : ils aident l'entrepreneur à préparer son plan d'affaires, à entrer en contact avec des investisseurs, et conseillent l'entreprise lors de la négociation de la *term sheet*. Ils sont souvent rémunérés sur base d'un honoraire fixe (en anglais : *retainer fee*) en début de mission et d'une prime de succès (en anglais : *success fee*) égale à quelques pourcents du montant levé auprès des investisseurs.
- Les comptables et réviseurs d'entreprises aident les entreprises à présenter des comptes annuels clairs et jouent parfois un rôle important lors de la préparation du plan financier. En tant que premiers conseillers de l'entreprise, ils sont souvent à même d'estimer l'intérêt pour leur client de faire appel ou non au VC. Si ce type de conseillers est précieux, il n'exonère toutefois pas l'entrepreneur d'une maîtrise réelle de son plan financier, de sa dynamique et des hypothèses qui le sous-tendent. Les conseillers extérieurs ne participent d'ailleurs pas souvent aux premiers contacts entre entrepreneurs et investisseurs.

- Les avocats sont presque toujours sollicités dans la dernière phase de la négociation, surtout lors du *closing* de l'investissement et de la rédaction des conventions définitives.
- Les initiatives publiques d'aides aux entreprises. A travers le pays, de nombreux acteurs financés par les pouvoirs publics (centres d'entreprises, incubateurs, centres d'entrepreneuriat, agences locales de développement, ...) sont également en mesure de fournir une première série de conseils, souvent gratuits, sur les possibilités de financements dont notamment les VC.

Une des tâches de l'entrepreneur est de bien sélectionner ses partenaires et de s'assurer que ceux-ci sont bel et bien des spécialistes, par exemple en vérifiant leurs références.

En Belgique, le nombre de véritables spécialistes du VC est encore limité et quelques apprentis sorciers font perdre un temps - et de l'argent - précieux aux entrepreneurs et investisseurs.

METTRE LES VC EN CONCURRENCE ?

Pour obtenir de bonnes conditions et maintenir un rapport de force correct lors des négociations, rien de tel que la concurrence ! Pour l'organiser, l'entrepreneur gagne à contacter et entrer en négociation avec plusieurs investisseurs. Néanmoins, l'exercice a ses limites. En effet, d'une part, le monde du capital-risque est très petit. Les gestionnaires de fonds se rencontrent et se parlent régulièrement, il est donc assez rare d'obtenir des offres radicalement différentes. D'autre part, le processus d'analyse avant d'entrer en négociation est assez long et lourd pour l'entreprise et son équipe de direction. La multiplication des contacts coûte également cher à l'entreprise et le temps qui y est consacré est perdu pour le développement de l'entreprise elle-même. Compte tenu de ces éléments, on observe que les entrepreneurs négocient rarement avec plus de 3 investisseurs ou syndicats d'investisseurs.

Tout bien considéré, plus que de mettre les VC en concurrence, l'essentiel est de trouver l'investisseur qui convient le mieux à l'entreprise, c'est-à-dire celui dont la stratégie d'investissement est cohérente avec celle de l'entreprise et qui dispose d'une expertise ou expérience pertinente. Identifier le bon VC est sans doute plus important que de trouver celui dont l'offre financière semble la plus attractive.

4 | COMMENT NEGOCIER UNE TERM SHEET ?

Cette quatrième partie aborde les lignes directrices de l'accord qui liera l'entreprise au VC. L'accord final fera bien entendu l'objet d'une convention d'actionnaires en bonne et due forme. Néanmoins, avant de s'attaquer à la rédaction d'un tel document, les parties en dressent les lignes directrices dans une *term sheet*.

En pratique, l'intervention d'un VC dans une entreprise s'accompagne de nombreuses dispositions qui découlent naturellement de sa position de nouvel actionnaire. Comme dans toute association, il est préférable d'être clair sur toutes les modalités avant même la réalisation de l'investissement.

Chaque société ou fonds de VC dispose de son propre modèle de *term sheet* mais il l'adapte significativement d'une société à l'autre de telle sorte, qu'au final, elles sont toutes bien différentes.

Néanmoins, chaque *term sheet* aborde les mêmes questions fondamentales :

- Quelles sont les conditions financières de l'investissement ?
- Comment l'entreprise sera-t-elle gérée ?
- Quelles sont les conventions à établir avec les personnes-clés de l'entreprise ?
- Comment assurer la sortie de l'investisseur ?

Ainsi, outre le volet purement financier qui fait l'objet de la cinquième et prochaine partie, la *term sheet* aborde des questions, parfois très sensibles voire émotionnelles. Sa négociation est d'autant plus délicate qu'il s'agit souvent d'anticiper des difficultés, voire des crises, dont toutes les parties espèrent qu'elles ne se matérialiseront pas...

■ Les caractéristiques d'un bon accord

On pourrait déduire de ce qui précède qu'il peut être difficile de négocier avec un VC mais il ne faut pas exagérer. La discussion est certes parfois assez technique mais la majorité des points tombent sous le bon sens et la bonne foi.

De toute façon, il convient de conserver les caractéristiques d'un bon accord, c'est-à-dire qu'il doit être :

- simple (tout doit être compréhensible) et court (une *term sheet* dépasse rarement 6 pages);
- équitable (aucune partie ne doit se sentir lésée, faute de quoi l'association part sur de mauvaises bases);
- basé sur la confiance plutôt que sur des procédures juridiques (même si celles-ci doivent être prévues) ;
- applicable si l'entreprise traverse une période difficile (en ce compris sans incitant à des comportements pervers ou aberrants)

Ces règles très générales, applicables dans bien d'autres cas que la négociation entre un entrepreneur et un VC, permettent à toutes les parties de vérifier si la négociation se déroule bien.

QUELQUES POINTS IMPORTANTS À ABORDER DANS UNE *TERM SHEET*

- Structure de l'investissement (capital, dette convertible, ...) et nature des privilèges ou protections accordés à l'investisseur (en anglais on parle souvent de *preferred shares* pour désigner la nature des actions détenue par les VC)
- La composition et le fonctionnement du Conseil d'Administration (CA)
 - Nombre d'administrateurs
 - Présence d'administrateurs extérieurs
 - Eventuels droits de véto (les VC exigent souvent quelques droits de veto assez logiques)
 - Les matières réservées au CA
 - Obligation de reporting et contrôle des comptes
- Le contrat de travail des actionnaires actifs
 - Rémunération : fixe et variable, évolution au fil du temps, ...
 - Modalité de préavis en distinguant les cas où la rupture se fait en bons termes ou mauvais termes (en anglais : *good leaver / bad leaver*)
- Les plans d'options sur action (*stock option plan*) destinés à motiver d'autres personnes-clés que les actionnaires actuels
- Les clauses de révision de la valorisation
- Les clauses de confidentialité et non-concurrence
 - Etendue
 - Durée
- Modalités d'achats et ventes des actions
 - Droit de préemption : priorité des actionnaires existants par rapport à des nouveaux
 - Multiples possibilités de limiter des ventes d'actions, de forcer des ventes d'actions
 - Priorités entre les actionnaires pour la revente de titres lors de la sortie
- Modalité de gestion des éventuels désaccords, en général une clause d'arbitrage

Cette cinquième partie aborde une problématique qui fait couler beaucoup d'encre ! En effet, déterminer la valeur d'une entreprise souhaitant se développer rapidement n'est pas chose aisée. D'un côté, la situation financière actuelle de l'entreprise (c'est-à-dire celle qui apparaît dans son bilan sur base de son historique) ne reflète pas son potentiel mais, d'un autre côté, la réalisation de ce potentiel reste hypothétique et est fonction du risque du projet. Néanmoins, le VC et les actionnaires doivent se mettre d'accord sur une valeur pour déterminer le pourcentage d'actions attribué au VC en échange de son investissement. Ainsi, en simplifiant, même si la valeur comptable d'une entreprise est de 10, il est possible que sa valeur économique soit par exemple estimée à 70. Dans un tel cas, un investisseur qui apporterait (ajouterait) 30 détiendrait 30% ($=30/(70+30)$) du capital de l'entreprise et non 75% ($=30/(10+30)$) comme on pourrait trop rapidement le déduire d'une approche purement comptable.

L'objectif de ce guide n'est pas de détailler la façon dont la valorisation est calculée. Le résultat final ne résulte d'ailleurs jamais d'une méthode unique mais plutôt de la combinaison de plusieurs et aussi – et parfois surtout ! - du pouvoir de négociation des parties.

Sur un plan technique et de manière simplifiée, il convient de comprendre la logique de quatre méthodes régulièrement évoquées pour estimer la valeur d'une entreprise :

1. La Valeur Actualisée Nette ou VAN (en anglais : *Net Present Value* ou NPV)
2. La méthode des comparables
3. L'actif net actuel, éventuellement corrigé
4. La valorisation sur base de la valeur de sortie

■ Méthode n°1 : La Valeur Actualisée Nette (VAN)

La valeur actualisée nette est la formule la plus couramment utilisée pour évaluer un projet d'investissement quel qu'il soit. Elle est donc presque systématiquement utilisée par les VC pour valoriser une entreprise. Selon cette méthode, la valeur actuelle d'une entreprise dépend des flux de trésorerie futurs (en anglais : *free-cash-flow*) qu'elle sera en mesure de générer avant de les mettre à disposition de ses actionnaires. Toutefois, il ne convient pas simplement d'additionner ces flux. En effet, il est nécessaire d'ajuster leur valeur en tenant compte de l'effet du temps (l'argent perd de la valeur avec le temps) et de l'objectif de rentabilité de l'investisseur ; on parle d'actualisation. En procédant de la sorte, les *cash-flow* qui sont prévus loin dans le temps valent moins que ceux attendus dans un proche avenir. Ainsi, la valeur actualisée nette est la somme des flux de trésorerie nets actualisés (en anglais : *discounted cash flows* ou DCF). Le calcul repose donc sur deux éléments :

- Les flux de trésorerie libres futurs (en anglais : *free cash flow*, en abrégé FCF) : à ce niveau on se base sur le plan financier de l'entreprise. En simplifiant quelque peu, le flux de trésorerie libre d'une année se calcule à partir du bénéfice net de l'année qui est corrigé en lui ajoutant les amortissements (charges non décaissées) et en retirant les investissements (qui correspondent à des décaissements) ainsi que l'évolution du besoin en fonds de roulement.
- Le taux d'actualisation (en anglais : *discount rate*, en abrégé R) qui correspond au retour attendu par l'investisseur, notamment en fonction du risque associé au projet. Ce taux varie générale-

⁶ Le principe est simplement que la valeur d'un euro aujourd'hui est supérieure à celle d'un euro dans un an car l'euro d'aujourd'hui peut être placé à un taux plus ou moins élevé, proportionnel au risque du placement.

ment entre 30% par an pour des projets presque matures à près de 100% par an pour des projets qui sont à des stades très préliminaires.

$$VAN = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FCT_T}{(1+R)^T} = \frac{FCF_1}{(1+R)^1} + \frac{FCF_2}{(1+R)^2} + \frac{FCF_3}{(1+R)^3} + \dots$$

Bien entendu, si le plan d'affaires a été bien préparé et optimisé, ce calcul fournit généralement un résultat positif et ce d'autant plus que le taux d'actuali-

sation utilisé est faible. Le résultat correspond à la valeur totale de l'entreprise.

Il convient toutefois de souligner que la principale difficulté de cette méthode est qu'elle repose sur de nombreuses hypothèses dont certaines sont difficiles à maîtriser. De plus, l'utilisation de tableurs tend à inciter l'entrepreneur à poser des hypothèses de croissance pas toujours réalistes en se fiant à des formules mathématiques déconnectées de la réalité.

QUEL TAUX D'ACTUALISATION UTILISER ?

Il est souvent délicat de choisir le taux d'actualisation à utiliser. En effet, la prime de risque des projets de croissance est telle qu'il est difficile de la quantifier. A titre indicatif, on peut néanmoins avancer l'évolution suivante des taux en fonction du stade de développement de l'entreprise :

- Phase d'amorçage (phase de recherche, de prototypage et de préparation avant le lancement commercial) : de 60% à 100 %
- Phase de lancement (première commercialisation, souvent exploratoire et à l'échelle locale): de 50% à 60%
- Début de phase de croissance (organisation et commercialisation plus systématique avec souvent un début d'internationalisation) : de 40% à 50 %
- Phase de croissance rapide : de 30 à 40%

Le rendement attendu est bien plus élevé que celui qui est espéré par des investisseurs en bourse. Cette différence ne provient pas uniquement du fait que les projets sont plus risqués. En effet, au-delà de la rémunération du risque, les VC souhaitent également valoriser le temps qu'ils consacrent aux projets. De plus, la non liquidité des actions limite les possibilités de revente et génère une demande de rendement complémentaire. Ainsi, les actions peu liquides sont toujours moins bien valorisées que les actions liquides, cotées en bourse. Enfin, le fait que les VC soient des actionnaires minoritaires rend la revente de leurs actions plus difficile (il est plus facile de vendre une majorité qu'une minorité d'actions), accentue la pression sur la valorisation et augmente donc également le rendement attendu.

■ Méthode n°2 : Les comparables

La valeur d'une entreprise peut également être définie comme étant celle à laquelle elle pourrait être revendue immédiatement. Pour l'estimer, on recherche des valorisations établies pour des entreprises comparables (par exemple, lors de leur vente ou d'introduction en bourse) et on calcule des ratios (rapport entre la valeur de l'entreprise et, par exemple, son bénéfice ou son chiffre d'affaires) qui peuvent ensuite être appliqués à l'entreprise qu'on souhaite valoriser.

La principale difficulté est donc de trouver des entreprises comparables (en anglais, on parle de *peer group*), c'est-à-dire du même secteur, avec un business model assez proche, de taille semblable, ...

Les ratios utilisés sont très divers et parfois spécifiques à un secteur. Les plus courants sont :

- un multiple du chiffre d'affaires (en anglais : *Price to Sales Ratio*, en abrégé P/S) ;
- un multiple du résultat d'exploitation (en anglais : *Earning Before Interests and Taxes* ou EBIT).

On utilise également :

- un multiple du Bénéfice Net (en anglais : *Price Earning Ratio*, en abrégé P/E ou PER) ;
- un multiple de la valeur comptable (en anglais : *Price to Book*).

Cette méthode est très intéressante car basée sur des données de marché mais pas toujours applicable pour des jeunes entreprises qui, en raison même de leur jeune âge et/ou de leur caractère innovant, ne sont pas dans les mêmes conditions que

des entreprises qui ont déjà atteint une certaine maturité. Parfois même, le calcul est impossible car l'entreprise n'a pas encore de ventes significatives ou réalise encore des pertes. La méthode est toutefois toujours utilisable pour estimer la valeur de sortie puisque le plan d'affaires donne des indications précises sur les performances espérées. Elle sert alors de base pour la méthode suivante.

■ Méthode n°3 : La valorisation sur base de la valeur de sortie

La valorisation sur base de la valeur de sortie est une forme très simplifiée de la VAN qui part du principe que le seul flux de trésorerie que recevra l'investisseur sera sa quote-part de la valeur de l'entreprise le jour de sa sortie. Il convient donc de se focaliser sur cette dernière. Pour ce faire, on utilise la méthode des multiples qui est facile à utiliser dans le futur si on part du principe que le projet a réussi. En effet, dans ce cas, l'entreprise (qui sera sans doute devenue un acteur important sur son marché) devient facilement comparable à d'autres entreprises bien établies.

Il s'agit donc ici de calculer la valeur de l'entreprise le jour de sa vente ou de son IPO et de tenir compte du rendement attendu par l'investisseur (comme pour la VAN) et des éventuels besoins futurs de capital qui génèreraient une dilution des actionnaires.

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise se calcule en partant uniquement de l'actualisation de la valeur de sortie (on fait l'hypothèse que tous les autres *free-cash-flows* sont nuls). Ainsi :

$$VAN = 0 + 0 + \dots + \frac{FCF_E}{(1+R)^E}$$

Où :

- E est l'année de sortie (E pour *Exit*) ;
- En pratique, le dénominateur $(1+R)^E$ correspond au multiple global que l'investisseur souhaite réaliser sur son investissement.

Afin que le calcul porte bien sur ce que les actionnaires actuels et l'investisseur toucheront à la sortie, il convient de tenir compte d'une éventuelle dilution future liée à la nécessité de faire appel à d'autres investisseurs lors de tours de table ultérieurs.

Le calcul de la valeur de l'entreprise se simplifie alors comme suit : $V = (V_E / M) \times (1 - D\%)$

où :

- V_E est la valeur de l'entreprise au moment de sa revente ;
- M est le multiple attendu par l'investisseur en cas de succès ;
- D% est la dilution du capital qui sera nécessaire pour faire place à des investisseurs complémentaires avant la revente.

■ Méthode n°4 : L'actif net

A l'inverse de la VAN qui se base sur le futur, l'actif net représente la valeur comptable du capital investi, augmentée ou diminuée des résultats antérieurs ainsi que des réserves. Il peut être corrigé par les plus- et moins-values de postes d'actif et/ou intégrer des efforts qui n'ont pas été comptabilisés tels qu'une non- ou sous-rémunération des actionnaires actifs ou des dépenses supportées à titre privé avant la création de la société. Quand ces éléments sont importants, on parle alors symboliquement de

'valeur de transpiration' (en anglais : *sweat value*)

Bien entendu, ce type de valorisation, fondé sur le passé, donne très souvent des résultats faibles et ignore totalement le potentiel futur de l'entreprise. Celle-ci ne peut toutefois pas être négligée car, toujours présent dans l'esprit des VC, le résultat de ce calcul représente la valeur des fonds réellement investis par ses fondateurs.

■ Combiner les méthodes et ajuster le résultat

Les quatre méthodes décrites ci-dessus, dont il existe par ailleurs de multiples variantes, fournissent souvent des résultats assez différents. Dans de tels cas, il convient tout d'abord de rechercher l'origine et la raison de ces écarts. En procédant de la sorte, il est généralement possible d'identifier des sources d'incohérences.

Finalement, pour arrêter « la » valeur de l'entreprise, une approche fréquente consiste à combiner plusieurs méthodes, par exemple en calculant une moyenne entre plusieurs résultats.

■ Ajustement de la valeur et les valorisations dites 'contingentes'

Les différentes méthodes fournissent un cadre de travail pour définir la valeur de l'entreprise mais, quelle que soit la méthode choisie, il reste une (large) part d'arbitraire : quelle est la valeur du travail d'un entrepreneur, quelles sont les entreprises comparables, quel taux d'actualisation, quels objectifs à la date escomptée de sortie, ... Il est donc rare qu'entrepreneurs et VC s'accordent sur la valeur exacte de l'entreprise. Pour réconcilier les points de

vue, il est fréquent de prévoir des mécanismes de corrections. A nouveau, sans entrer dans les détails, on peut les diviser en deux catégories :

- Des mécanismes d'achat et de vente d'actions entre entrepreneurs et VC à des prix prédéterminés mais assortis de conditions liées aux objectifs de rentabilité du VC
- Des mécanismes de correction de la valeur au fil de la libération du capital par l'investisseur en

fonction d'objectifs prédéfinis (souvent nommés en anglais : *milestones*). La valorisation est ici revue à la hausse ou à la baisse en fonction de l'atteinte de ces objectifs.

Les possibilités de combiner ces mécanismes sont nombreuses. Elles permettent de définir une fourchette de valorisation qui tiendra compte du respect ou non par l'entreprise de son plan d'affaires.

QUE METTRE DANS UNE CONVENTION D'ACTIONNAIRES ?

■ Quelques dernières vérifications formelles

Après la négociation de la *term sheet*, les VC demandent souvent une vérification formelle d'éléments qu'ils ont pris comme tels lors de l'analyse de la société. Ainsi, ils demandent notamment :

- un audit de la comptabilité et des documents statutaires par un réviseur d'entreprises ;
- un audit de la situation par un fiscaliste ;
- un audit social et un audit juridique (vérification des principaux contrats avec les employés, avec des partenaires, clients et fournisseurs) par un cabinet d'avocat ;
- une vérification des éléments de propriété intellectuelle (brevets, marques, noms de domaines, ...) par des sociétés spécialisées.

Bien entendu, les entreprises qui font appel à des VC peuvent gagner du temps si elles font déjà appel à des professionnels qui certifient la qualité de leur gestion. En effet, dans ce cas, l'exercice de vérification formelle par l'investisseur peut être très court voire inutile.

■ La convention d'actionnaires

La dernière étape avant la libération des fonds par le VC est la signature d'une convention d'actionnaires. Celle-ci poursuit un double objectif. D'une part, elle reprend et développe tous les points de la *term sheet* sous forme d'une convention en bonne et due forme. D'autre part, elle balise le travail juridique qui doit être fait d'ici à la libération des fonds, typiquement une modification des statuts de la société.

La convention d'actionnaires est un document essentiel car elle scelle les modalités de la collaboration entre les nouveaux partenaires et définit précisément leurs droits et obligations. Elle amène souvent l'entreprise à adopter les meilleures pratiques administratives et financières.

A titre indicatif, il est nécessaire de mentionner les points suivants car trop d'entrepreneurs sous-estiment leur portée :

- La mise en place et organisation d'un Conseil d'Administration incluant très souvent un ou plusieurs administrateurs extérieurs choisis collégialement par tous les actionnaires ;
- La définition des limites des engagements maximaux qui peuvent être pris par les différents organes de l'entreprise tels que le CEO, le comité de direction ou le conseil d'administration ;
- L'établissement d'un contrat complet entre l'entreprise et ses dirigeants incluant une définition claire et précise de la fonction, des rémunérations, des modalités de rupture de la collaboration ;
- La régularité et la transparence du reporting financier reposant sur des règles comptables préalablement définies (c.à.d. fin des pratiques de comptabilité créative que l'on rencontre dans nombre de PME) ;
- L'abandon de toutes les pratiques éventuellement illégales ou trop créatives en termes de rémunérations des dirigeants et des collaborateurs de l'entreprise ;
- La mise en place d'incitants (typiquement des plans d'options sur action, en anglais *Stock Option Plan*) pour toutes les personnes-clés de l'entreprise ;
- ...

Ce type de convention liée à l'investissement du VC marque donc souvent la fin d'une période où les fondateurs de l'entreprise étaient omniprésents et pouvaient tout décider seuls. Si l'arrivée de l'investisseur est parfois perçue comme une source de lourdeur administrative et de formalisme, il ne faut pas perdre de vue que ces éléments visent seulement à assurer le bon fonctionnement de l'asso-

ciation avec le VC et, surtout, à rendre l'entreprise conforme aux meilleures pratiques indispensables pour envisager une sortie motivante pour toutes les parties prenantes. Des processus administratifs rigoureux et une communication comptable et financière transparente participent aussi à la création de valeur !

7 | COMMENT COLLABORER AVEC UN VC ?

La relation entre le VC et l'entreprise ne s'arrête pas le jour de l'investissement ! La majorité des VC consacrent une part très importante de leur temps à suivre la gestion des entreprises qu'ils financent afin de les aider à se développer autant que possible. On utilise souvent le terme anglais *hands on* pour indiquer qu'ils gardent la main dessus et agissent comme de véritables partenaires. En réalité, il s'agit plus d'un accompagnement stratégique et financier que d'une intervention dans la gestion quotidienne de l'entreprise. Celle-ci reste le domaine des dirigeants.

L'implication des VC dans la gestion se traduit presque systématiquement par leur participation au Conseil d'Administration et quelques contacts directs avec les principaux dirigeants de l'entreprise. Dans la mesure où les VC sont continuellement confrontés à la croissance des entreprises et sont généralement dotés d'une forte expertise sectorielle, ils sont en mesure d'aider l'entreprise à :

- choisir et mettre en place des bonnes pratiques de gestion, notamment en termes de
 - gouvernance d'entreprise,
 - gestion budgétaire,
 - tenue d'un tableau de bord,
 - ...
- entrer en relation avec des prestataires de services spécialisés ;
- développer des synergies avec d'autres entreprises de leur portefeuille ;
- profiter de leur réseau de relations dans les grandes entreprises ;
- négocier d'autres modes de financement (banques, aides publiques, ...) ;

- préparer la stratégie de sortie ;
- prendre des décisions difficiles en donnant un deuxième avis (en anglais : *second opinion*) ;
- prendre du recul et de la hauteur (en anglais : *helicopter view*) lors de décisions stratégiques ;
- ...

Ces différents éléments font dire que les VC apportent plus que de l'argent aux entreprises qu'ils financent. Les anglo-saxons parlent alors de *smart money* (littéralement : argent intelligent).

LES PILIERS DE LA COLLABORATION

- Ethique
- Engagement
- Vision partagée

L'EXIT: COMMENT L'INVESTISSEUR SORT-IL D'UNE ENTREPRISE ?

Cette dernière partie correspond également à la fin du partenariat entre l'entreprise et le VC. La stratégie de sortie ou *exit* est fondamentale pour les VC puisque c'est uniquement lors de celle-ci qu'ils concrétisent leur plus-value sur le capital investi.

On distingue généralement quatre grands modes de sortie :

- la revente complète de l'entreprise à une autre société, en anglais : *Tradesales*
- le rachat des actions par les managers, en anglais: *Buy out*
- le rachat par un investisseur financier, en anglais: *Secondary sale*.
- l'introduction en bourse, en anglais: *Initial Public Offering*, en abrégé *IPO*

La revente est le scénario le plus simple et de loin le plus courant. Il offre de plus l'avantage d'être peu coûteux à mettre en œuvre et d'être rapide car il ne faut finalement convaincre qu'un seul acheteur même s'il est fréquent d'en mettre plusieurs en concurrence. Le plus souvent, l'entreprise est achetée par un concurrent ou un acteur en amont ou aval de son activité. Son principal inconvénient est qu'il implique généralement la fin de l'aventure entrepreneuriale initiale et une certaine anxiété au sein des équipes de l'entreprise. De plus, alors que le VC souhaite vendre sa participation, certains entrepreneurs souhaitent poursuivre plus en avant le développement de leur affaire.

Une autre option est le rachat des actions du VC par l'entrepreneur lui-même. Pour ce faire, celui-ci peut recourir à la technique du *Management Buy Out (MBO)* qui consiste à organiser un rachat d'actions

à l'aide d'un crédit (partiel) qui sera ensuite remboursé par les liquidités générées par l'entreprise. Alternativement, l'entrepreneur ou l'investisseur peut chercher à revendre une partie des actions de l'entreprise à un autre partenaire financier qui prend le relais du VC. On parle alors de *secondary sales*.

L'introduction en bourse, ou IPO, a pour sa part comme premier mérite de créer un marché pour la revente des actions de l'entreprise. Pour autant que les conditions de marché soient favorables, elle permet donc au VC de vendre les siennes et à l'entrepreneur de les conserver s'il le souhaite (la valeur des actions continuera à évoluer en fonction des réalisations de l'entreprise). Dans ce dernier cas, l'entrepreneur reste à la tête de l'entreprise et la contrôle d'autant plus facilement que sa gestion est couronnée de succès. En Belgique, le Marché Libre et Alternext permettent aux PME d'être cotées en bourse sans pour autant devoir répondre à l'ensemble des exigences d'un marché régulé tel qu'Euronext.

L'IPO a également d'autres effets positifs. Elle permet souvent de consolider les fonds propres en apportant du capital frais, à des conditions plus avantageuses qu'auprès des VC. Cet argent aide à poursuivre le développement de l'entreprise. Enfin, l'IPO accroît ou renforce la visibilité et la notoriété de l'entreprise.

Toutes les stratégies de sortie sont valables mais nécessitent que l'entreprise rencontre une série de critères très différents. Il importe donc de choisir une stratégie aussi tôt que possible même si la flexibilité reste de mise. Personne ne peut parfaitement prédire l'avenir !

CONDITIONS DE BASE POUR L'ORGANISATION D'UN EXIT

Tradesales	L'entreprise doit être attractive et facile à intégrer pour l'acquéreur. Par exemple, le management doit être remplaçable par une équipe de l'acquéreur et l'entreprise ne doit pas avoir signé trop de contrats ou alliances avec des concurrents directs de l'acquéreur.
Buy out	L'entreprise doit générer un maximum de bénéfice afin de permettre d'utiliser celui-ci pour le remboursement d'une dette dont le montant doit être aussi proche que possible de la valeur de rachat de l'entreprise. Il convient également d'intégrer quelques contraintes fiscales.
Secondary sales	Deux cas de figure très différents peuvent être envisagés. Dans le premier cas, le nouvel investisseur est également un VC et les conditions sont celles déjà évoquées. Dans le deuxième cas, il s'agit d'un partenaire financier plus passif, parfois de type holding, qui analyse le potentiel de rendement financier sur le long terme (en ce compris la politique de dividendes).
IPO	L'entreprise doit être attractive pour les investisseurs boursiers. Par exemple, elle doit idéalement être connue, disposer d'une bonne équipe de management, respecter les règles de bonne gouvernance, disposer d'une bonne visibilité sur son résultat futur et d'une marge de progression.

9 | CAS I – ABLYNX

Fondée en 2001 et basée à Gand, Ablynx est une jeune entreprise pharmaceutique qui développe et commercialise les résultats de recherches menées au VIB (Institut Flamand de Biotechnologie) et à la VUB (Vrije Universiteit Brussel). Ablynx est spécialisée dans la mise au point et le développement de 'nanobodies', soit de nouvelles protéines basées sur des anticorps d'animaux de la famille des chameaux, qui permettent de concevoir des nouveaux médicaments luttant contre, entre autres, la maladie d'Alzheimer, le cancer, les thromboses et les inflammations.

Dès sa création, Ablynx a fait appel au Venture Capital et plus particulièrement à Gimv qui a investi, dès la création de l'entreprise, 2 millions € dans le capital d'Ablynx. Cette somme a permis de commencer l'exploitation de la technologie des 'nanobodies' avec des moyens significatifs et d'obtenir un effet de levier avec des mesures d'aides publiques à la Recherche et Développement de la Région Flamande.

Gimv est une société de capital-risque, initialement soutenue par la Région Flamande mais aujourd'hui cotée sur Euronext Bruxelles. Elle dispose de près de 30 ans d'expérience dans le Private Equity, le Venture Capital et d'un pôle d'expertise dans les sociétés de biotechnologie.

Entre 2002 et 2006, Ablynx a encore levé en trois tours de table incluant plusieurs VC près de 78 millions €. Le premier tour, en janvier 2002, a vu Sofinnova Partners SAS (France) et Gilde (Pays-Bas) investir 3 millions d'euros. Le deuxième a pris place en avril 2004 et a permis à Ablynx d'obtenir de Alta (USA) et Albingworth (Royaume-Uni), deux nou-

veaux investisseurs, et de ses actionnaires existants, 25 millions €. Finalement, en août 2006, le troisième tour, qui fut l'un des plus importants d'Europe en 2006, a permis de lever près de 40 millions € auprès de ses actionnaires existants et deux nouveaux investisseurs que sont KBC et SR One (USA).

Depuis 2003, Ablynx n'a cessé d'augmenter ses revenus qui sont passés de 0,1 million € en 2003 à 16,8 millions € en 2008. Le nombre d'employés a également connu une croissance exponentielle en passant de 10 collaborateurs en 2002 à 205 en 2008.

En 2007, Ablynx a été introduite sur la bourse de Bruxelles et a levé 85,2 millions €. Cette introduction fut la plus grande entrée en bourse d'une entreprise biotech ! Notons qu'au moment de l'IPO, Gimv n'a vendu aucune action mais a, au contraire, profité d'un prix d'émission attractif (7€) pour augmenter son investissement.

Le cas d'Ablynx illustre donc parfaitement le fait qu'il est possible, pour une entreprise, de faire appel, dès la phase seed, à un Venture Capital afin d'une part d'obtenir les fonds nécessaires à l'activité préparatoire (R&D et prototypage) et d'autre part de jouir de l'expertise et du réseau de ce Venture Capital.

Source : Prospectus IPO et site internet de l'entreprise

10 | CAS 2 – 4 ENERGY INVEST

Fondée en 2005 et basée en Wallonie, 4 Energy Invest est une entreprise active dans le domaine de l'énergie renouvelable. Sa principale activité consiste à conduire des projets visant à la transformation de résidus non contaminés issus du travail du bois en énergie (électricité et chaleur) ou en carburant (biomasse). A l'heure actuelle, 4 Energy Invest poursuit deux projets, "Amel I" et "Amel II", de cogénération, à Amel en Wallonie. A partir des résidus de bois de trois autres compagnies locales, 4 Energy Invest produit de l'électricité ainsi que de la chaleur et reçoit des certificats verts en contrepartie. L'électricité ainsi produite est revendue au réseau tandis que la chaleur est revendue aux entreprises de la région travaillant le bois.

C'est en vue de financer son premier projet de cogénération, "Amel I", que 4 Energy Invest a choisi de faire appel au Venture Capital. Fin janvier 2006, KBC Private Equity a été séduite par le projet et a permis à 4 Energy Invest, grâce à un investissement à la hauteur de 3,5 millions €, de boucler le financement de sa première usine de cogénération "bois-à-énergie". Cette installation est opérationnelle depuis novembre 2007.

Fin 2008, 4 Energy Invest poursuivait une stratégie de croissance et une diversification de ses activités. Trois projets étaient en effet dans des phases avancées de développement, à savoir des projets de cogénération à Ham (en Flandres) et à Pontrilas (Royaume-Uni) qui devraient voir le jour courant 2010 et un projet de "charbon vert" à Amel qui devrait être opérationnel fin 2009. En plus de ces trois projets, l'entreprise prévoyait également un projet de cogénération, similaire à celui de Ham, en

Allemagne, et un autre projet de construction de trois sites de biogaz en Flandres.

Ces projets, 4 Energy Invest a été capable de les réaliser notamment grâce à son introduction en bourse de juin 2008 qui lui a permis de lever 22 millions €. Notons qu'actuellement, après l'IPO, KBC Private Equity détenait toujours 26% des actions de l'entreprise.

La success story de 4 Energy Invest illustre bien le cas d'une entreprise se trouvant en phase de début de croissance et qui fait appel à un Venture Capital afin de lancer son activité commerciale. De plus, dans le cas de 4 Energy Invest, il est évident que seul un Venture Capital était capable de soutenir l'investissement de 3,5 millions € nécessaire afin de lancer le projet.

Source : Prospectus IPO et website de l'entreprise

CAS 3 – VIVIO

Le Groupe ViVio est spécialisé dans l'édition santé. En 1998, les frères Philippe et Laurent Violon, respectivement neurologue et ingénieur de gestion, créent Violon & Violon sprl. Leur but, à l'époque, était de lancer le premier magazine belge d'humour médical intitulé « Acta Humoristica ».

Dès 1999, en vue à la fois de permettre le développement européen du magazine « Acta Humoristica » et de lancer « Ma Santé », le premier magazine 100% belge et francophone traitant de la santé et du bien-être, les deux fondateurs décident de faire appel à la Société Régionale d'Investissement de Bruxelles (SRIB) pour financer ces nouveaux développements. Cette dernière, par un apport de 237.000 € en capital, a permis de constituer une holding, V&V Communication Company sa, qui détenait l'ensemble des parts de la sprl.

A l'arrivée de la SRIB, le chiffre d'affaires de la société, découlant uniquement de la régie publicitaire du magazine « Acta Humoristica », s'élevait à 250.000 €. La société n'employait, en plus de ses deux fondateurs, qu'une personne à mi-temps.

Le magazine « Ma Santé » fut lancé fin 1999 via une nouvelle filiale, V&V Publishing sa, dans laquelle le Groupe Rossel prit 50% du capital l'année suivante.

Le magazine « Acta Humoristica » disparut en 2002, victime de la crise de la presse médicale professionnelle. Toutefois, l'entreprise a continué à se développer dans l'édition santé à destination du grand public. Plus précisément, elle a déployé ses activités autour de deux grands axes : le custom publishing (soit la réalisation de magazines sur mesure pour le compte de tiers) dans le secteur de la santé en

Belgique et la création de supports pédagogiques à destination des patients comme des guides, des atlas, des bandes dessinées et des sites web.

En 2009, ViVio dégage un chiffre d'affaires de 2,5 millions € et emploie une vingtaine d'équivalents temps plein.

La SRIB est sortie du capital de ViVio en 2007 en revendant ses parts à une associée active qui est devenue la directrice commerciale du groupe ViVio. L'exemple de ViVio apporte la preuve que le financement des Venture Capitalists n'est pas exclusivement réservé aux entreprises dites high-tech et peut s'avérer bénéfique pour toute entreprise, et ce quel que soit son secteur d'activité.

Source : Interview de Laurent Violon

BIBLIOGRAPHIE

- **Attracting Investors: A Marketing Approach to Finding Funds for Your Business**
Philip Kotler, Hermawan Kartajaya & S. David Young
John Wiley & Sons (2004)
- **Financing Entrepreneurial Companies: How to Raise Equity as a High-Growth Company.**
Sophie Manigart and Miguel Meuleman
De Boeck & Larcier (2004)
- **Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle**
Katharine Campbell
Financial Times / Prentice Hall (2003)
- **The New Business Road Test: What Entrepreneurs and Executives Should Do Before Writing a Business Plan**
John Mullins
Financial Times / Prentice Hall (2nd Edition, 2006)
- **The Venture Capital Cycle**
Paul Gompers & Josh Lerner
MIT Press (2002)
- **The Venture Capital Handbook: Strategies for Successful Private Equity Investment**
William D. Bygrave, Michael Hay & Jos B. Peeters
Financial Times / Prentice Hall (1999)
- **Venture Capital Handbook. An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital,**
Gladstone David and Gladstone Laura
Financial Times/Prentice Hall (2002)

