

Les déterminants de l'investissement en capital-risque d'entreprise

Le cas des grandes entreprises technologiques

Pierre Ménard

Groupe ESSCA - 1, rue Lakanal - 49000 ANGERS

02.41.73.57.05 - p.menard@essca.asso.fr

Résumé

Ce papier porte sur les déterminants de l'investissement en capital-risque d'entreprise (CVC). Notre objectif est d'opérationnaliser les références de la littérature en matière d'indicateurs de critères d'investissements en capital-risque d'entreprise pour élaborer un outil de décision managérial. La construction d'un cadre méthodologique et l'administration d'un questionnaire à trois responsables de CVC a permis de dégager les indicateurs utilisés par les gestionnaires de CVC. Il en a résulté une première matrice de déterminants pondérés, amendée et validée par les acteurs concernés.

Par suite, nous avons appliqué cette matrice à l'analyse de dix projets de création d'entreprise ayant déjà obtenu des financements auprès des trois fonds sélectionnés. Trois des projets ont mis cette matrice en défaut. Nous avons alors émis plusieurs hypothèses sur les critères de décision et de choix des investissements en CVC. Ces hypothèses nous ont permis d'élaborer une proposition de déterminants plus conformes à la pratique réelle des gestionnaires de fonds. Cette matrice peut permettre la construction d'un référentiel pour les acteurs concernés, CVC et porteurs de projet notamment.

Mots clés

Investissement, capital-risque d'entreprise, évaluation.

Les déterminants de l'investissement en capital-risque d'entreprise

Le cas des grandes entreprises technologiques

Résumé

Ce papier porte sur les déterminants de l'investissement en capital-risque d'entreprise (CVC). Notre objectif est d'opérationnaliser les références de la littérature en matière d'indicateurs de critères d'investissements en capital-risque d'entreprise pour élaborer un outil de décision managérial. La construction d'un cadre méthodologique et l'administration d'un questionnaire à trois responsables de CVC a permis de dégager les indicateurs utilisés par les gestionnaires de CVC. Il en a résulté une première matrice de déterminants pondérés, amendée et validée par les acteurs concernés.

Par suite, nous avons appliqué cette matrice à l'analyse de dix projets de création d'entreprise ayant déjà obtenu des financements auprès des trois fonds sélectionnés. Trois des projets ont mis cette matrice en défaut. Nous avons alors émis plusieurs hypothèses sur les critères de décision et de choix des investissements en CVC. Ces hypothèses nous ont permis d'élaborer une proposition de déterminants plus conformes à la pratique réelle des gestionnaires de fonds. Cette matrice peut permettre la construction d'un référentiel pour les acteurs concernés, CVC et porteurs de projet notamment.

Mots clés

Investissement, capital-risque d'entreprise, évaluation.

Les chiffres du capital-risque n'ont cessé de diminuer depuis que la « bulle » spéculative qui a accompagné ce type d'investissements de 1998 à 2000 s'est dégonflée. Ils restent néanmoins à un niveau bien plus élevé qu'en 1997. En France, ils représentent au 2^e semestre 2003, 271 millions d'Euros, dont environ 33 % concernent de nouveaux investissements¹. L'expérience acquise pendant les années « Start-up » ayant rendu plus prudents et plus raisonnables les investisseurs quant à l'évaluation des projets de développement des petites entreprises.

Ce papier propose une aide à la compréhension des déterminants des investissements réalisés dans le cadre de capital-risque d'entreprise. Quels sont les critères que les gestionnaires de ces fonds utilisent pour sélectionner un projet d'investissement ? Cette recherche exploratoire s'appuie sur un travail d'accompagnement longitudinal ayant débuté fin 1998, à destination de petites entreprises innovantes financées par du capital-risque d'entreprise.

Par capital-risque d'entreprise ou encore fonds d'investissement d'entreprise, nous entendons prendre en compte les fonds d'investissements exclusivement créés ou dominés par une grande entreprise (GE) et destinés à un investissement en petite entreprise (PE). Cette définition exclut les fonds d'investissements constitués par une ou plusieurs GE, dirigés en toute indépendance par un tiers ainsi que les fonds d'investissements « trop généraux » c'est à dire éloignés dans leur domaine d'action du cœur de métier de l'entreprise.

Notre travail vise à montrer l'écart qui existe entre les déterminants identifiés dans la littérature, les déterminants déclarés de l'investissement en capital-risque d'entreprise et les déterminants réels. Nous souhaitons participer ainsi à la production d'un outil de sélection plus pertinent à destination des acteurs du capital-risque d'entreprise, mais aussi apporter une aide aux porteurs de projet dans la compréhension de ces déterminants. Nous nous appuyons sur une littérature peu abondante sur ces aspects pour construire notre questionnaire et tenter d'apporter certains éléments de réponse.

Les déterminants identifiés dans la littérature

1. Le capital risque d'entreprise, un outil stratégique

Depuis quelques années, de nouvelles réponses aux incertitudes de l'environnement sont proposées tels les parcs industriels de proximité (Adam-Ledunois et Renault, 2001), les

¹ Indicateur Chausson Finance – 2^e semestre 2003

écosystèmes d'affaires et le *Corporate Venture Capital* (CVC) ou encore capital-risque d'entreprise (Moore, 1998). Ces nouvelles stratégies d'alliance participent au déplacement des frontières de l'entreprise et semblent apporter une limite à l'opposition marché/hiérarchie de la Théorie des Coûts de Transaction (Williamson O., 1991 ; Besson P., 1997). Plusieurs auteurs s'intéressent aux alliances et aux créations de réseaux comme participants à la transition d'une économie orientée « produit » à une économie basée sur la « relation » (Doz et Hamel, 2000; Torres-Blay, 2000).

Dans le CVC, les relations entre l'investisseur et son objet d'investissement apparaissent comme un échange « gagnant – gagnant » : expertises financière, scientifique et juridique contre innovation et réactivité. Pour Collins T.M et Doorley T.L (1992), « ... les multinationales peuvent gagner jusqu'à 2 ans dans la découverte de nouvelles tendances des marchés et d'opportunités technologiques nouvelles ... ».

1.1. Quelle définition adopter ?

Une revue des fonds d'investissements permet de comprendre les spécificités des CVC. En nous intéressant à l'origine des fonds, nous pouvons déterminer cinq formes de capital-risque :

- les fonds indépendants : les plus médiatisés, à vocation purement financière, souvent spécialisés sectoriellement et constitués par des institutionnels (banques, assurances ...) comme Banexi Ventures, AGF Private Equity, SGAM, ...
- les fonds publics : détenus à 100% par l'Etat, leur vocation répond à un besoin de dynamisation économique (locale, régionale, nationale). Ils sont parmi les rares à intervenir en amorçage.
- les Business Angels : petites structures indépendantes de type associatif ou personnes physiques comme Dassault, Lacoste, Mérieux, ...
- les fonds semi-captifs : créés et abondés par une GE qui en garde le contrôle mais ouverts à d'autres partenaires industriels. Investissant dans des objets proche du cœur de métier des initiateurs du fonds comme Innovacom, Chrysalead, Emertec, ...
- les fonds captifs : détenus à 100 % par la société mère, ils ont pour mission de servir les intérêts stratégiques et financiers de cette dernière comme Thales Corporate Venture, France Télécom Technologies Investissements, Intel Capital, CEA Valorisation, ...

Le CVC est défini par Muzyka D., Birley S. et Leleux B. (1996), Geoffron P. (1991) comme « ... un apport de capitaux propres et de compétences techniques ou stratégiques à des entrepreneurs en création ... » et met en exergue la relation entre la GE et la PE. Alors que Silver D. A. (1993) insiste davantage sur l'impact interne à la GE en rappelant que le CVC regroupe des processus de création, de développement et de diversification de la GE et que ces processus sont caractérisés par un « *haut niveau de risque et une incertitude forte quant aux résultats futurs* ».

1.2. Le Capital-risque ou Venture Capital (VC), l'approche entrepreneuriale

Le capital-risque, sous-ensemble du capital-investissement, correspond aux investissements en fonds propres dans des entreprises au cours des toutes premières années de leur existence. Les financements ainsi apportés permettant de constituer la société, financer le développement d'un premier produit ou encore financer sa fabrication et sa commercialisation. À ce stade, l'entreprise ne génère, le plus souvent, aucun profit.

En pratique, la définition du capital-risque est assez différente de celle de la littérature. Les investisseurs en capital-risque ne s'intéressent en réalité qu'à des sociétés technologiques et le stade d'intervention des investisseurs a largement évolué, le financement des sociétés en création ne représentait en 2003 qu'une part infime des investissements, au profit d'entreprises plus matures réalisant déjà du chiffre d'affaires. On peut noter que la définition proposée exclut un des avantages du capital-risque : l'apport de compétences des investisseurs (Vallée, 1998). Une définition qui nous semble plus appropriée serait donc :

« Investissement en fonds propres dans des entreprises technologiques non cotées à fort potentiel, en phase de création ou de développement, par le biais d'investisseurs apportant réseaux, connaissances et compétences, en vue de développer l'entreprise et dégager une plus-value lors de la transmission du capital ».

1.3. Les fonds captifs et semi-captifs ou Corporate Venturing (CV), l'approche technologique

Les fonds captifs ont la particularité d'agir dans l'intérêt de groupes industriels et peuvent intervenir dans des opérations de création, d'extension, de revitalisation et de diversification. Les projets retenus se caractérisent par une relative nouveauté, un niveau de risque élevé et donc une incertitude importante quant aux résultats futurs. Les équipes projets nécessitent des qualités d'autonomie et de culture entrepreneuriale. C'est l'opportunité pour elles de

bénéficier de la puissance d'un groupe, et souvent d'un premier client prestigieux, tout en préservant une relative indépendance.

Leur approche est différente des sociétés de gestion puisqu'ils agissent dans des logiques industrielles subjectives. Ils vont en effet chercher à dégager une plus-value stratégique pour le groupe en investissant dans des activités présentant des synergies. C'est aussi pour eux le moyen d'acquérir des technologies de pointe, soutenir des fournisseurs clés ou se doter d'un outil de veille technologique par le « deal flow »² de projets que génère un fonds.

Les problématiques de ce type de fonds sont de deux ordres. D'une part, de garder une certaine intégrité face à des projets concurrents de la maison mère, dont ils peuvent être amenés à connaître les secrets de fabrication ; et d'autre part, de se soumettre à la conjoncture économique et aux choix stratégiques de leurs dirigeants. En effet, leurs capitaux proviennent souvent de liquidités excédentaires de la maison mère. Leur durée de vie est de ce fait aléatoire et leur existence fréquemment remise en question en période de crise. Les exemples à ce sujet ne manquent pas, Innovacom (France Télécom) et Viventures (Vivendi) sont aujourd'hui devenus indépendants. Ou Valéo Venture fermé par le nouveau dirigeant, jugeant cette activité « peu stratégique ».

1.3.1. Le processus de Corporate Venturing (CV)

Le CV est un processus qui permet d'identifier les nouvelles opportunités qui se présentent à la GE pour les transformer en projets lucratifs. Le processus s'établit dans l'ordre suivant (Block et MacMillan, 1993) :

- 1. identifier les opportunités,
- 2. étudier et évaluer les opportunités,
- 3. rechercher des solutions pour concrétiser les opportunités,
- 4. fournir les ressources nécessaires pour mettre en place le nouveau projet : argent, capital humain, structure d'accueil, équipements, ...
- 5. gérer et contrôler le nouveau projet,

² Flux d'opportunités d'investissement dont bénéficie une société de capital-investissement. Permet de mesurer son efficacité commerciale par rapport à ses concurrents.

- 6. transformer le projet en une activité lucrative en accord avec la politique générale de la GE,
- 7. améliorer les connaissances de la GE en matière d'activités entrepreneuriales.

Le CV permet aux firmes d'appréhender quelque chose de nouveau et de l'appliquer rapidement. Il nécessite, cependant, un management entrepreneurial *ad hoc*.

Enfin, le CV peut suivre deux voies très différentes :

- en interne : il est alors appelé Internal Corporate Venture (ICV), il donne naissance à des entités semi-autonomes œuvrant à l'intérieur de la firme,
- en externe : il est alors appelé CVC, il donne naissance à des entités nouvelles juridiquement autonomes.

1.3.2. L'approche technologique

Dussauge P. et Ramanantsoa B. (1987) proposent d'élaborer les stratégies technologiques en trois étapes : le diagnostic technologique, les choix technologiques et la formulation des stratégies. Parallèlement aux analyses classiques de portefeuilles d'activités, une analyse est menée sur le portefeuille de technologies. Le cabinet de conseil A.D. Little (1980) a proposé une classification des technologies en trois catégories : technologies-clés, technologies de base et technologies émergentes. L'idée est de pouvoir s'assurer qu'à tout moment le portefeuille est équilibré en termes technologiques. Pour M. Porter (1985), la stratégie technologique est un élément fondamental de la stratégie de la firme et permet de poser des questions concernant les technologies à développer, le degré d'avance technologique nécessaire, le rôle à donner à l'octroi des licences.

Les stratégies technologiques permettent donc à la GE de préserver un avantage concurrentiel durable.

Dans les secteurs d'activité à forte composante technologique, les bénéfices saillants sont les suivants :

- Accélérer le processus d'apprentissage :
 - o le CVC figure parmi les pratiques qui permettent à la GE d'accéder aux nouvelles technologies. En effet, prendre des participations minoritaires dans des petites entités innovantes donne à la firme la possibilité de réduire ses coûts d'apprentissage,

- par ailleurs, le CVC évite à la firme des coûts de R&D importants (Rind, 1981).
- D'accroître l'efficacité de la veille :
 - repérer les marchés en émergence, des usages et des applications potentielles (Maruca, 1999),
 - créer un système d'offre complet avec quelques premiers clients partenaires,
 - identifier les meilleurs talents sur le marché plutôt que de miser exclusivement sur ses équipes,
 - repérer des innovations relationnelles ou processuelles qui, si elles s'avèrent efficaces, seront adoptées par la GE.

L'intérêt financier se mesure alors davantage au regard de ces bénéfices possibles qu'en terme de retour financier pur (Heikkilä, 2000).

1.3.3. Les déterminants identifiés dans la littérature

Bien que le capital-risque ne représente qu'une partie des investissements dans de nouvelles entreprises, il exerce une influence considérable sur les modèles d'évaluation mis en œuvre par les autres catégories d'investisseurs (Muzyka, Birley et al., 1996). Les contraintes qui pèsent sur ce secteur en termes de retour sur investissement (ROI), de délais et de sollicitations lui ont donné une légitimité dans l'évaluation de projets de création. Si nombres d'auteurs s'accordent à dire que les méthodes d'évaluation sont proches d'un opérateur à l'autre, la pondération entre les différents facteurs pris en compte qui permettra une variation de la performance.

Nous étudierons, au travers de la littérature, le processus d'évaluation de projets spécifique aux CVC.

1.3.4. L'évaluation du risque

L'étape de développement d'une entreprise, l'horizon d'investissement et le secteur économique sont fondamentaux pour comprendre le risque. Les conditions de la conjoncture économique et les prévisions de santé du marché financier sont aussi nécessaires pour une bonne évaluation du risque. L'élément essentiel qui en ressort est que le degré de risque d'une entreprise se traduit par un coût plus élevé du capital et donc par un rendement attendu plus important.

Desbrières P. et Broye G. (1998) ont interrogé des capital-investisseurs français en leur demandant de classer sur une échelle de 1 à 5 l'importance de 7 indicateurs. Deux indicateurs sont apparus essentiels pour appréhender le risque d'un projet (score supérieur à 4 sur 5) – la contribution des entrepreneurs en termes de compétences et les caractéristiques du marché du produit de la cible.

Deux autres facteurs sont apparus comme « assez importants » (score entre 3 et 4) – la contribution financière des dirigeants et l'horizon prévisible de sortie de l'investissement.

Le premier peut être considéré comme une variable d'Agence : plus le taux de participation des dirigeants-entrepreneurs dans le capital de la société est élevé, plus grande est supposée la convergence d'intérêts entre ces derniers et les capital-investisseurs (Desbrières, 1997; Jensen et Meckling, 1976).

L'importance de l'horizon de sortie : un éloignement de celui-ci entraîne un risque supplémentaire pour le capital-investisseur qui craint de voir sa rentabilité chuter *ex-post*.

Enfin trois critères sont jugés peu importants – l'horizon anticipé pour le rachat des actions préférentielles, – la prévision du taux de rendement en dividendes et les conditions générales du marché des actions.

1.3.5. Les dimensions de l'évaluation

Rappelons-le, peu de travaux ont été effectués sur les critères de sélection des capital-risqueurs. La grille sur laquelle nous nous appuyons pour une partie de notre étude est celle de Muzyka D., Birley S. et Leleux B. (1996) qui englobe largement le spectre possible des facteurs inhérents à la décision d'investissement et synthétisent les travaux précédents.

Critères proposés par Muzyka D., Birley S. et Leleux B. (1996) :

Critères	1	2	3	4	5	6	7	8
Financiers	Délai pour atteindre l'équilibre	Délai de récupération	Taux de retour interne	Liquidité (facilité de sortie)				
Produit / Marché	Degré de maturité du marché	Taille du marché	Saisonnalité du produit/marché	Sensibilité aux cycles économiques	Croissance du marché et attractivité	Produit ou technologie unique	Localisation nationale de l'activité	Degré de connaissance du produit / marché
Stratégie / compétitivité	Facilité d'entrée sur le marché	Capacité à créer des barrières à l'entrée	Capacité à maintenir sa position concurrentielle	Nature et degré de la concurrence	Forces des fournisseurs et distributeurs			
Portefeuille / Fonds	Proche du core business	Activité qui répond aux contraintes du fonds	Capacité des investisseurs à influencer le projet	Proximité de l'activité (métier, culture)				
Équipe de management	Potentiel de leadership de l'équipe de Direction	Potentiel de leadership de l'entrepreneur principal	Expérience du secteur reconnue au sein de l'équipe	Passé de l'entrepreneur (track record)				
Investissement	Type d'investissement (étape)	Nombre et nature des co-investisseurs dans le deal	Capacité à syndiquer l'investissement	Contrôle	Taille et chance des rounds de financement suivants	Importance des hypothèses « douteuses »		

Sahlman W. (1990), Amit R., Glosten L. et Muller E. (1993), puis Desbrières P. et Broye G. (1998), soulignent que les capital-investisseurs, lors de l'étude d'un projet, sont confrontés à un problème de sélection adverse vis-à-vis du projet lui-même et à un aléa moral concernant le porteur du projet considéré. Les capital-investisseurs limitent ces risques, *ex ante*, en procédant notamment à une étude approfondie du projet.

Cette grille de déterminants a servi de base à notre approche empirique. Nous souhaitons l'opérationnaliser afin de parvenir à l'élaboration d'un outil de travail, utile aux gestionnaires.

Étude empirique – Les déterminants mis en avant par le capital-risque d'entreprise

Il s'agit d'identifier les déterminants que trois CVC prennent en compte pour sélectionner un projet. Après avoir exposé notre démarche méthodologique. Nous restituerons les résultats de l'analyse des informations recueillies.

1. Méthodologie

Dans notre étude empirique, nous partons de la réalité observée au travers de notre système de collecte de données afin de construire une grille de déterminants. Il s'agit d'une démarche constructiviste au sens de Piaget J. (1970), la connaissance produite est donc subjective et contextuelle. Nous nous situons dans une posture constructiviste, l'objet se situe au centre du processus de recherche, guide et se construit dans le processus même de la recherche (Allard-Poesi et Maréchal, 2003).

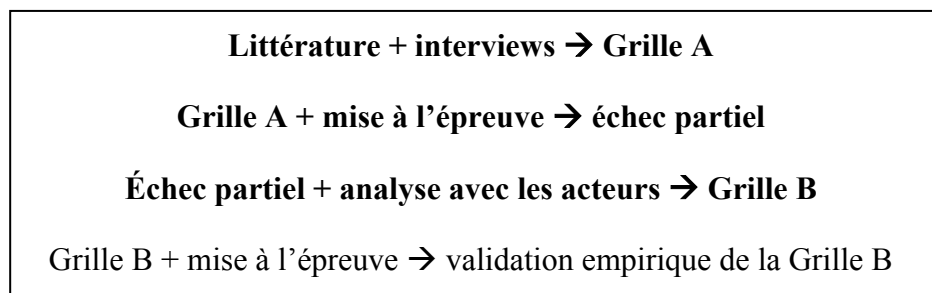
Notre objectif est la génération de connaissances relatives aux déterminants utilisés par les CVC. Nous tentons d'identifier avec les acteurs de nouveaux déterminants en nous basant sur les déterminants identifiés dans la littérature.

1.1. Design de la recherche

L'étude de la littérature nous a permis de construire une première grille de déterminants que nous avons fait valider par les 3 CVC (**élaboration Grille A – cf. annexe I**).

Puis, nous avons appliqué cette première grille à 10 projets qui ont obtenu des fonds des 3 CVC étudiés. Il est apparu des dissonances : 3 projets parmi les 10 n'auraient pas obtenu de fonds (**mise à l'épreuve de la Grille A**).

Nous avons alors reconstruit une deuxième grille en intégrant des critères identifiés et absents de la littérature. Les 3 projets précédemment refusés ont alors été acceptés au crible de cette dernière grille (**élaboration et mise à l'épreuve de la Grille B – cf. annexe II**).



1.2. L'échantillon

Le milieu du capital-risque entretient une grande confidentialité au sujet des déterminants utilisés pour sélectionner les investissements. Cette étude n'a été possible qu'en acceptant d'une part une clause de confidentialité sur l'identité des CVC, et d'autre part une relecture des écrits produits par les personnes interviewées. Les enjeux stratégiques du CVC renforcent les exigences classiques du capital-risque.

Les trois CVC étudiés ont été sélectionnés du fait de l'accès possible aux sources d'informations. Ils possèdent les caractéristiques communes suivantes :

- fonds captifs (financés à 100% par la maison mère ou ses filiales)
- forte dimension technologique de la maison mère
- ancienneté supérieure à 3 ans

CVC	Secteur de la maison mère	Applications
InvestCom	TIC	Matériels, composants, logiciels
Venturelec	Électronique	Optique, logiciels, composants
BioVenture	Énergie	Processus, matériels, imagerie médicale, composants biologiques

Caractéristiques des CVC sélectionnés (noms d'emprunts)

1.3. La collecte des données

Les interviews ont été précédées par l'envoi d'un questionnaire de 36 questions regroupées en 7 thèmes concernant les déterminants des choix d'investissement. Chaque item devait être évalué par une note comprise entre 1 et 5 en fonction de leur importance dans le choix de l'investissement (de faible à important).

Une semaine après l'envoi des questionnaires, un entretien téléphonique a eu lieu afin de préciser le contenu de certains items et de prendre un rendez-vous pour l'interview dans la quinzaine suivante.

Enfin, nous avons procédé à une analyse inter-cas sous forme de tableaux de comparaison entre tous les CVC étudiés. Cette comparaison a permis l'élaboration d'une grille de déterminants (grille A).

1.4. Analyse des données collectées

Les investisseurs en capital-risque d'entreprise interviennent le plus souvent dès la naissance de l'entreprise, contrairement au capital-risque « classique » qui intervient davantage quelques années après la création de l'entreprise, une fois les hypothèses fondamentales validées.

Ainsi, le CVC participe-t-il davantage aux risques techniques, commerciaux et humains liés à la création de toute nouvelle activité. Dans le tableau ci-dessous, nous avons recensé les

critères les plus importants issus de notre collecte (critères ayant une note > 4/5), classés en fonction des objectifs recherchés par les investisseurs :

Les critères identifiés	Arguments
Le management	<p>« <i>L'adage du Général Doriot, pilier du capital-risque se vérifie : je préfère un homme de catégorie A avec un projet de catégorie B, qu'un homme de catégorie B avec un projet de catégorie A</i> » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>Il s'agit ici de l'expression d'un ressenti du gestionnaire de fond</p>
L'entrepreneur	<p>« <i>Son âge, ses expériences passées, sa formation, ses ambitions personnelles doivent être en adéquation avec le projet et ses perspectives de développement.</i> » (M. R. de VenturElec).</p> <p>« <i>Il doit être un meneur d'hommes qu'il saura faire travailler ensemble</i> » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>« <i>Les CVC, habitués à l'organisation très hiérarchisée des GE dont ils sont issus, n'aiment guère les sociétés en co-gérance</i> » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>Il s'agit bien ici des critères de légitimité, de compétence et de leadership du porteur de projet.</p>
L'équipe	<p>« <i>Il est important que les profils des membres de l'équipe soient variés et spécialisés</i> » (M. V. de BioVenture).</p> <p>« <i>Quand l'entreprise grandit, il faut adapter le système de management au fur et à mesure.</i> » (M. D. d'Investcom).</p> <p>Il s'agit bien ici de la notion de complémentarité entre les membres de l'équipe, ainsi que l'anticipation des besoins en compétences.</p>
La propriété intellectuelle	<p>« <i>L'entreprise doit avoir un actif, un produit, c'est cela que va acheter l'investisseur. Il ne peut pas se contenter d'une seule bonne équipe, même excellente, car elle ne s'inscrit pas au bilan de l'entreprise, contrairement à la propriété intellectuelle</i> » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>Il s'agit de valoriser des éléments tangibles comme par exemple le brevet. Éléments qui souvent servent de base à la valorisation de l'entreprise.</p>
La barrière technologique	<p>« <i>C'est pour les investisseurs la garantie d'acheter un actif de valeur et de se protéger des nouveaux entrants</i> » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>« <i>Elle [la barrière] peut se manifester par un brevet international ou dans le cas d'un logiciel, par le nombre d'années hommes nécessaires au développement de l'application</i> » (M. R. de VenturElec).</p> <p>Il s'agit pour l'investisseur de s'assurer d'une rente de situation durable.</p>
L'adéquation produit/marché	
Le « time to market »	<p>« <i>On attache beaucoup d'attention au « time to market », surtout lors d'une innovation afin de ne pas arriver trop tôt ou trop tard sur le marché. Par ailleurs le premier entrant paye souvent des coûts d'apprentissage élevés</i> » (M. V de BioVenture).</p> <p>Il s'agit bien ici de la préoccupation du délai de mise sur le marché</p>

	et de l'adéquation d'une innovation à son temps et à son marché
Un produit innovant sans être révolutionnaire	<p>« L'expérience montre que les objectifs « réalistes » sont ceux qui réussissent le mieux, c'est à dire des projets en avance certes, mais qui ne déboussolent pas le consommateur, et qui de fait seront acceptés plus facilement » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>« Le produit doit répondre à un réel besoin, perçu ou latent, qui ne soit pas trop en décalage avec les habitudes des consommateurs » (M. V de BioVenture).</p> <p>« Le produit doit être innovant mais pas révolutionnaire » (M. R de VenturElec)</p> <p>Il s'agit là d'évaluer l'adéquation du produit au besoin client.</p>
Un marché d'envergure	<p>« Le marché doit être conséquent et croître fortement » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>« Le marché adressé ne doit pas être trop mûr, c'est à dire avec des concurrents établis, car il ne permettrait pas d'obtenir une marge suffisante, clé de voûte du retour financier. Il ne doit pas non plus être trop jeune pour éviter d'essuyer les plâtres » (M. R. de VenturElec).</p> <p>Cela pose cependant de nombreux problèmes d'organisation, notamment dans le choix des marchés cibles. Il est en effet préférable d'attaquer le marché morceau par morceau et accepter de se spécialiser dans un premier temps. Il faudra alors adopter une stratégie tenant compte des marchés prioritaires.</p>
Une volonté de leadership	<p>« Nous recherchons les nouveaux Cisco, eBay ou Business Objects » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>Il s'agit bien de mesurer l'ambition d'un projet.</p>
La valeur ajoutée	<p>« Pour rencontrer la demande, l'entreprise doit créer ou ajouter de la valeur » (M. V. de BioVenture).</p> <p>« Le client doit pouvoir faire quelque chose de nouveau qu'il ne faisait pas avant, ou améliorer sa productivité, accroître ses revenus, ou éventuellement, mais c'est moins séduisant : réduire ses coûts » (M. D. d'InvestCom).</p> <p>On parle bien ici des valeurs de rupture, démultiplicative et économique couramment décrites dans la littérature.</p>

Les critères importants identifiés auprès des CVC étudiés (noms d'emprunt)

2. La mise à l'épreuve de la grille de déterminants

À des fins de validation interne, nous avons confronté les déterminants déclarés par les CVC interrogés avec les projets ayant obtenu des fonds auprès de ces mêmes gestionnaires de fonds.

2.1. La validation par les CVC – grille A

Après avoir construit la grille de déterminants, nous avons soumis cette grille aux CVC sélectionnés pour validation. Les CVC ont chacun rajouté et corrigé un certain nombre de déterminants.

Un des objectifs de l'entretien était de valider la méthode globale de validation d'un projet. Après discussion, les CVC ont tous accepté la méthode suivante :

Chaque projet est évalué de 1 à 5 sur la base des déterminants contenus dans la grille. Après avoir appliqué la pondération de la grille (Tableau 7), le total est fait pour chaque rubrique. Le projet est considéré comme finançable, s'il obtient au moins la moyenne dans chacune des 7 rubriques de déterminants.

2.2. Présentation des cas étudiés

Les travaux réalisés sur les critères d'investissement des capital-investisseurs, relevant initialement d'approches essentiellement descriptives des variables prises en compte, se sont progressivement attachés à évaluer l'importance relative de ces différents critères. MacMillan, Siegel et Subbanarasimha (1985) montrent qu'une des sources d'information les plus importantes est le dossier qui inclut les projections des entrepreneurs sur la firme et qui présente la structuration technique, juridique, économique et financière du projet : le business plan.

C'est donc à partir des Business Plan des dix projets sélectionnés que nous avons mis à l'épreuve notre grille de déterminants.

Comme beaucoup d'informations dans cette étude, les Business Plan sont de nature confidentielle. Cette description n'a été autorisée qu'après relecture par les responsables de chaque projet.

2.3. Mise en valeur des écarts – grille B

Quand on synthétise les échecs supposés de certains projets, plusieurs raisons peuvent expliquer que certains projets ne devraient pas avoir été sélectionnés et ont pourtant obtenu un financement de la part des CVC sélectionnés. Compte-tenu des dissonances observées lors de la mise à l'épreuve de la grille A, un des CVC étudié a accepté de la tester sur les 48 projets financés entre janvier 2000 et décembre 2003. 18 % n'auraient pas obtenu de financement.

Après discussion avec le gestionnaire de fonds, il apparaît plusieurs raisons possibles :

- certains facteurs n'ont pas été déclarés par les responsables des CVC,
- certains facteurs ont été sous-pondérés par les responsables des CVC,
- certains facteurs sont difficiles à généraliser dans une grille sans entrer plus finement dans le détail.

Nous pouvons constater que les rubriques non-validées sont d'une part les critères sur le management, d'autre part les critères portefeuille/fonds et enfin les critères financiers. Mais toutes les rubriques pourraient être concernées.

Les raisons sont difficiles à identifier, mais pour chaque rubrique, le fait que le projet ait réellement obtenu le financement nous permet de poser l'hypothèse que certains critères positifs non-exprimés dans notre grille ont compensé le déséquilibre. Une relative compensation inter-rubrique peut également avoir lieu.

Les critères « revalorisant » que nous proposons (co-construits avec le CVC) sont les suivants :

<i>Critère</i>	<i>Constat</i>	<i>Proposition</i>
Financier	Les aspects financiers du projet devraient l'exclure de la sélection. Le CVC accepte de financer le projet car les intérêts stratégiques, opérationnels, commerciaux... sont importants pour la GE	Il s'agit d'une compensation inter-rubrique. Nous suggérons d'ajouter le déterminant « compensation stratégique »
Produit/marché	Certaines décisions de financement peuvent être influencées par des effets de mode	Nous proposons d'ajouter le déterminant « originalité du produit »
	Perception positive du trio produit/offre/marché qui influence positivement la décision du CVC	Nous suggérons d'ajouter le déterminant « feeling marché »
Stratégie/compétitivité	Les aspects stratégiques sont douteux mais le ROI est attractif	Nous proposons d'ajouter le déterminant « compensation financière »
Portefeuille/fonds – relation à la GE	Les aspects opérationnels et commerciaux sont douteux, mais forte probabilité d'un ROI élevé.	Nous proposons d'ajouter également le déterminant « compensation financière »
Équipe de management	L'acceptation de financer le projet est liée en partie à la valeur du contact qui l'a introduit auprès du CVC	Nous proposons d'ajouter le déterminant « relation ».
	La relation interpersonnelle qui se crée entre le porteur de projet (et son équipe) et le CVC favorise la décision finale	Nous suggérons de rajouter le déterminant « feeling équipe » qui traduirait des éléments comme la confiance, l'empathie,...

Compétences de management	Le déficit de compétence de l'équipe pour réaliser le projet est compensé par un apport de compétence de la part du CVC via son réseau	Nous proposons d'ajouter le déterminant « apport de compétence »
	Le déficit de compétence de l'équipe est compensé par une formation, un dispositif d'accompagnement pendant la phase d'incubation	Nous suggérons de rajouter le déterminant « accompagnement »

Critères informels à ajouter dans la grille d'analyse

À ces neuf nouveaux déterminants, nous proposons d'attribuer une pondération maximale afin de leur donner le poids suffisant nécessaire pour compenser positivement les différentes rubriques.

Il est difficile de mesurer l'impact de ces neuf critères à caractère informel dont le poids ne peut-être évalué que relativement à chaque projet. Un retour sur le terrain permettra de valider à la fois les critères proposés et leur poids relatif respectif.

Conclusion

L'objectif de cette étude était d'une part d'aider à mieux comprendre le processus de sélection de projets par les fonds d'investissement de grands groupes industriels et d'autre part de construire un outil au service à la fois des porteurs de projets que des acteurs de l'accompagnement.

Nous nous sommes appuyés sur la littérature existante pour opérationnaliser les critères proposés. À partir de questionnaires et d'interviews de 3 CVC, nous avons créé une première grille d'analyse que nous avons confrontée à dix projets ayant obtenu des fonds. Trois projets l'ont mise en échec.

Après discussion avec les CVC, il semblait nécessaire d'intégrer certains critères informels qui ont permis de valider les trois projets *in fine*. Il s'agissait de critères liés d'une part à des perceptions personnelles des gestionnaires de fonds, très subjectifs, et d'autre part de critères de compensation qui permettaient de rééquilibrer un déficit dans un autre domaine.

Étant conscients des biais de rationalisation *a posteriori*, nous avons proposé à l'un des CVC de mettre à l'épreuve cette nouvelle grille en la confrontant à 48 projets ayant obtenus des fonds. Près de 18% auraient été rejetés si la grille proposée avait été utilisée. Cela ne présage pas de l'échec programmé des projets en question, mais le CVC a décidé dorénavant d'utiliser

cette grille. Un des prolongements de cette étude est la poursuite de ce travail de qualification des projets avec l'un des CVC. Par ailleurs, la population des CVC étant peu nombreuse en France (une vingtaine), nous envisageons d'étendre notre étude sur un échantillon plus important et plus international.

Bibliographie

Adam-Ledunois, S. et Renault, S. (2001). "Les enjeux stratégiques de la création de parcs de fournisseurs dans l'industrie automobile." *Revue Française de Gestion Industrielle*, 20 (N°1): 5-15.

Allard-Poesi, F. et Maréchal, C. (2003). *La construction de l'objet de recherche. Méthodes de recherche en management*. R.A. Thiétart, Dunod: 34-56.

Amit, R., Glosten, L., et al. (1993). "Challenges to theory development in entrepreneurship research." *Journal of Management Studies* (N°30): 815-834.

Besson, P. (1997). *Dedans, dehors. Les nouvelles frontières de l'organisation*, Vuibert.

Block, Z. et MacMillan, I. C. (1993). *Corporate Venturing : creating new businesses within the firm*, Harvard Business School Press.

Collins, T. M. et Doorley, T. L. (1992). *Les alliances stratégiques*, Interéditions.

Desbrières, P. (1997). *La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise*. Le Gouvernement des entreprises. G. Charreaux. Paris, Economica: 361-395.

Desbrières, P. et Broye, G. (1998). *Critères d'évaluation des firmes non cotées : le cas des investisseurs en capital français*. Actes des XIVièmes Journées Nationales des I.A.E., Nantes.

Desbrières, P. et Broye, G. (2000). "Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français." *Finance, Contrôle, Stratégie*, 3 (N°3): 5-43.

Doz, Y. et Hamel, G. (2000). *L'avantage des alliances stratégiques : logiques de création de valeur*, Dunod.

Dussauge, P. et Ramanantsoa, B. (1987). *Technologie et stratégie d'entreprise*. New-York, Mc Graw-Hill.

Geoffron, P. (1991). "Le financement des PE innovatrices : l'exemple américain." *Revue Française de Gestion*: 84.

Heikkilä, T. (2000). *Corporate Venture Capital - A Tool For Business Renewal*. Seminar in Business Strategy and International Business, Helsinki, Helsinki University of Technology.

Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 4 (N°3).

MacMillan, L. C., Siegel, R., et al. (1985). "Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals." *Journal of Business Venturing*, Winter: 119-128.

Maruca, R. F. (1999). "Can Big Companies Nurture Little Companies." *Harvard Business Review*, Mai-Juin: 16-17.

Moore, J. (1998). "The rise of a new corporate form." *The Washington Quarterly*, Winter.

Muzyka, D., Birley, S., et al. (1996). "Tradeoffs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists." *Journal of Business Venturing* (N°11): 273-288.

Piaget, J. (1970). *L'épistémologie génétique*. Paris, Presses Universitaires de France.

Porter, M. (1985). *Competitive advantage*. New-York, Free Press.

Rind, K. W. (1981). "The role of venture capital in corporate development." *Strategic management journal*, 2: 169-180.

Sahlman, W. (1990). "The structure and Governance of Venture Capital Organisations." *Journal of Financial Economics* (N°27): 473-524.

Silver, D. A. (1993). *Strategic Partnering*. New-York, Mc Graw-Hill.

Torres-Blay, O. (2000). *Économie d'entreprise : organisation et stratégie à l'aube de la nouvelle économie*. Paris, Economica.

Vallée, J. (1998). *Les enjeux du millénaire : capital risque et innovation*, Hachette.

Williamson, O. E. (1991). "Comparative economic organization : the analysis of discrete structural alternatives." *Administrative Science Quarterly*, 31: 269-296.

Annexe I

N°	Les critères financiers	1	2	3	4	5
F11	Délai pour atteindre l'équilibre			X		
F12	Délai de récupération				X	
F13	TRI				X	
F14	Liquidité			X		
F15	Existence d'actifs financiers					X
F16	Valeur des actifs financiers				X	
F17	VAN					X
F18	Cash Flows					X
F19	Méthode des options					X

FI10	PER					X
FI11	Réalisme financier (adéquation des ressources)					X
FI12	Business Model			X		
FI13	Niveau de dépense (burn out)				X	
FI14	Réalisme des moyens commerciaux / CA prévisionnel				X	
N°	Les critères produit/marché	1	2	3	4	5
PM1	Degré de maturité du marché			X		
PM2	Taille du marché					X
PM3	Saisonnalité du produit/marché				X	
PM4	Sensibilité aux cycles économiques				X	
PM5	Croissance du marché et attractivité					X
PM6	Produit ou technologie unique		X			
PM7	Localisation nationale de l'activité			X		
PM8	Degré de connaissance du produit/marché					X
PM9	Développements spécifiques nécessaires			X		
PM10	Vitesse de déploiement du produit				X	
PM11	Existence d'actifs industriels				X	
PM12	Valeur des actifs industriels			X		
PM13	État d'avancement du projet					X
PM14	Caractère novateur					X
PM15	Produit/service					X
PM16	Risque d'échec technique					X
PM17	Existence de normes ou standards				X	
PM18	Faisabilité technologique				X	
PM19	Besoin d'incubation			X		
PM20	Existence d'un planning				X	
PM21	Degré de réalisme du planning				X	
PM22	Existence de solutions de repli				X	

PM23	Rapport qualité/prix de l'offre			X		
PM24	Temps recherche/homme			X		
PM25	Durée de la phase d'incubation				X	
PM26	Clarté et réalisme du marché/secteur identifié				X	
PM27	Réglementation du secteur		X			
N°	Les critères stratégie/compétitivité	1	2	3	4	5
SC1	Facilité d'entrée sur le marché			X		
SC2	Capacité à créer des barrières à l'entrée				X	
SC3	Capacité à maintenir sa position concurrentielle				X	
SC4	Nature et degré de la concurrence				X	
SC5	Forces des fournisseurs et distributeurs				X	
SC6	Nombre de partenaires existants				X	
SC7	Différenciation par rapport à la concurrence					X
SC8	Capacité d'adaptation du projet au besoin client			X		
SC9	Déclinaisons possibles de l'offre (potentiel de foisonnement)			X		
SC10	Contribution du projet à l'évolution des normes/standards		X			
SC11	Produit en avance sur le marché			X		
SC12	Produit en retard sur le marché			X		
SC13	Vitesse de croissance du projet après création			X		
SC14	Clarté et réalisme de l'offre				X	
SC15	Existence d'un besoin client			X		
SC16	Time to market				X	
SC17	Pénétration du marché		X			
SC18	Typologie des clients potentiels			X		
SC19	Système de commercialisation		X			
SC20	Niveau de focalisation				X	
SC21	Positionnement de l'offre			X		
SC22	Existence de partenaires				X	

SC23	Position dans la chaîne de valeur du secteur			X		
N°	Les critères portefeuille/fonds - relation à la GE	1	2	3	4	5
PF1	Proche du core-business				X	
PF2	Activité qui répond aux contraintes du fonds			X		
PF3	Le produit et le business correspondent au fonds			X		
PF4	Capacité des investisseurs à influencer le projet			X		
PF5	Proximité de l'activité (métier; culture)				X	
PF6	Pertinence du projet par rapport à la stratégie de la GE					X
PF7	Existence de clients internes à la GE					X
PF8	Retour technique possible pour la GE				X	
PF9	Avantage concurrentiel pour la GE				X	
PF10	Utilité du projet pour les clients de la GE			X		
PF11	Enrichissement de l'offre de service pour la GE			X		
PF12	Transfert technologique nécessaire				X	
PF13	Perte de compétences de la GE				X	
PF14	Valorisation des actifs de la GE				X	
PF15	Complémentarité avec les projets internes		X			
PF16	Utilité du projet pour les clients du Groupe			X		
N°	Les critères équipe de management	1	2	3	4	5
EM1	Le potentiel de leadership de l'équipe de direction				X	
EM2	Le potentiel de leadership de l'entrepreneur principal					X
EM3	Expérience du secteur reconnue au sein de l'équipe					X
EM4	Passé de l'entrepreneur (track record)			X		
EM5	Age de l'équipe					X
EM6	Age de l'entrepreneur					X
EM7	Motivation de l'équipe					X
EM8	Taille de l'équipe			X		
EM9	Complémentarité de l'équipe				X	

EM10	Relations entre les membres de l'équipe				X	
EM11	Existence de problèmes personnels dans l'équipe					X
EM12	Honnêteté					X
N°	Les critères compétences en management	1	2	3	4	5
CM1	Compétences en marketing/ventes de l'équipe					X
CM2	Compétences en production de l'équipe				X	
CM3	Compétences en organisation/administration de l'équipe			X		
CM4	Compétences financière/comptable de l'équipe			X		
N°	Les critères sur l'investissement	1	2	3	4	5
IN1	Type d'investissement (étape)			X		
IN2	Nombre et nature des co-investisseurs dans le deal			X		
IN3	Capacité à syndiquer l'investissement			X		
IN4	Contrôle				X	
IN5	Taille et chance des rounds de financement suivants			X		
IN6	Importance des hypothèses "douteuses"				X	
IN7	Montant du besoin financier					X

Grille A : les déterminants validés par les CVC étudiés

Annexe II

N°	Les critères financiers	1	2	3	4	5
F11	Délai pour atteindre l'équilibre			X		
F12	Délai de récupération				X	
F13	TRI				X	
F14	Liquidité			X		
F15	Existence d'actifs financiers					X
F16	Valeur des actifs financiers				X	
F17	VAN					X
F18	Cash Flows					X
F19	Méthode des options					X

FI10	PER					X
FI11	Réalisme financier (adéquation des ressources)					X
FI12	Business Model			X		
FI13	Niveau de dépense (burn out)				X	
FI14	Réalisme des moyens commerciaux / CA prévisionnel				X	
FI15	<i>Compensation stratégique</i>					X
N°	Les critères produit/marché	1	2	3	4	5
PM1	Degré de maturité du marché			X		
PM2	Taille du marché					X
PM3	Saisonnalité du produit/marché				X	
PM4	Sensibilité aux cycles économiques				X	
PM5	Croissance du marché et attractivité					X
PM6	Produit ou technologie unique		X			
PM7	Localisation nationale de l'activité			X		
PM8	Degré de connaissance du produit/marché					X
PM9	Développements spécifiques nécessaires			X		
PM10	Vitesse de déploiement du produit				X	
PM11	Existence d'actifs industriels				X	
PM12	Valeur des actifs industriels			X		
PM13	État d'avancement du projet					X
PM14	Caractère novateur					X
PM15	Produit/service					X
PM16	Risque d'échec technique					X
PM17	Existence de normes ou standards				X	
PM18	Faisabilité technologique				X	
PM19	Besoin d'incubation			X		
PM20	Existence d'un planning				X	
PM21	Degré de réalisme du planning				X	

PM22	Existence de solutions de repli				X	
PM23	Rapport qualité/prix de l'offre			X		
PM24	Temps recherche/homme			X		
PM25	Durée de la phase d'incubation				X	
PM26	Clarté et réalisme du marché/secteur identifié				X	
PM27	Réglementation du secteur		X			
PM28	<i>Originalité du produit</i>					X
PM29	<i>Feeling</i>					X
N°	Les critères stratégie/compétitivité	1	2	3	4	5
SC1	Facilité d'entrée sur le marché			X		
SC2	Capacité à créer des barrières à l'entrée				X	
SC3	Capacité à maintenir sa position concurrentielle				X	
SC4	Nature et degré de la concurrence				X	
SC5	Forces des fournisseurs et distributeurs				X	
SC6	Nombre de partenaires existants				X	
SC7	Différenciation par rapport à la concurrence					X
SC8	Capacité d'adaptation du projet au besoin client			X		
SC9	Déclinaisons possibles de l'offre (potentiel de foisonnement)			X		
SC10	Contribution du projet à l'évolution des normes/standards		X			
SC11	Produit en avance sur le marché			X		
SC12	Produit en retard sur le marché			X		
SC13	Vitesse de croissance du projet après création			X		
SC14	Clarté et réalisme de l'offre				X	
SC15	Existence d'un besoin client			X		
SC16	Time to market				X	
SC17	Pénétration du marché		X			
SC18	Typologie des clients potentiels			X		
SC19	Système de commercialisation		X			

SC20	Niveau de focalisation				X	
SC21	Positionnement de l'offre			X		
SC22	Existence de partenaires				X	
SC23	Position dans la chaîne de valeur du secteur			X		
SC24	<i>Compensation financière</i>					X
N°	Les critères portefeuille/fonds - relation à la GE	1	2	3	4	5
PF1	Proche du core-business				X	
PF2	Activité qui répond aux contraintes du fonds			X		
PF3	Le produit et le business correspondent au fonds			X		
PF4	Capacité des investisseurs à influencer le projet			X		
PF5	Proximité de l'activité (métier; culture)				X	
PF6	Pertinence du projet par rapport à la stratégie de la GE					X
PF7	Existence de clients internes à la GE					X
PF8	Retour technique possible pour la GE				X	
PF9	Avantage concurrentiel pour la GE				X	
PF10	Utilité du projet pour les clients de la GE			X		
PF11	Enrichissement de l'offre de service pour la GE			X		
PF12	Transfert technologique nécessaire				X	
PF13	Perte de compétences de la GE				X	
PF14	Valorisation des actifs de la GE				X	
PF15	Complémentarité avec les projets internes		X			
PF16	Utilité du projet pour les clients du Groupe			X		
PF17	<i>Compensation financière</i>					X
N°	Les critères équipe de management	1	2	3	4	5
EM1	Le potentiel de leadership de l'équipe de direction				X	
EM2	Le potentiel de leadership de l'entrepreneur principal					X
EM3	Expérience du secteur reconnue au sein de l'équipe					X
EM4	Passé de l'entrepreneur (track record)			X		

EM5	Age de l'équipe					X
EM6	Age de l'entrepreneur					X
EM7	Motivation de l'équipe					X
EM8	Taille de l'équipe			X		
EM9	Complémentarité de l'équipe				X	
EM10	Relations entre les membres de l'équipe				X	
EM11	Existence de problèmes personnels dans l'équipe					X
EM12	Honnêteté					X
EM13	<i>Feeling</i>					X
EM14	<i>Relations</i>					X
N°	Les critères compétences en management	1	2	3	4	5
CM1	Compétences en marketing/ventes de l'équipe					X
CM2	Compétences en production de l'équipe				X	
CM3	Compétences en organisation/administration de l'équipe			X		
CM4	Compétences financière/comptable de l'équipe			X		
CM5	<i>Apport de compétences</i>					X
CM6	<i>Formation</i>					X
N°	Les critères sur l'investissement	1	2	3	4	5
IN1	Type d'investissement (étape)			X		
IN2	Nombre et nature des co-investisseurs dans le deal			X		
IN3	Capacité à syndiquer l'investissement			X		
IN4	Contrôle				X	
IN5	Taille et chance des rounds de financement suivants			X		
IN6	Importance des hypothèses "douteuses"				X	
IN7	Montant du besoin financier					X

Grille B : après ajout de déterminants informels (en grisé)