

Document de travail ART-Dev 2013-06

# Le développement des opérateurs en capital-risque : *le poids du contexte institutionnel*

Christian Poncet

**Document de travail ART-Dev 2013-06**

**Décembre 2013  
Version 1**



# Le développement des opérateurs en capital-risque : le poids du contexte institutionnel

Christian Poncet <sup>1</sup>

<sup>1</sup> ART-Dev UMR 5281 – Université Montpellier 1

## Résumé

Si le développement des petites entreprises innovantes représente un enjeu économique majeur, l'efficacité des moyens mobilisés pour les soutenir semble fortement liée au contexte dans lequel elles évoluent. Notamment, les appuis (financier, managérial, juridique...) que ces entreprises sont susceptibles de rencontrer lors de leur croissance, dépendent de la disponibilité des fonds nécessaires, et des formes d'implication d'opérateurs spécialisés. Or, dans une économie capitaliste, les risques que supportent les divers intervenants qui accompagnent directement ou indirectement le processus, doivent en contrepartie bénéficier d'une rémunération incitative. Ce travail montre que le contexte juridique dans lequel évoluent ces opérateurs, conditionne largement les capacités d'intervention des opérateurs soutenant ces petites entreprises innovantes. Ainsi, le capital-risque, au contact avec les entreprises, représente le maillon ultime d'une chaîne d'investisseurs, dont la solidité dépend de la rémunération qu'ils peuvent retirer des risques encourus. Le capital-risque ne peut ainsi apparaître que dans un environnement juridique et économique bien précis, environnement qui lui permet à la fois de garantir un niveau suffisant de rémunération, et de limiter les risques. Les propos qui suivent montrent donc comment le contexte « common law » induit des formes marchandes de régulation économique, et comment la conception même du capital risque se trouve intimement liée à ce type (Liberal Market Economy) de régulation. Qu'advient-il alors de cet opérateur et de ses activités, lorsque des politiques publiques tentent de le transplanter dans un autre contexte (Coordinated Market Economy) ?

**Mots-clés :** Venture capital, innovation, variété de capitalisme, bank based, market based.

## Title

Venture capitalist development: the weight of the institutional context

## Abstract

If the development of innovative small businesses is a major economic issue, efficiency of resources used to support them seems to be strongly related to the context in which they operate. In particular, the supports (financial, managerial, legal ...) that these companies may encounter during their growth, depend on the availability of funds, and forms of specialized operator's involvement. However, in a capitalist economy, the risks that support the stakeholders directly or indirectly accompany the process, consideration should receive an incentive fee. This work shows that the legal context in which these operators, largely determines the intervention capacities of operators supporting these innovative small businesses. Thus, venture capital, in contact with companies, represents the final link in a chain of investors, whose strength depends on the compensation they can remove the risks. Venture capital may well appear in a specific legal and economic environment, environment that allows him both to ensure an adequate level of remuneration, and mitigate risk. The following therefore show about how context "common law" induces market forms of economic regulation, and how the very concept of venture capital is closely related to this type (Liberal Market Economy) regulation. What happens when this operator and its activities when public policies are trying to transplant it into another context (Coordinated Market Economy)?

**Keywords:** Venture capital, innovation, varieties of capitalism, bank based, market based..

---

Pour citer ce document :

Poncet, C. 2013. Le développement des opérateurs en capital-risque : le poids du contexte institutionnel. Document de travail ART-Dev 2013-06.

**Auteur correspondant :** christian.poncet@univ-montp1.fr

## Introduction

Les innovations de rupture tendent à se localiser dans les petites entreprises innovantes qui, pour pouvoir se développer, doivent faire appel à des financements extérieurs. Or, les besoins en fonds propres pour les entreprises dégagant de forts potentiels de croissance, deviennent un obstacle à leur développement et donc, au processus d'innovation qu'elles abritent. Par conséquent, les investisseurs en capital se posent en acteurs privilégiés du financement de ces petites entreprises, puisque cette activité répond à des stratégies de diversification de portefeuilles pour les gestionnaires de fonds, ainsi qu'aux besoins en fonds propres qu'expriment ces firmes. La partie de l'investissement en capital spécifiquement dédiée à ces entreprises à fort potentiel de croissance prend alors la forme de « *venture capital* ». Ce terme « *venture capital* » représente une affectation de fonds dont la construction s'inscrit typiquement dans un contexte étasunien. De ce point de vue, le dépaysement des mécanismes sur lesquels repose la constitution de ces fonds, ou celui l'activité des acteurs qui les gèrent, se heurtent à la question de leurs performances lorsqu'ils se trouvent isolés de leur environnement originel. Si le principe de l'investissement en capital (et par prolongement, du *venture capital*) se retrouve dans toutes les formes de capitalisme moderne, l'activité des opérateurs comme les orientations données à ces investissements, s'imprègnent du contexte dans lequel ils se forment et se développent. Chaque pays (ou groupe de pays) renferme des caractéristiques propres (juridique, politique, financière, scientifique, etc...), héritées de leur histoire, qui façonne de manière originale l'environnement politique industriel et financier dans lequel évoluent les différents acteurs. Les institutions et leur fonctionnement représentent donc pour chaque pays (ou groupe de pays) le résultat d'histoires singulières qui, au cours du temps, ont contribué à la construction de modes particuliers de régulation (selon la terminologie de l'école régulationniste Amable et al. 1997). Ces modes génèrent alors des conditions environnementales qui imprègnent les comportements des acteurs évoluant dans ce contexte. Plus concrètement, l'étendue des compétences de l'investisseur en capital dans des entreprises à fort potentiel de croissance, dépend de l'environnement dans lequel s'exercent ses activités. Le rôle de l'opérateurs en *venture capital* dans les pays anglo-saxons, et sa place dans la dynamique de soutien aux petites entreprises innovantes, se distinguent alors clairement de l'activité de leurs homonymes dans de nombreux pays européens. Historiquement, le principe de l'activité en *venture capital* apparaît aux États-unis après la seconde guerre mondiale, et même si la paternité de l'idée revient à un émigré d'origine française (le général Georges DORIOT en 1946) elle s'inscrit résolument dans la culture et l'histoire nord-américaine. S'il semble incontestable que l'apparition et le développement du *venture capital* se localisent aux États-unis, existe-il des arguments qui contribuent à fonder cette situation ? Une fois dessinées les conditions environnementales dans lesquelles se développe historiquement le *venture capital*, quelles sont les conséquences d'une transplantation de cette seule activité dans un autre contexte ? Par conséquent, le travail qui suit se propose d'identifier les principaux facteurs qui, dans le contexte étasunien, ont historiquement contribué à la spécialisation d'opérateurs en *venture capital*. La première partie explore, au travers d'une revue de la littérature, la pertinence d'une relation entre le contexte juridique et l'émergence de l'opérateur en *venture capital* aux États-unis. Il s'agit notamment d'étudier l'influence de la relative autonomie des tribunaux sur la gestion des relations contractuelles. Cette réflexion se prolonge par l'identification d'un lien nécessaire entre l'activité du *venture capital* et la solidité des liens contractuels. Les résultats économiques dégagés de l'activité du *venture capital* conditionnent alors l'ampleur de son développement, auprès des entreprises à fort potentiel de croissance. En retenant un indicateur

de rentabilité (taux de rentabilité interne) pour cette activité, la seconde partie de ce travail présente quelques arguments qui éclairent les mécanismes du développement du venture capital dans un contexte market based. Dans un contexte bank-based, ces dynamiques semblent quelque peu freinées, ce qui conduit à limiter le développement de cette activité. Une conséquence des freins apportés à cette activité se révèle par exemple par les écarts observés dans le type de technologie développé selon le contexte.

## I] Les opérateurs en venture capital dans leur environnement

La tradition juridique d'un pays ou d'un ensemble de pays s'ancre profondément dans l'histoire et donc la culture des peuples<sup>1</sup>. Or, si le contexte juridique représente une émanation de l'histoire, des coutumes, des conflits politiques ou sociaux, les règles qui le structurent orientent également les relations économiques et financières. Dans cette perspective, les spécificités historiques et culturelles des États-unis se manifestent à tous les niveaux d'implication du *venture capitalist*. De manière non exhaustive, ces caractéristiques influencent profondément l'origine de l'épargne qui alimente ces fonds (notamment par l'existence des fonds de pension), la typologie des opérateurs et les compétences qu'ils mobilisent (le partage des rôles, la taille, le degré de spécialisation). Elles pèsent également sur les modalités d'implication des pouvoirs publics (cf. infra), ou même la capacité d'adaptation des conditions juridiques d'accompagnement des activités (*common law*). Les différences observées dans le métier des opérateurs en *venture capital*, des deux côtés de l'Atlantique, plongent donc leurs racines dans les conditions historiques qui ont marqué la construction de leur environnement respectif.

Aux États-Unis, les fonds en *venture capital*, se présentent : “as independently managed, dedicated pools of capital that focus on equity or equity-linked investments in privately held, high-growth companies” (Gompers et Lerner 2004 p.17). L'expression « independently managed » renferme certes une implication financière du *venture capitalist*, mais également (et surtout) managériale au travers des compétences qu'il peut transmettre à la petite entreprise. Sa situation (cf. figure 1), à l'interface entre le gestionnaire de fonds (financier) et l'entrepreneur (industriel), lui confère effectivement cette double fonction, mais seulement dans le cadre d'une gestion indépendante. La tentative de reproduire cette activité dans un

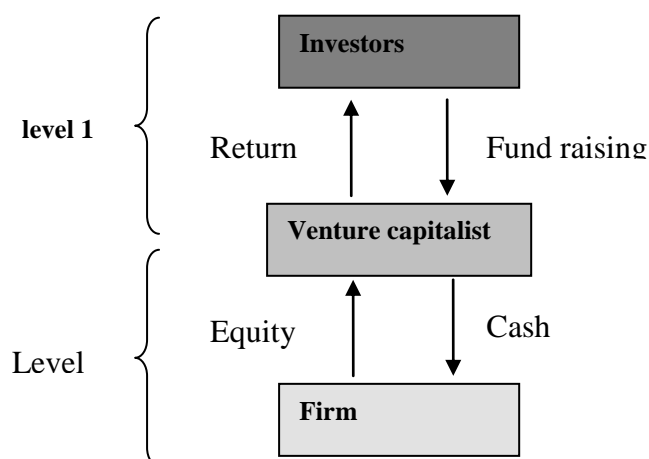
---

<sup>1</sup> La construction des modèles juridiques est intimement liée à l'histoire des peuples. De manière très schématique, l'opposition entre le *common law* anglo-saxon et le *civil law* français remonte au plus haut Moyen-Âge mais s'affirme notamment au XVI<sup>e</sup> siècle (les Stuarts en Angleterre et Louis XIV en France). L'histoire de la monarchie constitutionnelle et la défense des libertés individuelles en Angleterre participent à l'émergence d'une justice indépendante du parlement et du pouvoir royal. Les juges deviennent donc les garants de la bonne exécution des contrats interindividuels au regard du pouvoir politique. La centralisation du pouvoir politique en France, confirmée par la révolution, tend à imposer les intérêts supérieurs de l'État, face aux aspirations individuelles. Le code civil (1804) apporte alors la touche finale à la conception française de la *civil law*. Dans le premiers cas, les juges sont indépendants du pouvoir politique, dans le second ils s'aliènent au code (civil, pénal, administratif...). Ces oppositions se retrouvent dans les conceptions philosophiques du droit telles que les posent par exemple J. Locke (*Two Treatises of Government* 1679, pour l'Angleterre), et J.J. Rousseau pour la France (*Du contrat social* 1762).

contexte différent (par exemple, celui de l'Europe continentale) revient à extraire l'opérateur en *venture capital* de son milieu d'origine. Or, dans un environnement où la gestion de l'épargne longue et le financement des petites entreprises se voient principalement accaparés par les institutions bancaires et les compagnies d'assurances (*bank-based*), il semble naturel d'observer une capture de l'activité d'investisseur en capital par ces institutions. Il se produit dans ce contexte une sorte d'atrophie de la dimension managériale du *venture capitalist* au profit de son activité financière, et cette modification rejaillit largement sur les performances des opérateurs. Est-il alors pertinent de confondre les deux types d'activité des deux côtés de l'Atlantique ? La présentation qui suit s'attachera à montrer que la distance qui s'établit entre les deux aspects du financement des petites entreprises innovantes, ne représente qu'un prolongement des conditions historiques à l'origine de la construction des formes particulières de capitalisme.

Afin de mieux comprendre les spécificités de l'activité du *venture capital*, il convient donc de replacer ce dernier dans son environnement. L'étude des activités que ces opérateurs développent dans leur contexte originel, pose alors deux questions intimement liées : Quel est le contenu spécifique des prérogatives qui incombent à ces opérateurs ? En quoi les conditions environnementales (économique, juridique, politique) déterminent l'existence même de ces opérateurs ?

**Figure 1**



**Overview of the venture capital process**

Source : Gompers P. et Lerner J. (2004)

### 1) Les conditions d'émergence des opérateurs en *venture capital*

Une construction efficace du « *venture capital cycle* » aux États-unis, repose sur quatre conditions qui, en dehors du contexte anglo-saxon évoqué précédemment, semblent loin d'être remplies :

- La première réside dans l'existence de fonds suffisamment importants, orientés essentiellement vers le capital investissement et captés par les *venture capitalists* (Depuis 1979, la modification de l'Employee Retirement Income Security Act - ERISA - autorise les gestionnaires de fonds de pension à investir dans le *venture capital*.) Les fonds de pension (retraites), relèvent de régimes particuliers de cotisation, traditionnellement peu

développés dans la plupart des pays européens (hormis le Royaume-Uni) où domine le principe de retraite par répartition.

- La seconde repose sur la présence d'opérateurs (en *venture capital*) indépendants qui allient les fonctions de gestionnaire de fonds et de manager, le tout dans un environnement institutionnel (juridique et financier) garantissant une relative fluidité dans les interventions, et une protection des investisseurs. Or la pluralité des compétences mobilisées (financières, techniques managériales, etc...) comme la régulation des acteurs au travers de marchés spécifiques, créent une dynamique difficilement reproductible dans le contexte européen (excepté le Royaume-Uni).
- La troisième stipule que le rendement de l'opération dépend largement des conditions de sorties du *venture capital*, donc de la capacité intrinsèque pour l'environnement à soutenir des investisseurs capables de prendre le relais des précédents. Ainsi, le montant auquel se réalisera cette nouvelle transaction déterminera le niveau de plus-value dégagé par la négociation et donc, le rendement de l'opération. La raréfaction de tels relais institutionnels dans l'environnement de l'investisseur initial, limite ainsi le niveau des plus-values qu'il peut espérer et, par conséquent, le caractère attractif du placement : les perspectives de sortie influencent largement les entrées des investisseurs en *venture capital*.
- La quatrième condition a trait à la sélection des projets et des entreprises qui les portent. Ainsi, le recours à un financement de type *venture capital* repose sur l'existence de projets relativement avancés, qui ont donc bénéficié antérieurement de soutiens suffisants pour leur permettre de se développer. Ce processus de maturation de projets innovants, agit alors comme un filtre en sélectionnant et en accompagnant les entreprises qui dégagent de fortes potentialités de croissance (grâce notamment aux aides publiques et à l'existence d'un réseau dense de *business-angels*). Cela implique que les *venture capitalists* n'interviennent généralement que sur un nombre limité d'entreprises (effet de la sélection), pour des montants relativement élevés (en relation avec l'état d'avancement du projet). Les entreprises qui n'atteignent pas ce niveau de maturité tombent alors dans « l'*equity gap* », c'est à dire, qu'elles ne peuvent réaliser la jonction financière entre des soutiens d'amorçage, et un investissement en capital plus soutenu.

Ces quatre conditions semblent résulter d'un contexte plus large, qui représenterait un dénominateur commun propre l'émergence des caractéristiques nécessaires à leur expression.

## 2) Le contexte institutionnel et la dynamique du *venture capital*.

Les conditions d'émergence et de développement du *private equity*, et plus précisément du *venture capital*, reposent donc sur l'environnement juridique dans lequel évoluent les différents acteurs. Cet environnement juridique est lui-même le produit d'un contexte historique (La Porta and al. 2008) qui permet schématiquement d'identifier deux espaces juridiques : l'un marqué par la *common law* et l'autre par la *civil law* (les nuances scandinaves germaniques ou françaises du *civil-law* ne seront pas ici retenues). Ainsi, si les origines de cette distinction plongent leurs racines dans l'histoire et la culture les plus anciennes des peuples concernés, elles s'imposent également dans la répartition des formes privilégiées du financement actuel de l'activité économique. Le lien entre le contexte juridique et les

structures financières d'une économie a fait l'objet de nombreux travaux depuis une quinzaine d'années (notamment à la suite de l'article de La Porta and al. 1998). Il convient dans cette veine de s'interroger sur les raisons qui ont conduit à l'émergence et au développement des sociétés de capital-risque dans certaines régions, alors qu'elles semblent avoir quelques difficultés à s'implanter dans d'autres. Malgré certaines imprécisions dans la classification des contextes juridiques, notamment pour ce qui concerne les diverses formes de *civil law* (française, allemande ou scandinave), de nombreux auteurs (depuis La Porta and al. 1998) la considèrent comme une partition très pertinente.

### ***2-1) L'environnement juridique et les modalités de financement de l'économie : La question des relations contractuelles.***

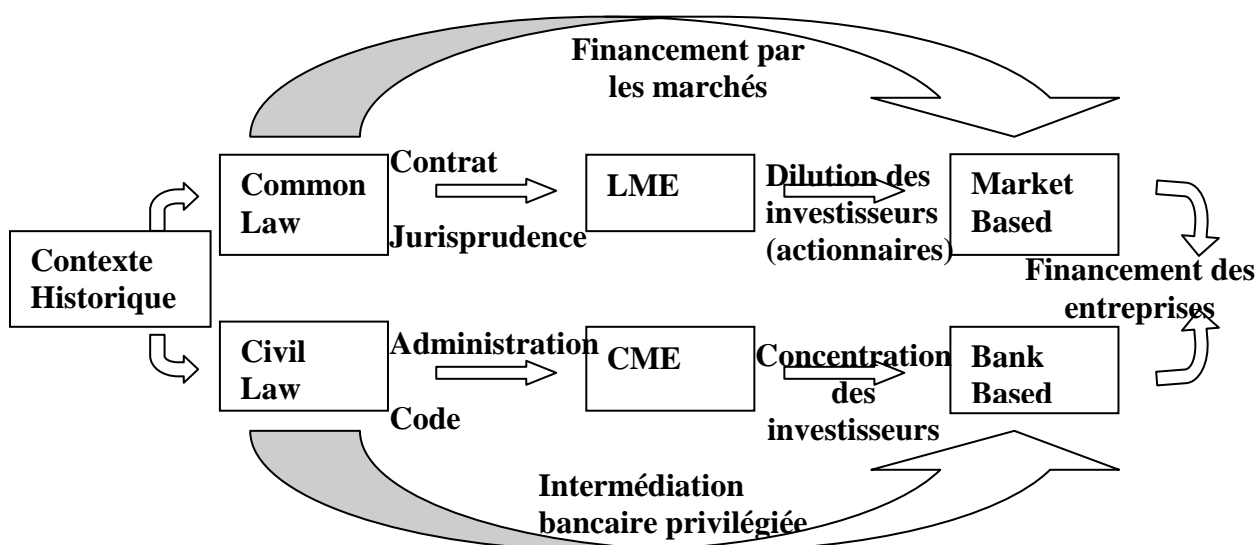
Le contexte juridique tend donc à peser sur les structures financières d'une économie, et par là même, à imprimer un caractère distinctif propre à chaque forme de capitalisme. En s'appuyant sur la représentation des variétés de capitalisme, proposée par Hall et Soskice (2001), il apparaît bien un lien entre les origines juridiques et l'émergence d'une forme particulière de capitalisme<sup>1</sup>. Ainsi, la variété de capitalisme LME (Liberal Market Economy) ne peut se développer que dans un contexte *common law*, alors que la variété CME (Coordinated Market Economy) se retrouve essentiellement dans un environnement *civil law*. Les travaux de Pistor (2006) confirment notamment cette relation. Loin d'être une coïncidence, le lien entre les origines juridiques et les variétés de capitalisme se justifient par les différences de protection que chaque environnement juridique offre aux individus ou groupes d'individus. Dans sa conception le modèle *common law* assure une meilleure protection juridique, notamment pour ce qui concerne les relations commerciales et financières. Les garanties qu'apporte ce modèle aux intervenants seraient à l'origine de l'extension des marchés dans tous les domaines de l'activité économique (commerce, travail, finance,...). Plus précisément, l'efficacité que le modèle affiche en terme de gestion juridique des contrats, conduit à mieux protéger les investisseurs, et notamment les plus petits. A contrario, les imprécisions du modèle *civil law* comparé au droit anglo-saxon, notamment dans le suivi et le respect des termes du contrat, expliquent le développement des banques. Les banques deviennent ainsi un moyen pour contrer les imperfections du *civil law*. Ce constat recouvre les résultats de l'étude empirique qu'ont menés La Porta and al.(2008, page 298) :

“Compared to French civil law, common law is associated with (a) better investor protection, which in turn is associated with improved financial development, better access to finance, and higher ownership dispersion, (b) lighter government ownership and regulation, which are in turn associated with less corruption, better functioning labour markets, and smaller unofficial economies and (c) less formalized and more independent judicial system, which are in turn associated with more secure property rights and better contract enforcement.”

---

<sup>1</sup> Cette approche dichotomique que les auteurs proposent a été largement critiquée (notamment Amable 2003), mais l'auteur revient notamment sur les origines juridiques qui fondent cette distinction.

Dans ces conditions, et d'un point de vue financier, l'intermédiation bancaire tend à dominer dans le droit civil (*bank-based*), alors les relations contractuelles régulées par les marchés (*market based*) s'imposent dans un environnement *common law* (cf. la figure 2). Cette filiation entre le contexte juridique et la domination par les banques ou le marché, concernant les arbitrages menés entre créanciers et emprunteurs, se retrouve largement commentée par Ergungor (2004). L'auteur insiste notamment sur la manière dont les banques (dans un contexte *civil law*) tendent à se substituer aux tribunaux (*common law*) pour amener les emprunteurs à respecter leurs engagements. Les différences qui touchent à la fonction même des juges, dans les deux modèles juridiques (référence à la jurisprudence dans un cas et au code dans l'autre), permettent alors de comprendre le rôle des banques dans la gestion des contrats entre créanciers et emprunteurs. Ainsi, l'interprétation stricte des lois dans un contexte de droit civil accroît les risques de verdicts injustes, non adapté au cas particulier traité dans le cadre d'un échange. La prise en charge par les banques de la résolution de conflits éventuels dans des relations entre créanciers et emprunteurs, permet alors d'éviter les tribunaux et la rigidité des codes. Il devient ainsi aisé de comprendre pourquoi, dans la tradition de *common law*, le recours à l'intermédiation bancaire se révèle plus limité : la gestion juridique des contrats dans ce contexte semble suffisante.



**Figure 2 Émergence de modes de financements selon les origines juridiques**

Ainsi, l'environnement juridique conditionne les modes de régulation (industrielle, salarié, politiques publiques, institutions financières...) pour chaque variété de capitalismes. De manière plus ciblée, les dynamiques de financement de l'économie se trouvent directement affectées par le cadre juridique dans lequel elles s'inscrivent. Dans la forme très schématisée des deux variétés de capitalisme présentée précédemment, il apparaît un lien évident entre le contexte historique et les caractéristiques des institutions financières ; cette relation étant médiatisée par les spécificités de l'environnement juridique (cf. fig. 2). Ergungor (2004 ; page 2870) pose clairement cet argumentaire :

“I argue that the differences in the interpretive powers of the judges in common –and-civil-law traditions may explain why German and French



financial systems are bank-dominated, while English and American systems are market-oriented.”

Ainsi, il apparaît une relation étroite entre l’environnement juridique et les modes dominants de financement de l’économie. La multiplication des contrats dans le modèle market-based devient alors un prolongement naturel du droit coutumier. La prédominance des relations contractuelles se prolonge dans la gestion des fonds destinés au *venture capital*, et devient même pour de nombreux auteurs un argument majeur (La Porta and al. 2008) afin d’expliquer le développement de cette activité dans les pays anglo-saxons. Les contrats se posent donc comme le mode de coordination privilégié dans des économies principalement régulées par les marchés, alors qu’un environnement se référant plutôt au droit civil, et par prolongement à un mode *bank-based* de financement, adopte plutôt la hiérarchie et le pouvoir comme principal moyen de coordination. Quel est alors le lien entre la forte présence d’une intermédiation contractuelle dans une économie, et de développement du *venture capital* ?

## 2-2) Les relations contractuelles et l’émergence du *venture capitalist*.

Les relations contractuelles deviennent donc une pierre angulaire dans la gestion des titres de créance et, de ce point de vue, l’environnement *common law* offre un cadre bien plus efficace pour leur accompagnement. Le recours généralisé aux relations contractuelles fonde quelque part l’existence même de l’opérateur en *venture capital* dans les pays anglo-saxons. Trois aspects (non exhaustifs) permettent d’apprécier le caractère structurant d’un recours aux contrats, pour le financement des entreprises à fort potentiel de croissance.

- Dans un environnement *common law*, les relations contractuelles incitent à la spécialisation des opérateurs. Cette spécialisation en se réalisant en terme vertical (cf. la fig. 1), conduit à l’émergence d’intervenants bien identifiés dans la chaîne des investisseurs. Ces derniers médiatisent leurs relations sur la base de contrats qui lient d’une part *general partners* et *limited partners*, puis *general partners* et firmes, d’autre part. La spécialisation s’opère également en terme horizontal et conduit les *venture capitalist* à se positionner sur des secteurs d’activités ou des stades d’intervention bien précis
- Le développement des relations contractuelles contribue également à mettre en place des outils pour le contrôles et le suivi des termes du contrat et donc, à faire apparaître des coûts d’agence plus ou moins importants. Même si l’environnement *common law* offre un cadre favorable pour l’exécution de ces contrats, les coûts d’agence débouchent sur la nécessité d’adapter les titres utilisés afin de minimiser ces coûts. Il en résulte une capacité d’innovations financières qui portent sur les caractéristiques des titres créés, mais aussi sur le fonctionnement des marchés impliqués. Par exemple, les obligations convertibles largement utilisées dans ce contexte (Kaplan and al. ; 2006) permettent une implication progressive des détenteurs dans la gestion de la firme soutenue, mais également elles lui confère un droit de priorité en cas de liquidation. Au regard des risques encourus par les investisseurs, les termes du contrat peuvent s’adapter, afin de protéger les fonds investis, comme le montrent de nombreux auteurs (Kaplan & Stromberg 2003; Cumming & Johan 2007 ; Cumming 2008).
- Enfin, ces relations contractuelles représentent une incitation forte à développer des opérations de rapprochement entre les investisseurs. L’association de plusieurs opérateurs en capital-risque (syndication) sur un

même projet permet une mobilisation importante de fonds et une forme de mutualisation des risques.

Plus largement, les relations contractuelles dans le cadre des interventions du capital-risque conduisent à structurer efficacement les conditions d'intervention des opérateurs ainsi que leurs rôles et, par conséquent, à constituer un facteur important de valorisation pour le capital investi. Comme le montrent Black & Gilson (1998) puis Cumming and Al. (2004) ou Lerner & Schoar (2005) l'impact des relations contractuelles ne concerne pas seulement une meilleure gestion des fonds alloués, mais se prolonge dans ce cas jusqu'à la valorisation effective des opérations (IPO). Le contexte juridique et ses prolongements qui s'incarnent dans les spécificités contractuelles, se trouvent à l'origine des différences profondes observées dans le rendement des fonds de capital-risque, entre les pays de droit coutumier et ceux régis par le civil law (Cumming & al. 2006, Gottschalg & Phalippou 2007, ou Hege and al. 2009).

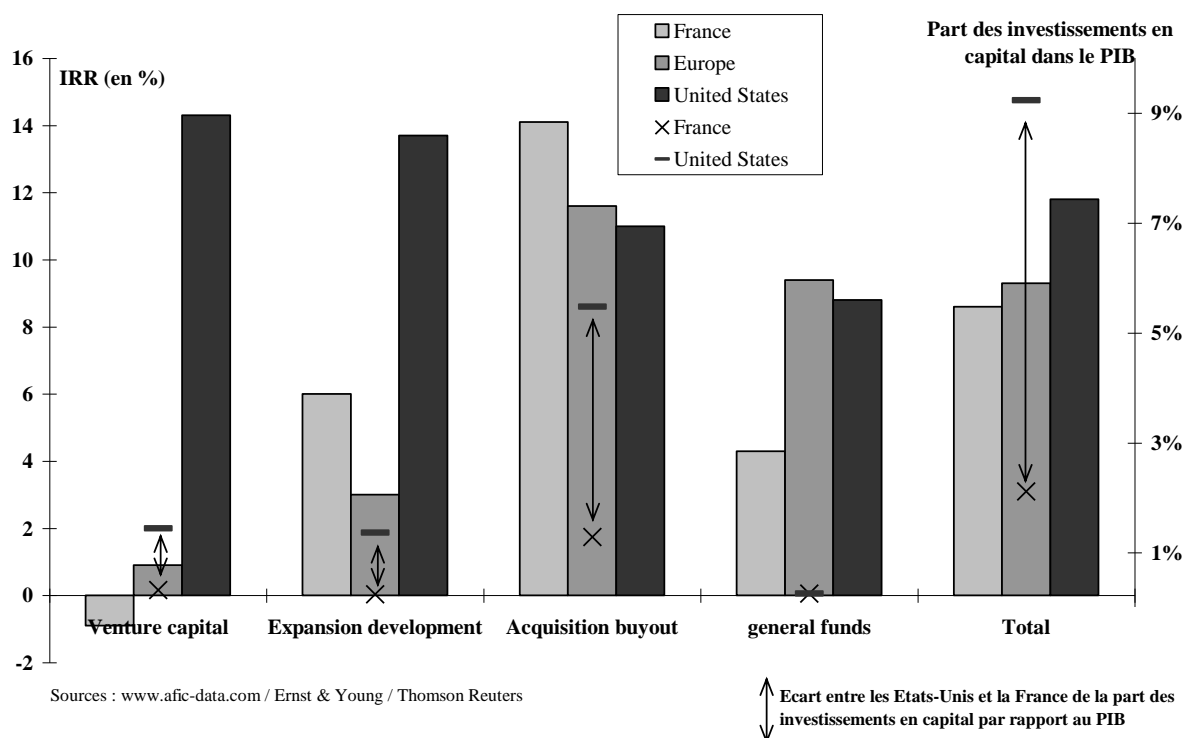
### **II] Les activités des opérateurs en venture capital et leurs performances.**

Une comparaison internationale des performances du capital-investissement (figure 3), révèle un contraste entre les médiocres résultats obtenus par le venture capital en Europe (et même mauvais pour la France), et les rendements observés aux États-Unis. Ces différences tendent à se combler pour les autres phases d'intervention du capital-investissement, voire même à s'inverser pour le « acquisition buyout ». Ce graphique fait clairement ressortir une divergence profonde dans les rendements obtenus par le venture capital des deux côtés de l'Atlantique. Il traduit ainsi une forme d'inadaptation des intervenants européens (et notamment français), à la gestion des risques spécifiques qu'implique le soutien à une petite entreprise innovante ; inadaptation dont il convient maintenant de rechercher les origines.

#### **1) L'efficacité des *venture capitalists* dans le modèle *market based***

Une lecture plus attentive de la figure 3 fait apparaître que les écarts de rentabilité entre les pays européens et les États-Unis ne se répartissent pas équitablement selon le stade type d'investissement en capital. Il ressort notamment que ce sont les phases les plus risquées d'investissement (venture capital) qui présentent les différences les plus marquées. En outre, le montant des fonds levés (en pourcentage du PIB par pays) fait apparaître des écarts importants, qui traduisent des comportements de gestion de portefeuilles bien spécifiques selon les pays. Cette figure 3 peut également révéler les effets d'entraînement déjà mentionnés dans la dynamique étasunienne. Ainsi, pour les premiers stades d'investissement, face à des montants comparativement élevés de fonds, les rendements moyens se révèlent également très importants (effets de taille dans la gestion des portefeuilles), ces performances financières deviennent alors un facteur d'attraction pour de nouveaux placements. Par contraste, dans les placements moins risqués, les États-Unis présentent un niveau moindre de performance (au regard des résultats français et européens), malgré des montants levés bien plus importants (pour approximativement un même niveau de PIB en Europe et aux États-Unis). Comment alors identifier les origines de ces phénomènes ?

Figure 3 **Comparaison en 2012 des TRI (repère de gauche) et de la part dans le PIB des montants appelés (repère de droite), selon l'origine géographique des fonds, et en fonction du stade de l'opération**



### 1-1) Les activités du *venture capitalist*.

Les propos ci-dessus ont permis de préciser l'importance des relations contractuelles sur la structuration de l'activité des opérateurs, dans le cadre du soutien aux petites entreprises innovantes. Ainsi, comme le souligne la figure 1, le gestionnaire de fonds (limited partners) oriente une partie de l'épargne qui lui est confiée vers des investissements à risque, afin de diversifier son portefeuille de titres (et répondre éventuellement à des incitations des pouvoirs publics). Cette partie est alors captée par des investisseurs indépendants (general partners) qui, en plus des fonds mobilisés, fournissent aux entreprises leurs compétences managériales et leurs réseaux industriels, commerciaux, juridiques... Ainsi les fonds d'investissement (fonds de pension, assurances, fonds de fonds), en diversifiant leurs placements auprès d'opérateurs en *venture capital*, misent sur un accroissement des rendements globaux espérés, tout en limitant leur exposition au risque. L'opérateur en *venture capital* collecte des fonds auprès de ces bailleurs, qu'il investit ensuite dans des entreprises innovantes. Les deux types de compétences que conjuguent les *venture capitalists* aux États-unis (financière et managériales) les amènent à se spécialiser dans des activités industrielles ciblées, et à des stades précis d'implication. Les compétences industrielles accumulées par la spécialisation des opérateurs en *venture capital*, créent des synergies avec leurs activités financières, qui rejaillissent sur le rendement global de ces investissements. Ces synergies se révèlent largement atténuées dans le modèle *bank-based*. En effet, la gestion pertinente des informations sur les activités de l'entreprise, comme sur celle de son environnement (industriel, commercial, etc...), permettent au *venture capitalist* d'apprécier précisément les potentialités d'un projet (par sa capacité d'expertise et ses critères de sélection), de suivre

rigoureusement son évolution, et de lui apporter les conseils et les moyens susceptibles d'orienter favorablement son développement. Les implications à tous ces niveaux de l'investisseur contribuent alors à une meilleure évaluation des risques, et à un suivi plus rigoureux de l'entreprise ce qui, *in fine*, permet d'accroître les rendements financiers de l'investissement. L'opérateur en *venture capital* devient ainsi une composante stratégique pour le limited partner dans le cadre d'une gestion globale de ses fonds, cette gestion reposant notamment sur la diversification des portefeuilles. Pour résumer, si le premier niveau d'implication (level 1, sur la figure 1) se construit essentiellement sur le principe de la gestion financière des portefeuilles (diversification dans les placements du limited partner), le second niveau (level 2) repose sur les capacités d'expertise et de gestion du *general partner*. Ces compétences se manifestent alors dès le processus de sélection par le *venture capitalist*, jusqu'à son retrait de la société. La répartition des rôles qui ressort de cette présentation, confère à l'ensemble une réelle efficacité pour le financement des petites entreprises innovantes, à la condition que les relations entre les divers opérateurs s'inscrivent dans un environnement adapté. Cet environnement s'exprime notamment par la nature des formes institutionnelles en charge de la régulation des échanges et, pour les États-unis, les marchés tendent à s'imposer comme forme dominante (*market based*). Dans ce pays et malgré les apparences, les pouvoirs publics influent très largement sur le déroulement du processus, mais en privilégiant généralement des dispositifs incitatifs qui accompagnent des initiatives privées. Les effets de leviers suscités par l'intervention des pouvoirs publics trouvent une excellente illustration dans la mise en place du programme Small Business Investment Company (SBIC) aux États-unis en 1958 (cf. l'encadré). Trois exemples illustrent les modalités d'intervention des pouvoirs publics dans ce pays, en accompagnant les dynamiques générées par les marchés tout en intégrant les contraintes qu'impose le financement des petites entreprises innovantes :

- Ils interviennent financièrement au début du processus mais en limitant leur implication, par une recherche systématique d'effets de leviers et d'une autonomisation financière des organismes publics (cf. le cas du Small Business Administration - SBA - présenté en encadré).
- Les innovations financières accompagnent également le processus, par la mise en place d'outils améliorant la gestion du risque, et notamment au travers de titres mieux adaptés aux contraintes rencontrées par les investisseurs en *venture capital* (titres hybrides ; Cumming and al. (2001), Gompers (1998), Kaplan and al. (2001)).
- Enfin, pour assurer la sortie des opérateurs, et donc pour les inciter à entrer dans le processus, les pouvoirs publics interviennent dans la création et la régulation de marchés *ad hoc* facilitant la négociation des actifs issus des opérations en *venture capital* (IPO).

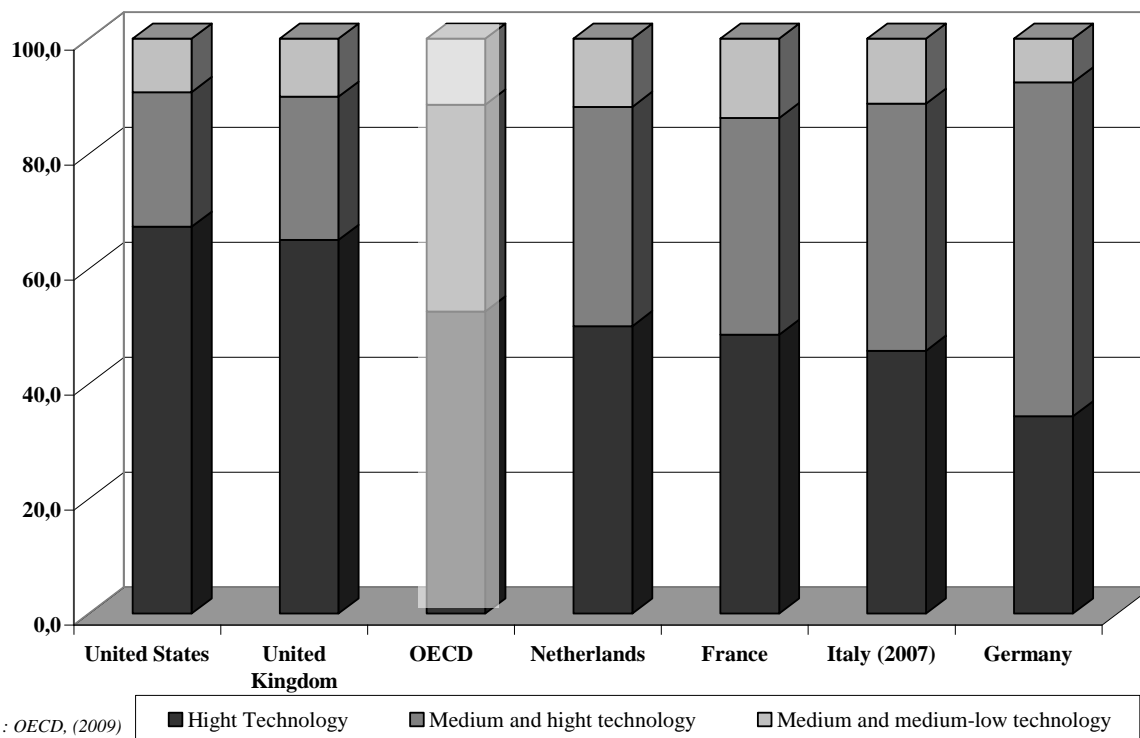
Ces trois exemples illustrent les modalités d'accompagnement des petites entreprises innovantes par des politiques publiques, qui s'appuient sur une régulation par les marchés, en limitant une intervention directe auprès des divers acteurs. Ainsi, les relations contractuelles (qui articulent le niveau 1 et le niveau 2 sur la figure 1) assurent le lien entre les marchés financiers et le financement des petites entreprises innovantes, et cela en posant l'opérateur en *venture capital* comme l'intermédiaire clé entre ces deux types de contrats. Les interventions publiques se réalisent en amont, de concert avec les milieux universitaires (Par exemple, les grands programmes du National Institutes of Health, ou de la National Aeronautics and Space Administration). Les aides plus ciblées vers les petites entreprises innovantes s'appuient souvent sur les dynamiques de marchés (effets de leviers).

### ***1-2) L'implantation des venture capitalists dans le modèle bank based***

En prolongeant cette présentation, il ressort que le rôle prépondérant joué par les marchés aux États-unis dans le financement des petites entreprises innovantes (*market based*), s'oppose à l'implication soutenue du système bancaire et financier (*bank based*) dans de nombreux pays d'Europe continentale. Selon la présentation qui précède, cette distinction (que soulignaient déjà Black et Gilson en 1998) peut être considérée comme la partie émergente d'une partition plus profonde entre des « variétés de capitalisme » (Hall et Soskice ; 2001 ou Hall et Gingerich 2009). La prépondérance d'une régulation par les marchés (*market based*) permet effectivement l'émergence d'une distinction claire entre *limited partner* et *general partner*, distinction sur laquelle reposent les prérogatives du *venture capitalist*. Or, dans un contexte *bank based*, une telle séparation s'estompe fortement et tend même à disparaître par une forme d'intégration verticale menée à partir d'une banque ou d'une compagnie d'assurance. Dans ce cas de figure, la logique financière dans laquelle s'inscrivent ces opérateurs, prend le pas sur la dimension managériale des *venture capitalists*. Or, la gestion efficace des fonds en *venture capital* dans le modèle étasunien repose notamment sur une appréciation du risque qui nécessite le recueil d'informations pertinentes sur l'entreprise ciblée. Par exemple, cette appréciation des risques encourus commence par l'expertise que le *venture capitalist* peut porter sur un projet, elle se poursuit par leur implication dans la gestion des entreprises et les connaissances qu'elle lui permet d'affiner, et peut enfin inclure son savoir-faire dans les négociations de sortie de l'entreprise. A contrario, dans un modèle *bank based*, un investisseur issu d'établissements bancaires ou financier aborde la question du risque de manière plus sensible et souvent plus approximative, et cette perception se conjugue avec une attitude souvent prudentielle qu'adoptent traditionnellement ces investisseurs. La combinaison de ces deux attitudes amène l'opérateur à réduire sensiblement ses engagements dans des opérations trop risquées, pour les reporter sur des investissements en capital plus assurés (capital transmission ou fonds généralistes). Dans ces conditions si, à la rareté des fonds disponibles pour s'investir dans les petites entreprises innovantes, se superpose un retrait des opérateurs en *venture capital* de leur fonction managériale, le modèle de référence (tel qu'il s'exprime aux États-unis par exemple) se voit privé des principaux ingrédients qui contribuent à son efficacité. Dans les pays où domine le modèle *bank based*, l'implication des pouvoirs publics dans le soutien aux entreprises innovantes prend alors deux orientations souvent complémentaires, qui contribuent à pallier les absences révélées précédemment. Une première passe par des incitations fiscale, afin d'orienter l'épargne vers des investissements affectés aux entreprises à fort potentiel de croissance (Fonds Communs de Placement dans l'Innovation - FCPI – ou Fonds d'Investissement de Proximité - FIP -). Une seconde orientation consiste en une intervention souvent directe des pouvoirs publics dans le financement des petites entreprises innovantes (par exemple, les fonds régionaux de capital risque).

**Figure 4**

**La Recherche Développement des entreprises dans le secteur manufacturier classées selon leur intensité technologique, en pourcentage de la DIRDE du secteur manufacturier (2006)**



## 2) Implications sur la dynamique d'innovation

Le contexte *bank based* place donc l'activité du capital-risque dans une situation radicalement différente de celle observée aux États-unis, et ces différences conduisent aux écarts de rentabilité tels qu'ils s'expriment sur la figure 3. La rentabilité soutenue que les investissements en *venture capital* génèrent aux États-unis, justifie l'afflux des fonds vers ce type placement, mais également leur attrait pour un nombre important de *venture capitalists*. Le caractère attractif de ces investissements déborde largement en amont en stimulant une population record de *business-angels*, qui jouent un rôle essentiel dans l'émergence des petites entreprises innovantes. En aval, les différences observées entre les modèles *bank based* et *market based*, se prolongent dans les orientations des investissements industriels en recherche et développement (cf. figure 3) et, par conséquent, dans la nature même des innovations qui en découlent. Les innovations de rupture se concentrant dans les petites entreprises, les régions du monde ayant développé des structures efficaces d'accompagnement (notamment, par des investissements soutenus en *venture capital* dans un contexte *market based*), correspondent également à celles où se développent les investissements dans les hautes technologies.

Pour résumer, les propos qui précèdent permettent d'avancer que la dynamique des opérateurs en *venture capital* dans les pays anglo-saxons se trouve bien à l'origine des écarts observés sur la figure 4, pour ce qui concerne les investissements dans les hautes technologies. La

domination du modèle *bank-based* dans les pays d'Europe continentale, et donc la limitation dans les prérogative des *venture capitalists*, oriente les soutiens vers des opérations moins risquées, et au rendement plus assuré (moyennes et faibles technologies).

### **En guise de conclusion.**

Depuis les années quatre-vingts, à l'instar des modèles anglo-saxons, la régulation par les marchés tend à devenir une référence incontournable dans la mise en œuvre des politiques économiques. Sans revenir sur les présupposés idéologiques que renferment ces politiques publiques, force est de constater que ce mouvement a conduit de nombreux pays à favoriser l'émergence de formes marchandes de régulation, au détriment des modes de coordination qui traditionnellement prévalaient (Amable, Barré, Boyer - 1997 -). Cette tendance implique une transformation progressive des formes institutionnelles dominantes et donc, des modifications structurelles profondes pour les sociétés concernées. Il apparaît ainsi une opposition entre le rythme lent des transformations institutionnelles, et les tempos plus soutenus qu'imposent les politiques publiques. Le financement des petites entreprises innovantes s'inscrit pleinement dans le décalage qui se dessine entre le temps long des changements institutionnels, et celui plus court des retombées attendues des politiques publiques mises en oeuvre. C'est à partir de la disjonction observée dans ces temporalités, que se creuse le fossé séparant les attermoissements du *venture capital* dans le modèle *bank based*, avec l'efficacité relative observée dans le modèle *market based*. Ainsi, les politiques publiques (temps court), telles qu'elles se développent dans de nombreux pays européens, agissent sur des segments étroits et isolés du soutien aux petites entreprises innovantes (fiscalité, fonds publics d'investissement, aides publiques à la création, etc...), dans un environnement (*bank based*) qui ne s'adapte pas assez rapidement pour accompagner ces mesures (et donc en amortit même parfois les effets). Par exemple, une mesure incitative visant à constituer de fonds de capital-risque (FCPI en France par exemple) loin de conduire à l'émergence d'opérateurs en *venture capital* (dans son acception anglo-saxonne), débouche sur la prise en charge de ces fonds par les institutions (banques et compagnies d'assurance) qui structurent déjà le modèle *bank based*. Par conséquent, en l'absence d'une transformation de l'environnement (inscrite dans le temps long), ces interventions publiques confortent généralement la place des institutions bancaires et des compagnies d'assurance, et pérennisent ainsi l'implication directe des pouvoirs publics. Si ces politiques publiques de soutien aux petites entreprises innovantes ne se révèlent pas totalement inopérantes dans de nombreux pays d'Europe continentale, elles ne débouchent pas à l'évidence, sur le développement d'un système de financement des petites entreprises innovantes aussi efficace que dans les pays anglo-saxons. Ces mesures, plutôt que de modifier l'environnement et provoquer un glissement vers un modèle de type *market based*, tendent souvent à renforcer le caractère interventionniste des pouvoirs publics, et par conséquent l'influence des banques ou assurances. Cependant, le modèle *market based* lie inexorablement la dynamique d'innovation aux fluctuations observées sur les marchés financiers. Or, la question de cette dépendance ne remet-elle pas en question l'efficacité d'un modèle qui soumet le financement de l'innovation à l'activité ces marchés ? La chute des investissements dans les petites entreprises innovantes aux États-unis lors des dernières crises financières conforte la pertinence de la question.

## Les Small Business Investment Companies (SBIC)

Les SBIC's, créées en 1958 sont des sociétés privées d'investissement impliquées dans le financement des petites entreprises à fort potentiel de croissance (dont les actifs nets sont inférieurs à 18 millions de Dollars et qui réalisent un bénéfice net ne dépassant pas 6 millions de dollars sur les deux dernières années). Ces sociétés sont placées sous la tutelle de la Small Business Administration (SBA créée en 1953), structure fédérale qui leur accorde une licence, après que le prétendant au statut de SBIC ait levé 5 à 10 millions de dollars de capitaux privés, qui correspond au capital règlementaire imposé. La SBIC devra par la suite maintenir ce niveau de capitaux afin de pouvoir conserver sa licence. Une fois la licence obtenue, les SBIC's ont la possibilité de se financer en émettant des obligations ou des titres de participation, garantis et parfois achetés par la SBA (en versant 3% de la valeur nominale de l'émission puis 1% par an sur le montant de l'endettement restant à rembourser et des titres de participation émis). Enfin, la SBA impose une participation aux bénéfices de la SBIC (autour de 10%). En contre partie, la SBA apporte une garantie aux investisseurs (*limited partner*), qui couvre le principal ainsi que les intérêts. Concernant les titres de participation qui constituent la principale source de financement des SBIC's, pour chaque dollar levé auprès d'investisseurs privés, elle peut obtenir de la SBA 2\$ sous forme de titres de participation. Enfin, la SBA se finance par la négociation sur les marchés les titres ainsi garantis, en proposant aux acquéreurs un taux d'intérêt égal à celui des bons du trésor sur 10 ans, plus une prime en fonction des conditions du marché. De son côté, la SBIC ne peut investir que dans des entreprises de taille réduite et éligibles selon les critères énoncés par la SBA. Ces critères stipulent notamment qu'elles ne peuvent excéder un montant de 18 millions de dollars d'actifs nets et 6 millions de dollars de bénéfices nets, en moyenne pour les deux derniers exercices. Les investissements dans les entreprises se réalisent alors sous diverses formes, prêts, prêts participatifs ou investissements au niveau des fonds propres. Enfin, les fonds publics n'interviennent que de manière limitée puisque la SBA se finance par l'émission d'obligations et, dans ces conditions, les effets de leviers pour les financements publics se révèlent également très importants.

**Depuis sa création (1958), le programme SBIC a financé pour 58,2 milliards de dollars (chiffres 2009), plus de 107 000 petites entreprises. Durant l'année 2009, 11 nouvelles SBIC's ont obtenu une licence amenant leur nombre total à 315 pour 16,8 milliard de dollars de capitaux. En 2010 (SBA - 2011 -) les montants investis s'élevaient à 2 milliards de dollars dans 2455 entreprises (soit en moyenne 834 000 dollars par entreprise) et un tiers de ces fonds ont permis de financer des entreprises âgées de moins de deux ans ; 93% de ces montants sont orientés vers des investissements en capital dans les petites entreprises. A titre de comparaison, pour la même année 2010 (Venture Capital Association - 2011 -), les investissements totaux en venture capital ont atteint 21,8 milliards de dollars aux États-unis permettant de financer 3276 entreprises (soient 6,7 millions de Dollars en moyenne par entreprise). Ces données permettent d'avancer deux remarques qui montrent l'importance des SBIC's dans le modèle étasunien : Elles financent un nombre très important d'entreprises (40% de l'ensemble des entreprises soutenues le sont à partir des SBIC's) ; elles financent des entreprises dont les besoins se révèlent bien moins importants que celles prises en charge par le capital-risque, elles se positionnent donc non pas en concurrence du capital-risque mais bien amont, réduisant ainsi le problème de l'equity gap pour les entreprises concernées.**



**Bibliography :**

- Amable B., Barré R. et Boyer R. [1997] Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation. Economica, Paris
- Amable B. [2003] The diversity of modern capitalism. Oxford University Press
- Black, B. and Gilson R. [1998]. Venture capital and the structure of capital markets: Bank versus stock markets. *Journal of Financial Economics* (47): pp. 243-277.
- Cumming, D., MacIntosh, J., [2001], Venture capital investment duration in Canada and the United States. *Journal of Multinational Financial Management*, 11, pp. 445-463.
- Cumming D., Fleming G., Schwienbacher A. [2006] Legality and venture capital exits. *Journal of corporate finance*. 12 pp. 214-245.
- Cumming D., Johan S. [2007] Preplanned venture capital exits. Working Paper, York University
- Cumming D. [2008] Contracts and Exits in Venture Capital Finance. *The Review of Financials Studies*. Vol 21 No 5 (Sept) pp. 1947-1982.
- Ergungor O.[2004] Market vs bank based financial system: Do right and regulations really matter? *Journal of banking and Finance* Vol. 28, no 12 pp. 2869-2887
- Gompers P. et Lerner J. [2004] « The venture capital cycle » second edition The MIT Press
- Gompers, P. [1998]. An examination of convertible securities in venture capital. Working paper, Harvard Business ol
- Gottschalg O. and Phalippou L. [2009] The performance of private equity funds. *The Review of Financial Studies* 22(4) pp. 1747-1776.
- Hall P., Gingerich D. [2009] Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis *British Journal of Political Science*. Vol 39 Issue 3 pp. 449-482
- Hall P., Soskice D. Eds [2001] Varieties of capitalism; The institutional foundations of comparative advantage. Oxford University Press.
- Hege U., Palomino F., Schwienbacher A. [2009] Venture capital performance: The disparity between Europe and United States. Munich Personal RePEc Archive. February.
- Kaplan S. Strömberg P. [2001] Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring, *American Economic Review*, 91, pp. 416-430.
- Kaplan S. and Stromberg P. [2003]. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies* 70: pp. 281-315.
- Kaplan S. and Stromberg P. [2004] Characteristics, contracts, and actions: evidence from venture capital analyses. *Journal of Finance* Vol. 59:2 pp. 173-206.
- La Porta R. Lopez-de-Silanes F. Shleifer A. and Vishny R. [1998] Law and Finance. *Journal of political Economy*. Vol 106 No 6; pp. 1113-1155.
- La Porta R. Lopez-de-Silanes F. and Shleifer A. [2008] The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Litterature* 46.2 pp. 285-332.
- Lerner J. Schoar A. [2005] Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quartely Journal of Economics* Vol. 120 No 1 Feb.. pp. 223-246.
- Mahoney P. [2001] The common law and economic growth: Hayek might be right. *Jounal of legal studies* Vol. XXX June
- National Venture Capital Association [2011], "Corporate VC Stats as of 12/31/2010 by Year," Arlington, VA
- Pistor K. [2006]. Legal ground rules in coordinated and liberal market economies. In *Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Janan, and the US*, edited by K.J. Hopt et al, Oxford, UK: Oxford University Press.

U.S. Small Business Administration [2011], “SBIC Program Financing to Small Businesses – Fiscal Year 2010: Use of Proceeds by the Financed Businesses,” Washington, DC.

## Documents de Travail Art-Dev :

- 2012-01 Sourisseau JM, Bosc PM, Fréguin-Gresh S, Bélières JF, Bonnal P, Le Coq JF, Anseeuw W, Dury S, 2012. Représenter la diversité des formes familiales de la production agricole. Approches théoriques et empiriques.
- 2012-02 Michel, S., Randriamanampisoa H. La pauvreté multidimensionnelle au prisme du microcrédit.
- 2012-03 Ricci, F. Traps due to negative externalities arising from the uneven spatial distribution of innovative activities.
- 2012-04 Chevalier, P. Quels effets des réglementations nationales dans la programmation LEADER dans l'Union Européenne ?
- 2012-05 Meuriot, V, Analyse critique de l'économétrie des séries temporelles moderne.
- 2013-01 Giordano, T., Multilevel integrated planning and greening of public infrastructure in South Africa
- 2013-02 Meuriot, V, Diallo A.S., A comment on "Liberalization and food price distribution: ARCH-M evidence from Madagascar" (Barrett, 1997)
- 2013-03 Ghiotti, S., Riachi, R., La gestion de l'eau au Liban : une réforme confisquée ?
- 2013-04 Malizard, J., Is There Military Keynesianism? An Evaluation of the Case of France Based on Disaggregated Data.
- 2013-05 Poncet, C., Risque et flexibilité dans la gestion des opérateurs en capital-risque : Réflexions autour des critères d'intervention.
- 2013-06 Poncet, C., Le développement des opérateurs en capital-risque : le poids du contexte institutionnel.

**UMR 5281 ART-Dev** – site Saint-Charles  
rue Henri Serre – 34 090 Montpellier  
tél. : 33 (0)4 67 14 71 07  
artdev@univ-montp3.fr  
<http://recherche.univ-montp3.fr/artdev>

