

Parties Prenantes

Vous martelez à longueur de temps et d'articles qu'investir, c'est entreprendre – et que pour comprendre l'investissement, un prérequis est de comprendre le business. Entamons cette formation à ground zero, et discutons de l'entrepreneuriat.

Serge:

Voici une excellente idée, d'autant qu'une entreprise n'est jamais aussi simple à comprendre qu'au moment de sa création : sa structure est alors très claire et transparente. Pour commencer, disons qu'on part toujours d'un capital – d'une somme d'argent – qui va être investi dans un ou plusieurs projets.

Thomas:

A ce stade, tu vois déjà qu'il n'y a aucune différence entre un investisseur et un entrepreneur : tous deux mettent du capital au travail, dans l'ambition de générer du rendement – du profit. Ou plutôt si, une différence : l'investisseur se cantonne à l'allocation du capital, quand l'entrepreneur est généralement davantage concentré sur les opérations.

Serge:

Par exemple, si on décidait de lancer une boulangerie, on réunirait l'argent nécessaire pour louer ou acquérir un local, installer les équipements de production et les rayons, acheter les sacs de farine, etc. Ainsi, à ground zero, on sait que le capital initial va être consommé, mais que son ambition à long-terme est de faire des petits – de générer du rendement. C'est toujours à cette dynamique qu'on s'intéresse quand on étudie un business. Au stade de la création, comprendre de quoi il retourne est immédiat puisqu'il n'y a qu'une idée et de l'argent sur un compte en banque pour réaliser cette idée. Au fur et à mesure que le business évolue, on va pouvoir s'intéresser aux différents flux, et à la création – ou destruction – de richesse. Tout le travail de l'analyste, c'est justement de comprendre d'où vient l'argent, et comment il circule. Cela vaut pour l'étude d'une boulangerie comme pour celle d'une multinationale.

« Aucune différence entre un investisseur et un entrepreneur : tous deux mettent du capital au travail, dans l'ambition de générer du rendement – du profit »

De comprendre d'où l'argent vient et comment il circule... Peux-tu nous donner un exemple ?

Serge:

Puisque nous connaissons bien Etam, l'un des investissements historiques de l'IF, supposons que nous voulons lancer une chaîne de magasins de lingerie concurrente. Une fois notre intention actée, nous aurons besoin de ressources financières : c'est ici qu'interviennent les investisseurs. D'abord il y a nous, les investisseurs primaires qui apportons le capital de départ, aussi appelé capital social puisqu'il assoit l'existence juridique de notre entreprise. Nous sommes cinq à l'IF, et chacun apporte 2,000€ : le capital social est donc de 10,000€, par exemple structuré en 100 actions de 100€ – chacun de nous en détient vingt, et possède ainsi 20% de l'entreprise. Problème : pour lancer notre première boutique, il faut réunir au moins 200,000€ de capital. Il faut payer les murs, le personnel, les inventaires, les agencements, etc. Or, tout ceci est très coûteux.

Il manque 190,000€ pour lancer l'affaire.

Serge:

Précisément. Il nous faut lever du capital supplémentaire, or ces 2,000€ que nous avons chacun investis dans l'affaire naissante représentaient tout notre patrimoine. C'est ici qu'interviennent les investisseurs secondaires, ceux qui vont apporter le capital supplémentaire requis.

Qui sont-ils ?**Serge:**

A ce stade, nous autres porteurs du projet avons deux solutions. La première, c'est d'aller voir le banquier – ou les créanciers obligataires, c'est le même principe – pour qu'il nous prête de l'argent en échange d'un certain taux d'intérêt. Mais bien sûr, il n'est pas obligé d'accepter... La seconde solution, c'est de vendre des titres de propriété de notre affaire – des actions – à de nouveaux investisseurs contre de l'argent frais. Il faut alors émettre de nouvelles actions, et les pricer en fonction du montant de capital dont nous avons besoin.

Thomas:

C'est typiquement ce qui se passe pour une petite start-up internet, qui crée un premier concept avec quelques milliers d'euros avant de vendre l'idée à des investisseurs extérieurs pour quelques millions d'euros : les fondateurs échangent de la propriété contre de l'argent.

Sylvain:

Pour rebondir sur cette idée, imagine que tu possèdes un immeuble entier, divisé en plusieurs appartements que tu loues. Problème : tu veux faire des travaux d'agrandissement, mais tu n'as pas assez d'argent pour les financer entièrement. Tu décides alors de vendre une partie de l'immeuble à d'autres copropriétaires, pour récupérer du cash et réaliser ton projet. Quand une entreprise émet des actions, c'est pareil. Partant de là, il faut être bien conscient que le vendeur – l'entrepreneur – n'a pas forcément les mêmes intérêts que l'acheteur – l'investisseur : le premier voudra très certainement vendre le moins possible, au prix le plus élevé possible... Le second, évidemment, c'est tout l'inverse !

Si cette option – émettre puis vendre des actions – est retenue, la participation de l'investisseur primaire est diluée ?

Serge:

C'est certain : on émet des actions pour lever du capital, donc il y a davantage de propriétaires, donc les fondateurs détiennent une moindre part du gâteau. En revanche, l'avantage est que les fondateurs ne doivent rien à personne : aucun créancier ne viendra toquer au carreau pour réclamer son intérêt. L'investisseur secondaire qui s'est joint à l'affaire supporte le risque au même titre que les fondateurs... L'inconvénient, c'est que si l'affaire tourne bien et que la participation s'apprécie substantiellement, les fondateurs ont moins de parts, et seront donc moins riches.

Sylvain:

En simplifiant, c'est un deal assez binaire : si l'activité décolle et que les bénéfices générés dépassent les investissements initiaux, c'est tout bon. Sinon, à défaut de considérer la faillite, il faut remettre de l'argent ou pot. Trouver des investisseurs candidats pour mettre des billes dans une affaire qui perd des millions, c'est possible un temps, mais pas éternellement...

« Quitte à acquérir des parts dans une entreprise, il est intéressant d'avoir un historique, quelque chose à quoi se référer pour évaluer le business dans lequel on place son capital. Autrement, on investit à l'aveugle – en fait on n'investit pas, on spéculé »

Si je suis bien, pour les fondateurs, vendre des actions est moins risqué mais moins rémunérateur ?

Serge:

C'est cela même. Pour l'investisseur secondaire, l'avantage de la formule est qu'il peut devenir propriétaire d'un business qu'il estime prometteur sans l'avoir créé. L'inconvénient, c'est qu'il y a bien sûr beaucoup d'incertitudes, beaucoup plus pour une jeune aventure entrepreneuriale que pour un business mature, profitable et déjà bien établi. L'investisseur peut donc perdre tout son capital, a fortiori quand on sait que l'immense majorité des entreprises font faillite dans les cinq années qui suivent leur création. C'est du high risk, high return.

N'est-ce pas ce que l'on nomme du venture capital ?

Serge:

Si, exactement. Le venture, c'est acheter une idée. On ne sait rien de son exécution ni de sa viabilité : nous n'avons à disposition que les curriculum vitae des fondateurs, et un business plan. Mais un plan, ce n'est qu'une prévision... Et les prévisions en disent long sur ceux qui le font, mais elles ne disent rien de ce que sera l'avenir.

Jeremy:

Quitte à acquérir des parts dans une entreprise, il est intéressant d'avoir un historique, quelque chose à quoi se référer pour évaluer le business dans lequel on place son capital. Autrement, on investit à l'aveugle – en fait on n'investit pas, on spéculé. Pour s'assurer de la compétence et de l'intégrité du management, ainsi que de la viabilité de l'affaire, dix ans de résultats valent mieux qu'une promesse, aussi belle soit-elle.

« Nous voulons être là où nous avons le plus de chances de préserver le patrimoine, et d'obtenir de ce dernier un rendement adéquat »

Pourtant le venture capital n'a jamais été aussi à la mode qu'aujourd'hui, notamment via le crowdfunding.

Thomas:

Pour une raison simple : ça fait rêver, et rien n'est plus facile à vendre que du rêve. Qui n'aimerait pas détecter le prochain Facebook ou le prochain Sanofi, et y investir en premier ? On voit bien comment le venture est promu sur les dites plateformes de crowdfunding – comme une sorte de ticket de loto magique. L'imprévisibilité inhérente à l'entrepreneuriat n'y est quasiment jamais évoquée, la dimension financière du développement de l'affaire souvent parfaitement occultée. Non seulement l'immense majorité de ces projets échouent mais, même s'ils rencontrent une vraie demande, il faut généralement lever des quantités astronomiques de capital pour assurer leur réalisation. Si bien que les investisseurs historiques – les venture capitalists – se retrouvent dindons de la farce, c'est-à-dire complètement dilués, par le mécanisme que Serge expliquait cinq minutes auparavant.

Serge:

Je fais un peu de provocation quand je dis ça, mais faire du venture capital, pour moi, c'est faire du bénévolat. Ça vend du rêve, certes, mais est-ce que ça fait de l'argent ? Globalement, l'expérience et l'observation démontrent que les retours sont négatifs. Bien entendu, les médias et les intermédiaires financiers s'attardent bien davantage sur les succès que sur les échecs.

Thomas:

Un investisseur prudent fuit les phénomènes de mode, car la popularité est dans le prix – et un investisseur prudent ne veut pas payer trop cher, autrement dit se faire arnaquer.

Jeremy:

Sans doute que le crowdfunding désinhibe les particuliers, d'autant qu'au final ils n'investissent jamais des montants très importants. Mon impression est qu'ils s'intéressent d'avantage à l'idée qu'à la réalisation de l'idée...

Thomas:

Si la réussite en affaires ne reposait que sur une idée, tous les rêveurs du monde seraient milliardaires.

J'en déduis que l'IF ne fait pas du tout ça ?

Serge: Non. Nous n'avons pas la virtuosité requise, et nous sommes conscients des statistiques – elles nous sont très défavorables. Spontanément, le venture n'est pas l'endroit où l'on a envie d'être quand on construit un patrimoine – car c'est le plus sûr moyen de le perdre. Nous, nous voulons être là où nous avons le plus de chances de préserver le patrimoine, et d'obtenir de ce dernier un rendement adéquat.

Une subtilité m'échappe : puisqu'on parle de se constituer un patrimoine, ne devrait-on pas viser l'appréciation plutôt que la préservation du capital ?

Serge:

Pour commencer, la meilleure façon d'apprécier un capital, c'est de ne pas le perdre. Si tu commences à l'investir et que tu en perds 50%, il te faudra réaliser un 100% sur ce qui reste pour revenir au niveau zéro. C'est très difficile d'apprécier du capital s'il y en a de moins en moins...

Supposons que je suis une entrepreneuse à la recherche de financements. Je ne veux pas diluer ma propriété dans le projet, et j'opte donc pour un financement bancaire ou obligataire - de la dette. Pour moi, quels sont les avantages et inconvénients de cette formule ?

Serge:

L'avantage, c'est que tu gardes le business pour toi. Si l'affaire tourne bien, tu n'auras pas à partager les profits avec les investisseurs secondaires. L'inconvénient, c'est que tu auras toujours une épée de Damoclès au-dessus de la tête : tu devras de l'argent à quelqu'un, qui t'imposera des échéances de remboursement et un taux d'intérêt. Ta marge de manœuvre est donc plus restreinte, ce qui n'est pas nécessairement optimal quand on débute une affaire. Enfin, si tu échoues et que tu fais banqueroute, tu te fais confisquer le business et son patrimoine car, dans une liquidation, le créancier est prioritaire sur l'actionnaire.

Et pour le(s) créancier(s) justement, quels sont les avantages et inconvénients ?

Serge:

Pour le prêteur – le banquier ou l'investisseur obligataire – en théorie, c'est du lower risk lower return par rapport à un actionnaire, en pratique, c'est du risque avec un rendement plafonné. L'avantage, c'est d'être prioritaire sur les actionnaires, aussi bien dans les affaires courantes – ses intérêts sont payés avant les dividendes, et le remboursement de la dette est une priorité de gestion pour l'entreprise – qu'en cas de liquidation. L'inconvénient, c'est qu'il connaît à l'avance sa rémunération maximum – l'intérêt sur la dette – et qu'il ne profite pas de la croissance de l'entreprise, si bien sûr croissance il y a. Au mieux il revoit son capital avec un intérêt, au pire il en revoit une partie, plus ou moins importante selon les cas – même si les actionnaires se sont fait essuyer – mais il se retrouve avec ce qu'il reste du business sur les bras, et il faut le liquider ou le monnayer.

Thomas:

Dans notre exemple de magasin de lingerie, si d'aventure nous faisons banqueroute, le banquier se retrouverait avec des cartons de petites culottes.

« On marche toujours sur un fil... Il suffit de très peu qui tourne mal pour que tout s'écroule »

La belle affaire ! On entend souvent parler de dettes et d'effet de levier. Pouvez-vous nous expliquer ce concept ?

Serge:

Quand on souscrit de la dette, on se finance avec l'argent des autres. Par exemple, on peut acheter un appartement et le louer avec l'argent du banquier : on crée donc un revenu sans avoir soi-même mis un centime de sa poche – ou alors très peu, par exemple un apport d'un dixième du capital nécessaire à l'achat. Avec le revenu du loyer, on peut rembourser l'emprunt et, une fois ceci terminé, on se retrouve avec un capital important – l'appartement – pour lequel nous n'avons rien payé du tout, ou si peu ! D'où le terme « effet de levier » : on commence avec très peu, mais on peut soulever son capital beaucoup plus haut et beaucoup plus fort avec un levier qu'à mains nues.

Mais c'est merveilleux !

Serge:

Bien sûr, il y a un risque. Si la location de l'appartement rapporte moins qu'escompté, ou que les locataires désertent le quartier, on perd complètement notre mise, et la banque récupère l'appartement : bref, on est ruiné.

Sylvain:

Autrement, imagine qu'on ait besoin de liquidités, et qu'on décide de vendre l'appartement. Mais le marché est défavorable et on se retrouve contraint de le vendre moins cher que ce que nous avons payé... Notre apport est de 20,000€ et on est endetté à hauteur de 180,000€. Si on vend à moins de 180,000€, notre capital – l'apport – est complètement perdu. A moins que la banque n'accepte qu'on ne rembourse pas le prêt !

Serge:

On marche toujours sur un fil... Il suffit de très peu qui tourne mal pour que tout s'écroule.

Thomas:

Tu connais le bon mot : « Comment avez-vous fait banqueroute ? » « Oh, graduellement, puis très subitement. »

Serge:

Prendre du levier est typiquement très risqué, à moins d'opérer une activité qui ne soit extrêmement prévisible et génératrice de cash – l'emprunter doit être sûr de bien pouvoir toujours être en mesure de rembourser.

Jeremy:

Des cash-flows très prévisibles sont parfois le signe qu'existe un avantage concurrentiel, ou plus généralement une position concurrentielle décente – par exemple, pour rester dans la comparaison avec l'immobilier, un appartement somme tout classique, mais qui répond à une véritable demande locative. La capacité à s'endetter d'un business à avantage concurrentiel peut l'aider à toujours plus amplifier l'écart avec ses concurrents, à coups d'investissements supplémentaires. Pour un business décent, le levier peut l'aider à rendre son retour sur capital plus attractif – en réduisant le montant du capital employé par l'investisseur grâce au financement d'une partie de capital par crédit. Dans le cas d'un avantage concurrentiel, c'est donc un véritable cercle vertueux qu'on peut créer par l'endettement.

Serge:

A condition bien sûr de parfaitement le maîtriser ! Mais nous entrons ici dans des considérations beaucoup plus techniques... Nous en discuterons dans un prochain module. Pour l'instant, restons concentrés sur les bases.

Avertissement : ce contenu est une propriété intellectuelle exclusive de L'Investisseur Français.

Seul le client de L'Investisseur Français ayant commandé puis payé ce contenu est autorisé à en faire un usage dans un cadre strictement personnel et privé. Toute autre utilisation (transmission du contenu à un tiers, reproduction de tout ou partie de celui-ci) ou diffusion dudit contenu sont strictement interdites sous peine de sanctions civiles et/ou pénales, conformément aux dispositions du code de la propriété intellectuelle.