

---

## Introduction

---

La crise financière puis économique de la fin de la décennie soulève plusieurs questions fondamentales et retient l'attention de la communauté internationale. Les nations doivent faire face à une conjoncture économique hostile, redresser leurs finances publiques et créer les conditions nécessaires à la relance de leurs économies. Le mot « crise » est assimilé à « reprise » et « restructuration » et la période post-crise doit être propice à l'émergence des futurs leviers de croissance durable et structurelle essentiels pour maintenir la compétitivité des nations. Ces relais de croissance sont d'autant plus importants que l'endettement public et privé (dans certains pays) ne permet plus de financer l'activité comme ce fut le cas depuis le début de la décennie.

Les économistes s'accordent sur le principe que l'innovation est la source majeure d'une relance économique fondée sur la valeur ajoutée et non sur l'endettement. La situation actuelle de l'Espagne par rapport à certains de ses voisins européens illustre le rôle joué par l'innovation dans cette éventuelle reprise économique (Artus (2010) [ART 10]). En effet, concentrée sur le secteur de la construction et de l'immobilier, l'économie espagnole a subi d'importantes pertes et un accroissement accéléré du chômage. Ce phénomène est d'autant plus prononcé que le pays affiche une faible croissance potentielle, principalement en raison d'une insuffisance de l'effort d'innovation. En effet, les statistiques comparatives entre l'Allemagne, la France et l'Espagne indiquent que

ce pays n'a pas une politique d'innovation soutenue (voir le tableau 1), augmentant ainsi le risque d'une crise durable sans leviers structurels.

Innovater est ainsi devenu un processus vital dans une économie compétitive qui fait face à une concurrence internationale accrue. Cette activité permet en effet de créer les conditions structurelles nécessaires à une croissance économique saine (et non appuyée sur un levier d'endettement important) et durable.

Année	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Dépenses de recherche et développement</b>								
Allemagne	2,51	2,54	2,53	2,68	2,82	2,80	2,89	2,92
France	2,11	2,11	2,04	2,12	2,27	2,24	2,25	2,26
Espagne	1,12	1,20	1,27	1,35	1,39	1,40	1,36	1,30
<b>Demandes de brevets déposées auprès de l'OEB</b>								
Allemagne	291	291,83	294,6	279,49	283,24	282,64	278,21	276,95
France	133,47	134,23	135,52	135,66	133,68	129,96	128,18	125,77
Espagne	31,4	30,55	30,9	31,23	32,91	31,96	32,56	33,12

Source : la banque mondiale et OECD Stat.

**Tableau 1.** *Dépenses de R&D (en % du PIB) et demandes de brevets déposées auprès de l'OEB par année de priorité au niveau national (par million d'habitants)*

La création d'entreprises innovantes est ainsi une nécessité pour assurer le dynamisme et la croissance économique des pays, notamment occidentaux. Ces firmes participent activement à l'amélioration de la recherche et à la création des nouvelles techniques et technologies en remplacement des industries délocalisées. Elles sont également un vivier d'emplois et leurs réussites sont de vrais stimulus économiques, comme ce fut le cas aux Etats-Unis avec les entreprises de la *Silicon Valley*.

Malgré ce consensus sur le rôle joué par les entreprises innovantes, leur financement reste une problématique majeure. Elles ne peuvent pas avoir recours aux sources de financements traditionnels développées dans la théorie du *pecking order*. L'autofinancement n'est pas suffisant

et les institutions bancaires nécessitent certains critères que ces jeunes entreprises ne possèdent pas. En effet, l'activité innovante des entreprises est particulièrement coûteuse et risquée et le financement par prêt bancaire n'est pas un mode de financement adéquat car ces jeunes entreprises manquent généralement de *cash flows*. Par ailleurs, la nature de la *start-up*<sup>1</sup>, son âge (absence d'historique), ses actifs intangibles et ses *cash-flows* négatifs, font qu'elle dispose de très peu de ressources pour faire face aux garanties exigées par les institutions financières traditionnelles pour le remboursement des prêts et des intérêts. Enfin, ces entreprises ont un risque de défaillance très élevé et ont tendance à injecter la totalité de leurs ressources disponibles dans leur cycle de développement, laissant très peu de liquidités pour le paiement des intérêts.

Le mode de financement approprié est donc une prise de participation dans le capital de ces firmes en contrepartie d'un financement en fonds propres. Ce mécanisme ne correspond pas au procédé classique de la banque traditionnelle, le financement par prêt bancaire. Il nécessite des compétences adéquates pour l'évaluation de projets techniques avec des actifs spécifiques et une forte incertitude par rapport aux rentabilités futures de la société.

Le capital risque s'avère salvateur pour ces entrepreneurs (EN) en recherche de fonds. Cet intermédiaire financier est un investisseur « intelligent » au cœur d'une double relation. Le capital-risqueur (CR) lève des fonds auprès d'investisseurs financiers tels que les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les banques, afin de les investir sous forme de fonds propres dans de jeunes entreprises à fort potentiel de croissance. Cet intermédiaire entre les apporteurs de fonds et les EN répartit l'épargne longue des personnes physiques et des institutionnels vers des entreprises à fort potentiel de croissance. Il est amené à gérer efficacement ses investissements afin d'assurer une rentabilité importante pour ses propres investisseurs et de faciliter ses futures levées

---

1. Tout au long de ce manuscrit, le mot *start-up* fait référence à une entreprise innovante et ne se limite pas uniquement aux entreprises en phase de démarrage.

de fonds. Le CR doit donc prêter une grande attention à la sélection des projets à financer, à leur gestion, ainsi qu'à la date et au moyen de sortie de leur capital. Il a le plus souvent un rôle très actif dans la firme et mobilise ses compétences et ses qualités de bon gestionnaire afin d'accroître la valeur des entreprises affiliées et de réduire les asymétries d'information, caractéristiques de ces jeunes firmes innovantes. Le CR accompagne l'entreprise tout au long de sa période d'investissement en endossant également le rôle d'un conseiller et d'un superviseur ayant pour but d'aider l'entreprise à se développer et à créer de la valeur. Sa principale rémunération provient de la plus-value issue de la vente de sa participation. Il est donc primordial pour le capital-risqueur de réussir ses phases d'investissement, d'accompagnement et de désinvestissement afin de pérenniser son activité et de s'assurer une bonne réputation.

Ce type de financement a été particulièrement mis en lumière durant le boom de la nouvelle économie pendant lequel de nombreuses entreprises ont vu le jour grâce à l'apport des sociétés de capital risque (SCR). Ces dernières ont largement contribué au développement des secteurs de pointe à fort potentiel de croissance comme les biotechnologies et les technologies de l'information et de la communication. Des exemples de ces entreprises ne manquent pas et les plus médiatisées sont certainement Apple, Intel, Lotus, Microsoft, Oracle, Facebook et Genentech. A titre d'exemple, la société de biotechnologie Genentech a reçu pour son premier tour de financement cent mille dollars et a réussi à lever trente-cinq millions de dollars lors de son entrée en Bourse (dans le Nasdaq) quatre ans plus tard. Un projet innovant nécessite ainsi des ressources financières pour qu'il soit créé et développé et les investisseurs doivent être en mesure de prendre davantage de risque par rapport à un investissement dans une entreprise industrielle contre une rémunération potentiellement en conséquence.

Les auteurs s'accordent en effet à dire que le capital risque représente un réel catalyseur pour l'innovation et le développement économique (Sapienza et Gupta (1994) [SAP 94], Kortum et Lerner (2000) [KOR 00], Bottazzi et Da Rin (2002) [BOT 02], Ueda et Hirukawa (2008) [UED 08], Geronikolaou et Papachristou (2012) [GER 12],

Caselli *et al.* (2009) [CAS 09], etc.). Par ailleurs, Sapienza et Gupta (1994) [SAP 94] indiquent que les entreprises soutenues par une SCR jouent un rôle important dans le dynamisme du marché de l'emploi et de l'accroissement de la richesse dans l'économie, tout particulièrement dans les secteurs de haute technologie. Ceci justifie l'attention accordée par les pouvoirs publics pour développer un environnement propice (notamment en termes de politique fiscale<sup>2</sup>) à la création de telles entreprises et au financement par fonds propres.

L'importance du capital risque a incité un nombre grandissant de chercheurs à s'intéresser à ce mode de financement et à comprendre son mode de fonctionnement. Les questions qui en découlent sont multiples et concernent les différents aspects du capital risque, ses relations contractuelles avec les différentes parties concernées et ses différents stades d'intervention. On peut éventuellement se demander comment les entrepreneurs trouvent un financement adéquat qui permet à leur entreprise de se développer sans qu'elle soit affectée par un important endettement. Comment gérer la relation entre l'investisseur et l'équipe dirigeante ? Quels sont les moyens qui permettent une gestion efficace du projet et quelles sont les conditions qui permettent à cette relation tripartite d'être bénéfique pour les différents acteurs ? Comment réussir la séparation ?

Nous présentons dans ce manuscrit le fonctionnement du capital risque en mettant en relief les interactions qui peuvent exister entre les différents acteurs engagés dans le processus d'investissement. Nous abordons en particulier la relation entre l'entreprise à financer et les mécanismes dont dispose le CR pour gérer efficacement cette alliance. Nous mettrons en valeur l'un des mécanismes de gouvernance qui permet de réduire efficacement l'asymétrie d'information entre l'entrepreneur et le CR, à savoir l'investissement séquentiel. Par la suite, nous aborderons les moyens de sortie qui permettent à cet investisseur de se désengager de l'entreprise affiliée et nous focaliserons

---

2. En France, il existe par exemple des réductions d'impôt importantes pour tout investissement dans des fonds de placement dans l'innovation qui peuvent atteindre jusqu'à 25 % des montants investis.

particulièrement notre attention sur l'introduction en Bourse qui, selon un grand nombre de chercheurs, constitue le moyen de sortie privilégié du CR. L'objectif de ce manuscrit est de donner un aperçu global du fonctionnement du CR et de résumer les principales études réalisées sur le sujet.