

Finance et entrepreneuriat



Pascal Barneto
Professeur, Université
de Bretagne Sud - IREA
Professeur Associé à BEM
Membre de l'équipe
« Entrepreneuriat » de
l'IRGO



Thierry Verstraete
Professeur, Université
Montesquieu
Bordeaux IV
Professeur Associé à BEM
Directeur de l'équipe
« Entrepreneuriat » de l'IRGO

Avec Jobard et Vailhen (1999), à partir d'un essai de synthèse sur le périmètre de la finance en la concevant soit comme une science expérimentale soit comme une discipline théorique, il n'est pas déraisonnable de considérer que le domaine financier a été dominé par une conception patrimoniale de la firme, au détriment, d'une part, d'une vision entrepreneuriale de celle-ci et, d'autre part, d'une vision managériale consacrant l'importante question de la séparation du pouvoir et de la propriété. Aujourd'hui, la perspective managériale conduit à des travaux de recherche sur les problèmes posés par la gouvernance d'entreprise ainsi que par ce qui est désormais qualifié de finance organisationnelle. Quant à la perspective entrepreneuriale, qui nous intéresse ici, elle couvre tout un ensemble de questions croisant le risque financier avec le risque entrepreneurial lorsqu'il s'agit de financer des projets.

Ainsi, en reliant le propos de ces auteurs au nôtre, en tant que science expérimentale, la finance est forcément confrontée aux problèmes que pose l'entrepreneuriat, puisque les projets afférents appellent des ressources dont il faut concevoir le financement. Autrement dit, sur le plan pratique, les liens entre la finance et l'entrepreneuriat sont quotidiens et principalement guidés par la nécessité de lever des fonds pour entreprendre. Les approches traditionnelles du financement (finance d'entreprise et finance de marché, financement externe et financement interne) trouvent ici à s'exprimer, avec une possible actualisation des objets de recherche (par exemple autour des *business angels*, pour lesquels peu de travaux académiques sont disponibles).

En tant que discipline théorique, la finance aborde beaucoup plus timidement l'entrepreneuriat, sans doute par une méconnaissance du périmètre de celui-ci, peut-être non circonscrit aux seules Sciences de Gestion même si les chercheurs de cette discipline sont aujourd'hui, de loin, ses principaux représentants académiques. Pourtant, force est de constater des revues dédiées¹, des publications clairement orientées finance dans des revues du domaine de l'entrepreneuriat² ou des communications dans des congrès dont la réputation n'est plus à faire. A ce titre, on pensera par exemple à la conférence annuelle du Babson College dont les thèmes font systématiquement

¹ Exemple : *Venture Capital – An International Journal of Entrepreneurial Finance*.

² Voir par exemple les revues classées suivantes : *Journal of Business Venturing* ; *Entrepreneurship, Theory and Practices*.

apparaître la dimension financière de l'entrepreneuriat comme étant une préoccupation permanente des chercheurs, notamment anglo-saxons³.

Pour inciter au rapprochement académique de la finance et de l'entrepreneuriat, nous avons retenu l'idée de présenter, d'une part, succinctement les frontières de l'entrepreneuriat, et, d'autre part, un bref état des lieux en matière de possibilités de recherche dans ce qui est désormais qualifié de « finance entrepreneuriale ». Sur ce dernier point, il est impossible, dans le cadre de cette courte introduction au numéro thématique, d'effectuer un état de l'art. Il s'agira plutôt de fournir quelques illustrations des thèmes travaillés au sein de l'IRGO (institut de recherche en gestion des organisations) regroupant quatre équipes dont les membres s'associent pour travailler sur le thème de la finance entrepreneuriale.

Le domaine de recherche en entrepreneuriat

L'entrepreneuriat est une pratique, une matière d'enseignement et un domaine de recherche. Ces trois niveaux sont intimement liés. Les enseignements découlent de la pratique d'individus entreprenant que le chercheur vise à connaître en comprenant leurs pensées, les actions et le contexte de ces dernières pour, ensuite, décliner en exercice pédagogique les connaissances apportées. Deux lectures de l'entrepreneuriat sont alors possibles : le processus (par exemple les phases par lesquelles un individu passe lorsqu'il entreprend) et le phénomène (par exemple les niveaux d'analyse pertinents pour éclairer le phénomène).

S'agissant de la lecture processuelle, elle est itérative plutôt que linéaire même si l'axe du temps y prend utilement place. Elle comporte cinq phases génériques : l'idée, l'opportunité ou l'occasion d'affaires, le modèle d'affaires (ou business model), la vision stratégique et le plan d'affaires (ou business plan). Il ne s'agit pas de dire que le processus entrepreneurial est balisé, pour son démarrage, par l'idée et, pour sa fin, par le plan d'affaires. Il ne s'agit pas davantage de considérer cet exemple comme universel puisque tout processus doit être étudié dans le cadre du contexte au sein duquel il s'exprime. Dans une certaine mesure, le processus évoque un dispositif gigogne où chaque étape compose la suivante. Ainsi, outre l'étude du couple créateur – projet, le processus comportant cinq phases, aux frontières poreuses, est ici juste résumé. Le porteur du projet doit trouver une idée d'affaires qu'il met au point et, si possible, qu'il protège (ex : par brevet). Il évalue la capacité de cette idée à rencontrer un marché et, ainsi, devenir une opportunité. Il élabore son business model, puis sa vision stratégique qu'il formalise dans un plan d'affaires. Le modèle d'affaires prend ainsi place au milieu du processus, car il est difficile de le concevoir sans avoir approché le marché, lequel ne se limite pas au potentiel de clients mais inclut tout le système d'offre. Il est très lié à la vision stratégique dont il est la principale composante mais il évacue certains aspects que la stratégie ne peut éluder. Le plan d'affaires est la version rédigée de cette vision. Il n'est pas qu'un ensemble de mots couchés sur le papier car il consacre toute l'activité menée en amont de sa défense, c'est-à-dire tout le travail effectué sur chacune des phases, et présente pourquoi et comment, concrètement, il est probable que les événements se déroulent comme les prévisions, en partie chiffrées, l'estiment. Mais pour comprendre ces prévisions, il faut préalablement saisir le cœur de l'affaire, le modèle d'affaires.

S'agissant du phénomène, de façon également résumée et en prenant certes une position paradigmatique⁴, l'entrepreneuriat se manifeste par l'impulsion d'une organisation cristallisant un ensemble de ressources partiellement ou totalement réunies pour servir la vision d'un entrepreneur

³ Les actes de cette conférence (*Frontiers of Entrepreneurship Research*) sont disponibles sur le site internet du Babson College.

⁴ Pour un exposé d'autres positions, voir Verstraete et Fayolle (2005).

ou d'une équipe entrepreneuriale. Le terme « impulsion » est préféré au terme « création » et ce choix sémantique a son importance. L'impulsion comporte la poussée initiale, cette force exercée pour modifier un état donné, mais elle intègre aussi le développement car la poussée peut perdurer. Ainsi, l'entrepreneuriat peut être persistant et certains individus déploient de façon continue cette force (à ce titre, la création d'une firme n'est parfois qu'une phase du phénomène). Lorsque l'impulsion disparaît, on sort du domaine de l'entrepreneuriat. Ainsi, un dirigeant n'est pas forcément un entrepreneur, alors qu'un salarié peut l'être, serait-il dans le domaine public ou dans le domaine privé. L'impulsion peut s'effectuer sur une base plus ou moins tangible (création ex-nihilo, certaines reprises d'entreprise et, dans certains cas, revitalisation d'une organisation existante, sans oublier l'intrapreneuriat qui fait référence à un entrepreneuriat se manifestant dans le cadre d'une organisation existante et porté par un ou plusieurs employés, ...). Mais il ne faudrait pas confondre entrepreneuriat et prise d'initiative qui ferait du premier un concept tautologique. L'impulsion entraîne la mobilisation de ressources engagées pour réaliser la vision du (ou des) porteur(s) du projet. La réussite est sous de multiples contingences, mais elle résulte avant tout de l'habileté à organiser ces ressources en capacité à bien faire les choses pour en dégager des compétences appréciées par les marchés visés. Autrement dit, l'organisation renvoie autant à la dynamique mise en œuvre qu'au résultat de cette dynamique prenant la forme d'une entité reconnue (ou plutôt visible) par le système au sein duquel elle s'insère. L'organisation s'institutionnalise selon des formes diverses, et pas seulement sous la forme d'une firme. En effet, les projets peuvent concerner différents types de sphères professionnelles (art, culture, économie sociale et solidaire, sport, ...) au sein desquelles l'observation montre des individus entrepreneurs selon différentes voies (ex : reprise d'entreprise, création d'une activité innovante, ...) pour différentes sphères (privée, publique, ...) donnant lieu à l'émergence de différentes formes (sociétaire, associative, réticulaire, ...). L'entrepreneuriat est avant tout une symbiose entre cette organisation et l'individu (ou l'équipe d'individus associés pour entreprendre) l'ayant impulsé. Bref, l'entrepreneuriat ne se réduit pas à la création d'entreprise, à l'innovation ou à la détection et à l'exploitation d'une opportunité, ni même à la création de valeur, quand bien même cette dernière serait nouvelle. En effet, le thème de la valeur, même sous couvert de nuances en matière d'acceptions, intéresse toutes les disciplines ou spécialités, au premier rang desquels justement, la finance. L'entrepreneuriat ne peut donc y reposer sa singularité⁵.

Le regard de la finance sur l'entrepreneuriat

La finance n'aurait-elle pas délaissé jusqu'à présent le domaine de l'entrepreneuriat ? Tel est le possible bilan lorsqu'on examine ce qui est dispensé généralement sous le vocable « finance entrepreneuriale » dans le monde académique et professionnel d'une part, et lorsqu'on réalise un état de l'art sur le sujet d'autre part. On comprend alors qu'un domaine entier d'étude et de recherche reste à défricher pour le financier.

En première lecture, la finance entrepreneuriale tend à se démarquer de la *corporate finance* (finance orientée sur la grande entreprise) par des concepts différents et des problématiques nouvelles. Par exemple, les notions de start-up, d'essaimage de TPE ou « de gazelles » y sont fréquemment employées au détriment de la notion de firmes ou de groupes. Dans ce numéro, par exemple, Céline Barredy, Thomas Boucher et Thierry Verstraete interrogent la pertinence de la gouvernance d'entreprise pour éclairer la question du contrôle de l'entreprise naissante. La question de l'enracinement du dirigeant y est étudiée à travers le souhait des fondateurs de garder le pouvoir dans une entreprise dont ils ne sont, notamment pour les projets ambitieux, pas forcément les propriétaires majoritaires. Si des montages juridico-financiers peuvent leur être

⁵ Pour un essai de théorisation de l'entrepreneuriat voir Verstraete (2003).

proposés, la recherche n'investit pas suffisamment ce problème concret vécu par les créateurs d'entreprise.

Plus largement, ces montages revêtent toute leur importance à un moment donné de l'histoire de l'entreprise ou du projet : des patrimoines personnels et professionnels peuvent se confondre, des conflits d'intérêts peuvent émerger en raison d'aléas ou d'incertitude, des asymétries d'information entre différentes parties peuvent survenir (par exemple la relation d'agence entre la société de capital-risque et l'entrepreneur). La réflexion stratégique menée autour de la technologie, du marketing, de l'environnement, du porteur de projet etc. nécessite alors une vision transversale et globale du sujet, qui dépasse largement le cadre strict de la réflexion menée habituellement en finance. L'intermédiation financière et bancaire y est abordée également, à travers des questions de formes (qui contacter et comment ?) et de temps (à quels stades du projet et pourquoi ?). Ainsi, deux axes relevant spécifiquement de l'entrepreneuriat intéressent plus particulièrement le financier.

Premièrement, et ce point rejoint la lecture de l'entrepreneuriat comme phénomène, le financier doit ajuster des ressources financières aux besoins. Il a pour objectif d'assurer la solvabilité du projet ou de l'organisation au moindre coût. Il est de sa responsabilité de conseiller les entrepreneurs sur les modes de financement les plus appropriés en fonction de l'état d'avancement du projet. Il s'agit, essentiellement, de faire plus ou moins durer une organisation naissante afin que les retours sur investissement puissent se réaliser. Le financier intervient alors dans la symbiose liant l'entrepreneur et l'organisation impulsée par ce dernier, puisqu'il peut, à l'occasion, considérer que cette relation risque de dévier vers le commensalisme ou, pire, le parasitisme. Il intervient même parfois dans la constitution d'une équipe de créateurs d'entreprise, souhaitant qu'en son sein des compétences managériales assurent la préservation, voire l'optimisation, des retours possibles estimés. Une perspective cognitive consiste alors à comprendre la vision stratégique des porteurs du projet, cette vision recelant le business model autour duquel les parties prenantes doivent s'accorder s'agissant de la façon dont le projet va générer de la valeur, se faire rémunérer cette dernière et ensuite partager les fruits de la réussite avec l'ensemble des stakeholders. Mais le financement des projets entrepreneuriaux, et les outils correspondants, ne sont pas les seuls problèmes devant préoccuper le chercheur en finance. L'entrepreneuriat est aussi un phénomène le concernant au sein des institutions qu'il étudie. Celles-ci sont alors vues comme des entités ayant été initiées par des entrepreneurs ou comme des organisations devant, pour leur développement, peut-être s'appuyer sur les compétences entrepreneuriales que portent certains de leurs salariés. On aborde alors le thème de l'intrapreneuriat, lequel intéresse par exemple particulièrement les institutions bancaires, comme le montrent Julien Batac, Vincent Maymo et Valérie Pallas-Saltie avec leur article dans ce dossier de la Revue du Financier. En effet, devant la nécessité de changement, les établissements bancaires semblent confrontés à l'inertie de leur caractère bureaucratique. Les auteurs proposent alors d'y examiner la possibilité de recourir à l'intrapreneuriat, lequel serait porté par les cadres intermédiaires (*middle-manager*). A travers une méthodologie qualitative fondée sur une recherche action menée auprès de trois établissements financiers régionaux, les auteurs examinent comment et pourquoi le rôle et la fonction des cadres intermédiaires sont insuffisamment exploités pour développer l'apprentissage organisationnel et les pratiques intrapreneuriales. Ces dernières ne sont pas sans rapport avec le *corporate entrepreneurship*, qui intéresse essentiellement les firmes managériales déployant des stratégies entrepreneuriales s'appuyant sur la créativité pour innover et, ainsi, saisir des opportunités de développer des affaires en satisfaisant des clients en quête de produits ou de services sans cesse renouvelés⁶ et, aussi, obtenir un avantage concurrentiel, donc des retours sur investissement supérieurs.

⁶ Voir par exemple le numéro spécial du *Strategic Management Journal*, volume 11 numéro 1 de 1990.

Deuxièmement, rejoignant la lecture processuelle précédemment présentée, le financier a pour autre mission de donner une valeur que ce soit à une entité, à un investissement ou à un projet.

Les modes de financement à la disposition de l'entrepreneur sont pléthores. Ils concernent aussi bien la phase ante-crédation consistant à fournir une aide à une personne physique qui en est encore au stade de la maturation de « l'idée » ou de la réflexion, que les phases liées à la création et à la post-crédation de l'entité, devenue alors personne morale. Ces financements se déclinent aussi bien sous forme d'aides (avances, prêts, subventions, allègements fiscaux, cautionnements, garanties, etc.), que de crédits bancaires (crédits à court terme ou de trésorerie, crédits à moyen et long terme, etc.). Mais lorsqu'il est fait référence à la finance entrepreneuriale, le type de financement qui vient spontanément à l'esprit concerne surtout le capital investissement (*private equity*). Ce dernier prend des formes aussi diverses que le capital amorçage (où interviennent les incubateurs, les apports familiaux, les *business angels*), le capital risque et le capital développement⁷. Dans ce numéro thématique, Jean Rédis examine les relations qui existent entre l'investisseur et l'entrepreneur à travers le processus de levée de fonds. Ce dernier s'inscrit dans une démarche globale qui prend en compte aussi bien les différents points de vue que les modes de sélection et d'évaluation des projets. D'autres travaux pourraient porter sur les montages de type LBO (*leverage by out*), ou effet de levier⁸, prisé dans le domaine de l'entrepreneuriat lorsqu'il s'agit, entre autres, d'étudier la reprise ou la transmission d'entreprise (Deschamp, 2000).

L'évaluation s'appuie, souvent, sur le document rédigé appelé plan d'affaires. Celui-ci consiste à traduire des objectifs fixés *a priori* de manière à identifier par quels canaux le business model proposé par l'entrepreneur peut être source de création de valeur. En d'autres termes, il s'agit pour le financier d'évaluer si un investissement de départ va procurer une rentabilité suffisante. Pour cela, il doit chercher à estimer en amont la juste valeur du projet. Cette dernière reflète des hypothèses, des scénarii et des estimations de variables significatives, prises en compte et acceptées par l'ensemble des parties, de manière à déterminer les flux de trésorerie générés et les risques qui y sont attachés. Ce plan d'affaires peut prendre des formes diverses mais la construction des états financiers prévisionnels qu'il comporte (bilan, compte de résultat, tableau ou budget de trésorerie, plan de financement, ...) constitue sans aucun doute, pour le financier, le cœur de tout dossier. Les méthodes d'évaluation habituellement retenues sont nombreuses. Il peut s'agir de la méthode basée sur le coût d'un investissement de remplacement, sur l'actif net, sur l'actualisation des flux de trésorerie, sur les multiples de résultat ou sur les références sectorielles. Toutes ces méthodes d'évaluation ont été conçues dans le cadre de la théorie financière classique. Elles reposent sur l'hypothèse de séparation et d'indépendance des décisions qui consistent à maximiser un investissement dans un univers isolé. Aussi surprenant que cela puisse paraître, peu de recherches ont été réalisées sur l'interaction permanente des liens entre les acteurs et les décisions d'investissement et de financement (Charreaux, 2001).

Bien que l'examen d'un plan d'affaires soit une pratique courante, certains spécialistes n'hésitent pas, certes de façon provocatrice, à défendre l'idée que tout plan d'affaires doit être brûlé (Gumpert, 2002). Mais il ne faudrait pas jeter le bébé avec l'eau du bain et, malgré les critiques, Jean Dondj défend l'outil dans ce dossier. Un autre outil, le business model, tend à s'imposer sans que le financier sache encore comment l'évaluer. Pascal Barneto expose les apports de « la théorie des options » au domaine de l'entrepreneuriat en général et à l'évaluation du business model en particulier. Si l'utilisation des options réelles est pertinente pour certaines études financières ou stratégiques (c'est le cas de l'évaluation dans un environnement donné qui concerne l'étude de projets d'investissement connus), il s'interroge sur la manière d'appliquer les options réelles au *business model* dans des univers totalement nouveaux, voire inconnus.

⁷ Voir partie 2, titre 3, division 4 de Devèze, Couret et Hirigoyen (2007).

⁸ Voir partie 2, titre 3, division 3 de Devèze, Couret et Hirigoyen (2007).

Les cinq illustrations de recherches possibles croisant la finance et l'entrepreneuriat ne sauraient restituer de façon exhaustive les collaborations possibles entre spécialistes de chacun des domaines, mais ils dénotent de préoccupations très actuelles. Plus largement, et pour donner d'éventuelles suites à ce dossier, la question est posée de savoir si des problématiques financières propres à l'entrepreneuriat peuvent émerger à un moment où la théorie financière classique s'interroge sur son devenir, remettant en cause la plupart de ses postulats ou paradigmes. Suite aux différents travaux de Jensen, Zingales (2000) prône de nouvelles fondations pour la finance destinées, entre autres, à mieux appréhender l'interaction des comportements et des organisations dans les décisions d'investissement et de financement. Il s'agira aussi, à côté des projets ambitieux, de ne pas omettre les plus modestes financés par micro-crédit.

En tout état de cause, un thème majeur liant le domaine de la finance à celui de l'entrepreneuriat reste celui du risque, à relier à la valeur, au temps, à l'information ... (Barneto, Gregorio, 2007).

Bibliographie

Barneto P., Gregorio G., *Finance – manuel et applications*, Dunod, 2007

Charreaux G., *Images de l'investissement*, Vuibert, 2001

Deschamp B., *Le processus de reprise d'entreprise par les entrepreneurs personnes physiques*, Thèse pour le Doctorat de Sciences de Gestion, Grenoble, 2000

Devèze J. Couret A. Hirigoyen G., *Droit du Financement*, Lamy, 2007

Gumpert D. E., *Burn your business plan ! What investors really want from entrepreneurs*, Needham, MA : Lawson Publishing Co., 2002

Jobard J.-P., Vailhen C.-A., « Finance », dans Le Duff R. (dir), *Encyclopédie de gestion et du management*, Dalloz, 1999, p.613-626.

Verstraete T., *Proposition d'un cadre théorique pour la recherche en entrepreneuriat*, Editions de l'ADREG, décembre, 2002, (<http://www.editions-adreg.net>)

Verstraete T., Fayolle A., « Paradigmes et entrepreneuriat », *Revue de l'Entrepreneuriat*, vol.4, n°1, 2005, (<http://www.revue-entrepreneuriat.com>)

Zingales L., « In Search of New Foundations », *Journal of Finance*, august, vol. 55, n°4, 2000 p1623- 1653, 31p