

Avant-propos

Ce travail analyse le rôle des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances stratégiques sur le marché français du capital-investissement. Après nous être fait une idée de l'importance du phénomène à l'aide des informations nouvelles que nous avons générées par notre propre enquête, nous apportons une explication au phénomène observé. L'analyse théorique se fait sous l'angle de la création de valeur actionnariale, en recourant conjointement aux théories contractuelles et cognitives. Les théories sociologiques des réseaux viennent compléter les principaux arguments de ces deux cadres théoriques. Le modèle explicatif qui en découle est ensuite mis à l'épreuve empirique à l'aide d'une étude multiméthode à visée infirmationniste, combinant une analyse économétrique et une étude de cas multiples. Nos résultats permettent de conclure que les sociétés françaises de capital-investissement jouent un rôle tant intentionnel que non intentionnel dans la formation d'alliances stratégiques pour leurs participations. Ces rôles mettent en avant une intervention tant passive qu'active des sociétés françaises de capital-investissement. Bien que l'argumentation cognitive trouve, dans son ensemble, plus de support que l'argumentation contractuelle, l'analyse fait ressortir l'intérêt de recourir à une utilisation conjointe des théories contractuelles et cognitives qui se révèlent complémentaires.

Les alliances interentreprises comme source d'innovation et la place du capital-investissement

La formation de coopérations sous forme d'alliances stratégiques entre entreprises est source d'innovation et facteur de croissance économique des économies développées. Les alliances sont particulièrement importantes pour le développement des PME, prépondérantes en Europe, dont les ressources internes sont souvent limitées (Schmiemann, Eurostat, 2006).

En France, les PME représentent près de 99,9 % des entreprises (chiffres 2010). Elles emploient 52 % des salariés et réalisent 38 % du chiffre d'affaires, ce qui représente près de la moitié de la valeur ajoutée (49 %) (source : Portail de l'économie et des finances du gouvernement français). La création de PME est en constante augmentation. En 2012, la France enregistre près de 549 976 créations d'entreprises (Note de conjoncture, APCE, la création d'entreprises en France en 2012). Selon la dernière comparaison établie par Eurostat en 2009, la France compte ainsi le plus de créations d'entreprises au sein de l'Union Européenne (figure I.1).

Ces chiffres témoignent de l'importance des politiques et mesures visant le développement des PME pour celui de l'économie (McCahery et Vermeulen, 2010). Plusieurs politiques ont été mises en place pour favoriser la formation d'alliances et le réseautage des PME (Schmiemann, Eurostat, 2006). La politique européenne des *clusters*, tout comme sa déclinaison française, la politique des pôles de compétitivité, lancée en 2004, en constituent des exemples. À l'instar de la *Silicon Valley*¹, elles visent l'interaction entre divers acteurs par la création de milieux adéquats favorisant les échanges intensifs de connaissances et les synergies entre acteurs.

1. La *Silicon Valley* est un pôle d'innovation technologique situé en Californie aux États-Unis.

Elles aident à rassembler, sur un territoire donné, des sociétés de capital-investissement (en général spécialisées dans le capital-risque), des PME, de grands groupes, des établissements de recherche tels que les universités, etc.

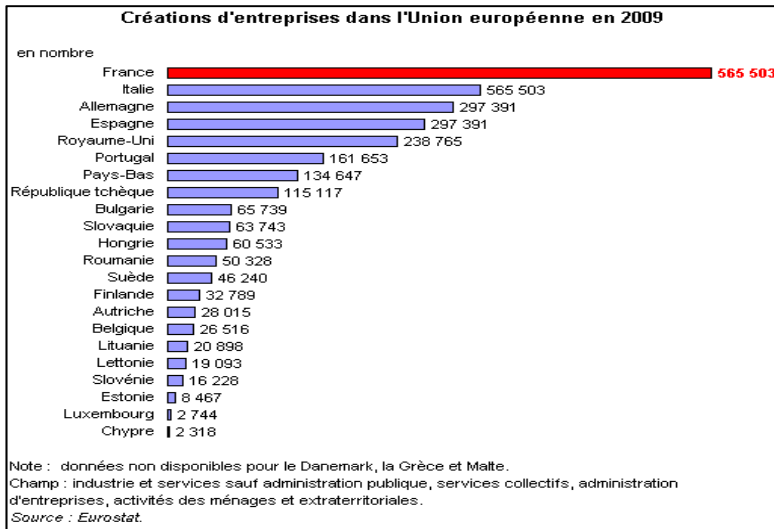


Figure I.1. Créations d'entreprises dans l'Union européenne en 2009
(source : Insee, Eurostat)

Le capital-investissement intervient dans cette thématique du fait qu'il constitue la plus importante source de financement des PME généralement non cotées, et ainsi, de l'innovation. Par nature, les sociétés de capital-investissement sont des investisseurs actifs. Au-delà de l'apport en capital, elles fournissent une assistance managériale aux entreprises accompagnées. McCahery et Vermeulen (2010) soulignent l'importance de l'apport de ces services complémentaires à l'exemple du marché japonais du capital-investissement, dont les performances sont moins élevées qu'aux États-Unis et en Europe. À la différence de ces deux dernières zones géographiques, les sociétés de capital-investissement japonaises restent des investisseurs passifs, se limitant donc à l'apport en capital. Les auteurs indiquent également qu'il existe des signes que les gouvernements ont conscience de l'importance des services autres que financiers apportés par les sociétés de capital-investissement pour le développement des PME et de l'innovation. Après la crise financière, les politiques gouvernementales visant la promotion du domaine du capital-investissement ou, comme cité plus haut, dédiées au réseautage entre les acteurs ont été renforcées dans divers pays (Glachant *et al.*, 2008 ; McCahery et Vermeulen, 2010, p. 13-14), dont la France.

Dans ce travail, nous nous penchons sur les questions suivantes :

- les sociétés de capital-investissement ne peuvent-elles pas jouer elles-mêmes un rôle dans le réseautage, la formation d’alliances pour les entreprises qu’elles accompagnent ?
- en tant qu’investisseurs actifs, apportent-elles aux entreprises accompagnées des services de réseautage en complément de l’assistance managériale, leur fournissant ainsi un terrain idéal à leur développement et à leur croissance externe ?

On peut effectivement constater que les sociétés françaises de capital-investissement, objet de notre étude, déclarent, d’une manière ou d’une autre, s’impliquer dans la formation d’alliances stratégiques pour les entreprises qu’elles accompagnent. Pour exemple, on peut citer Axa PE dans un communiqué de presse en 2009² : « The Caisse de dépôt et placement du Québec and AXA Private Equity have entered into a partnership to better support Québec- and European-based businesses with international development prospects [...] This partnership is fully in keeping with the Axa Private Equity tradition to help the businesses we invest in to develop both industrially and geographically [...] The partnership hopes to address global distribution, supplier search, research and development joint ventures, strategic alliances and international takeovers ». Depuis sa création, il y a plus de 36 ans, une des sociétés de capital-investissement pionnière sur le marché français, Siparex Groupe, se différencie entre autres par la mise en place du Club Siparex en 1982. Ce club a notamment pour vocation de : « Contribuer à la création de valeur dans les participations du groupe par le biais d’échanges et de mises en relations ciblées. » (www.siparex.com/le-club-siparex/). Dans le même esprit, Demeter Partners écrit sur son site Internet : « Le Club Entrepreneurs DEMETER réunit régulièrement depuis 2007 les dirigeants des sociétés du portefeuille DEMETER, avec pour objectifs : [...] de développer des synergies industrielles et commerciales entre les participations des portefeuilles de DEMETER et DEMETER 2 ; de faire profiter les entreprises de notre réseau d’experts et de relations institutionnelles. » (www.demeter-partners.com/fr/club_entrepreneurs-en_bref-52_53.html). Au-delà de ces exemples ciblés, la plupart des sociétés françaises de capital-investissement indiquent mettre leur réseau de contacts à disposition des entreprises accompagnées pour contribuer à la création de valeur de leurs projets.

Au premier regard, cependant, les informations sur de telles pratiques s’arrêtent là. Il n’existe pas d’exemples concrets de formations d’alliances où une ou plusieurs sociétés françaises de capital-investissement seraient impliquées. Ni l’Association

2. www.privateequitywire.co.uk/2009/10/27/caisse-and-axa-private-equity-support-businesses-expanding-abroad.

française des investisseurs en capital (Afic)³, qui regroupe la plupart des sociétés de capital-investissement françaises ou son homologue européen, l'Evca⁴ (*European Venture Capital and Private Equity Association*), ni l'Insee ou encore à une échelle européenne, l'Eurostat, ne recensent de plus amples informations sur ces pratiques. Nous nous pencherons ainsi en second lieu sur la littérature existante.

Enseignements de la littérature

Un examen rapide de la littérature nous enseigne que le phénomène n'est pas nouveau en soi. La formation d'alliances pour de jeunes pousses accompagnées par capital-investissement a été observée principalement dans le domaine de la biotechnologie dans les années 1980-1990, années de l'essor du capital-investissement aux États-Unis. Ont fait l'objet d'études, en général, les alliances entre de jeunes pousses biotechnologiques et des grandes entreprises pharmaceutiques (par exemple : Stuart *et al.*, 1999). De telles études n'analysent cependant pas le rôle direct des sociétés de capital-investissement dans la formation de ces alliances. Les analyses portent, dans l'ensemble, sur l'impact de la présence d'une alliance et, en particulier, la réputation du partenaire à l'alliance, sur le succès de sortie de la jeune pousse. Le succès est alors mesuré, en général, par la rapidité de sortie des sociétés de capital-investissement du capital des entreprises accompagnées ainsi que par le type de sortie. Une sortie rapide par IPO (« Initial Public Offering » correspondant à une entrée en bourse de l'entreprise accompagnée) est considérée comme un indicateur de succès. Plus récemment (années 2000), une littérature en émergence cherche cependant à analyser de façon plus concrète le rôle particulier des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances.

Les travaux existants peuvent ainsi être subdivisés en deux catégories : ceux qui tentent de répondre directement à la question du rôle des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances pour les entreprises accompagnées, et ceux qui posent la question de savoir si les sociétés de capital-investissement, ou les alliances, peuvent être des mécanismes complémentaires ou de substitution au développement des jeunes pousses et à leur accès au financement. L'ensemble des études concernent le plus souvent le domaine du capital-risque, une composante spécifique du spectre du capital-investissement (allant de l'accompagnement des entreprises généralement non cotées, de l'amorçage, au retournement). Les études qui s'intéressent aux sociétés de capital-risque et aux alliances comme mécanismes de substitution ou de complément sont généralement consacrées de surcroît à l'étude des sociétés de capital-risque filiales d'un groupe industriel. L'ensemble des travaux

3. Aujourd'hui, l'association se nomme Association française des investisseurs pour la croissance.

4. Aujourd'hui *Invest Europe*.

empruntent des arguments issus de théories qui s'inscrivent dans le paradigme de l'efficacité. Les théories contractuelles sont majoritairement mobilisées. Quelques travaux mobilisent des arguments issus des théories cognitives de l'entreprise.

Les travaux s'inscrivant dans la première catégorie privilégient deux points :

- le rôle des sociétés de capital-risque dans la formation d'alliances pour les entreprises qu'elles accompagnent ;
- l'impact des alliances créées sur le succès des jeunes pousses qui les forment.

Ainsi, Hsu (2006) analyse dans quelle mesure les jeunes pousses accompagnées par capital-risque forment des alliances commerciales, comparées à un échantillon de jeunes pousses aux caractéristiques similaires (au niveau du stade de développement et de l'environnement dans laquelle elles agissent) mais non accompagnées par capital-risque. Il trouve que, tant la présence d'une société de capital-risque que la réputation de cette dernière a un effet positif sur la formation d'alliances pour les entreprises accompagnées et permet une introduction en bourse plus fréquente. Colombo *et al.* (2006) s'intéressent aux déterminants de la formation d'alliances de jeunes pousses du domaine de la haute technologie. Ils mettent en évidence, notamment, que la présence de sponsors tels que les sociétés de capital-risque, ainsi que leur réputation ont un effet positif sur la formation d'alliances. Lindsey (2002, 2008) avance que la probabilité de formation d'alliances pour des entreprises accompagnées par capital-risque est plus élevée lorsque les partenaires à l'alliance partagent une même société de capital-risque. Il s'agit ainsi d'alliances formées à l'intérieur du portefeuille d'investissement d'une société de capital-risque (une alliance « intraportefeuille » telle que nous la nommerons dans ce travail). De même que Gompers et Xuan (2009), elle avance l'explication que les sociétés de capital-risque sont en mesure de réduire l'intensité des problèmes d'asymétrie informationnelle et l'adoption de comportements non coopératifs entre les futurs partenaires à l'alliance. Wang *et al.* (2012) s'intéressent au point de vue des sociétés de capital-risque. Pour les auteurs, la formation d'alliances permettrait à ces dernières de diminuer les risques associés à un environnement hostile pour leurs participations. Ils trouvent, de plus, qu'elles utilisent la formation d'alliances comme un substitut à l'apport en capital et que la diversité des partenaires en syndication a un impact positif sur le nombre d'alliances formées.

À la deuxième catégorie appartiennent, notamment, les travaux de Ozmel *et al.* (2013), Hoehn-Weiss et LiPuma (2008), ainsi que Dushnitsky et Lavie (2010). Les auteurs étudient dans quelle mesure les sociétés de capital-risque et les partenaires d'alliances constituent des mécanismes complémentaires ou de substitution dans les décisions d'introduction en bourse des entreprises. Il s'agit généralement, dans leurs

études, de sociétés de capital-risque filiales d'un groupe industriel. Ozmel *et al.* (2013) s'intéressent explicitement aux arbitrages que font les jeunes pousses du secteur de la biotechnologie quant au choix de lever des fonds soit par capital-risque, soit *via* des partenaires à des alliances. Dans ce dernier cas, il s'agit généralement de l'affiliation de la jeune pousse à un grand groupe pharmaceutique. L'alliance permet à la jeune pousse d'obtenir des fonds du groupe industriel qui, lui, trouve un intérêt à investir dans la jeune pousse pour des raisons de R&D. Les résultats de l'étude montrent que plus la jeune pousse forme de telles alliances, plus cela accroît la probabilité de former une nouvelle alliance et réduit simultanément la probabilité d'un accompagnement par capital-risque. En revanche, plus la jeune pousse lève des fonds par capital-risque, plus cela accroît tant la probabilité d'une formation d'alliance que celle de lever, à nouveau, des fonds par capital-risque.

Au niveau du succès par sortie en bourse, la formation d'alliances a un impact plus élevé que l'accompagnement par capital-risque. Ainsi, Nicholson *et al.* (2005) montrent que la formation d'alliances pour une jeune pousse du secteur de la biotechnologie peut être perçue comme un signe de qualité par les autres acteurs sur le marché, ce qui peut être une explication au résultat trouvé par Ozmel *et al.* (2013).

Hoen-Weiss et LiPuma (2008) analysent comment le financement par une société de capital-risque filiale d'un groupe industriel, la formation d'alliances et l'interaction entre les deux, influent sur l'internationalisation de la jeune pousse. Le seul fait ayant un lien significatif avec l'internationalisation de la jeune pousse serait l'affiliation au sein d'une alliance avec un grand groupe industriel établi et réputé sur les marchés.

Dushnitsky et Lavie (2010) montrent sur un échantillon de jeunes pousses technologiques que, tant les sociétés de capital-risque que les partenaires à des alliances, peuvent donner accès à des ressources complémentaires. Dans leur échantillon, les investissements en capital-risque augmentent, dans un premier temps, avec la formation d'alliances. Ensuite, ils diminuent.

Chang (2004) analyse l'effet de la présence d'une société de capital-risque (*via* la réputation de celle-ci et des montants des tours de table qu'elle injecte aux entreprises accompagnées) et le réseau d'alliances (*via* le nombre d'alliances formées et réputation des partenaires aux alliances) sur la performance des nouvelles technologies (*Internet startups*), mesurée par le temps de sortie en bourse. Il trouve un effet positif. Stuart *et al.* (1999) avaient également trouvé un lien positif entre l'affiliation de jeunes pousses du secteur de la biotechnologie avec des partenaires réputés (qu'il s'agisse de sociétés de capital-risque réputées ou de partenaires à des alliances réputés) et la rapidité de la sortie et la capitalisation boursière des jeunes pousses au moment de l'IPO.

Sur un plan plus macro-économique, McCahery et Vermeulen (2010) indiquent un changement structurel de l'implication des grands groupes industriels dans le financement de l'innovation suite à la crise financière. Alors qu'auparavant les grands groupes industriels créaient leur propre filiale de capital-investissement, ils formeraient aujourd'hui davantage d'alliances soit avec des sociétés de capital-investissement, soit directement avec des jeunes pousses (McCahery et Vermeulen, 2010, p. 27 sq.). Il s'ensuit, notamment, une implication plus active des groupes industriels dans les processus de sélection des jeunes pousses ou dans les autres décisions en relation avec la jeune pousse. Selon les auteurs, cela peut s'accompagner, pour les jeunes pousses, de problèmes liés à l'opportunisme potentiel de ces grands groupes. Les auteurs posent notamment la question de savoir si les politiques gouvernementales visant la création d'environnements favorables à l'innovation ne devraient pas être révisées afin d'éviter ces problèmes potentiels en renforçant les protections pour les jeunes pousses *a priori* plus vulnérables que les grands groupes industriels. À l'instar de la Silicon Valley, des juristes ou d'autres professionnels pourraient également être impliqués, notamment pour envisager des solutions contractuelles permettant de protéger les jeunes pousses. Les auteurs concluent en proposant des recommandations pour l'intervention gouvernementale afin de préserver à terme une situation de confiance entre les acteurs.

Cette rapide revue de la littérature permet déjà de dresser quelques constats sur les plans théorique, empirique et des modélisations. Sur un plan théorique, on peut retenir que la littérature actuelle mobilise principalement les théories contractuelles. Quelques rares travaux empruntent des arguments issus des théories cognitives. De manière générale, cette littérature met l'accent sur les services additionnels (au-delà de l'apport financier) apportés par les sociétés de capital-investissement aux entreprises qu'elles financent et leur impact sur la création de valeur (par exemple : Lerner, 1995 ; Sapienza *et al.*, 1996 ; Hellmann et Puri, 2002 ; Baum et Silverman, 2004).

Au niveau des modélisations, on peut constater deux principales imprécisions. Premièrement, à l'exception de l'étude de Lindsey (2008, 2002), les auteurs des travaux ne précisent pas si les alliances observées sont formées entre entreprises partageant une même société de capital-risque, si elles sont formées entre entreprises accompagnées par des sociétés de capital-risque différentes ou encore s'il n'y a qu'une partie des entreprises formant l'alliance qui est accompagnée par capital-risque. Or, on peut supposer que le rôle d'une société de capital-risque dans la formation d'alliances diffère si l'alliance est formée au sein de son propre portefeuille d'investissement ou avec des partenaires d'alliances externes. Cette imprécision rend difficile, voire pose des limites à la comparaison des résultats mis en avant par la littérature actuelle.

Deuxièmement, il n'est pas toujours simple de se rendre compte si les travaux s'intéressent au domaine du capital-investissement (*private equity*) ou s'ils restreignent leur étude au spectre du capital-risque (*venture capital*). Même si les termes respectifs figurent dans les études, ils ne sont pas toujours utilisés de façon adéquate. Afin de réellement savoir si les travaux s'intéressent au capital-investissement en général ou à une de ses composantes, il est recommandé d'étudier de plus près l'échantillon sur lequel se base l'étude en question. Malheureusement, même en allant voir le détail de l'échantillon, les études ne sont pas toujours assez claires, par exemple parce qu'elles ne livrent pas d'informations à ce propos. Parfois même, il peut être question de « *venture capital* », donc de capital-risque, alors que l'échantillon comprend en réalité des sociétés de *private equity*, donc des sociétés de capital-investissement qui ne se restreignent justement pas à l'étude des sociétés spécialisées dans l'accompagnement d'entreprises en phase de capital-risque.

Au niveau empirique, la plupart des modèles sont testés au sein du secteur de la biotechnologie ou des nouvelles technologies, et dans un contexte américain. Quelques rares travaux (en général ceux de Colombo) appliquent leur recherche à l'Italie. Enfin, la plupart des travaux semblent s'intéresser au capital-risque et certains restreignent l'analyse aux sociétés de capital-risque filiales d'un groupe industriel ou d'une entreprise (*Corporate Venture Capital*).

Questions générales posées au sein du travail

Au sein de ce travail, nous mesurerons l'ampleur du phénomène en France. Plus précisément, le travail vise à expliquer le rôle des sociétés de capital-investissement françaises dans la formation d'alliances et leur impact sur la création de valeur. Il s'inscrit donc dans la lignée des travaux présentés, mais en s'intéressant à l'ensemble du marché français du capital-investissement. Il ne se restreint pas au domaine du capital-risque. Le problème posé est le suivant.

En partant du postulat que les sociétés de capital-investissement françaises sont impliquées dans la formation d'alliances, nous souhaitons répondre à deux questions majeures :

- *comment* les sociétés de capital-investissement françaises interviennent-elles dans la formation d'alliances pour les entreprises qu'elles accompagnent ?
- quelle est la raison de leur intervention ? Autrement dit, *pourquoi* interviennent-elles dans la formation d'alliances pour les entreprises qu'elles accompagnent ?

Ces questionnements sont analysés sous deux points de vue : celui des PME formant l'alliance en présence d'une société de capital-investissement et celui de

la société de capital-investissement. Par ailleurs, nous distinguons deux types d'alliances : les alliances dites « intra » et les alliances dites « extra ». Les premières concernent tous les types d'alliances formées entre entreprises accompagnées par une même société de capital-investissement. Les alliances sont donc formées à l'intérieur – en « intra » – du portefeuille d'investissement d'une société de capital-investissement. Les secondes concernent des alliances formées entre au moins une entreprise accompagnée par une société de capital-investissement et une entreprise non accompagnée par cette société de capital-investissement. Bien qu'une alliance puisse être formée entre plus de deux entreprises, nos explications se limiteront aux alliances formées entre deux entreprises. Nos propos peuvent cependant évidemment s'appliquer à ces autres cas d'alliances.

Le traitement du problème posé se fait à l'aune de la création de valeur actionnariale. Autrement dit, l'objectif théorique de l'ouvrage est de répondre aux questions générales posées ci-dessus sous l'angle de la création de valeur. Il en découle une troisième question à laquelle nous tentons de répondre au travers des deux premières : par quels leviers les sociétés de capital-investissement interviennent-elles dans la création de valeur qui résulte de la formation d'alliances pour les entreprises qu'elles accompagnent ?

De façon générale, la création de valeur peut passer par deux leviers stratégiques : la réduction des pertes de valeur liées à la présence de coûts stratégiques (de long terme) d'une part, et la création de valeur par la génération de gains stratégiques donc de long terme, source de rentes organisationnelles, d'autre part. Les théories contractuelles permettent une analyse du problème en termes de présence ou non de coûts (de transaction et d'agence). Ces théories sont majoritairement mobilisées dans la littérature présentée plus haut. Elles mettent ainsi en avant les rôles « passifs » des sociétés de capital-investissement en matière de formation d'alliances. Le terme « passif », qui peut sembler trop extrême, est utilisé pour illustrer l'action sur la valeur à travers les leviers de réduction de coûts (de transaction et d'agence), par opposition à une intervention plus « positive » sur la valeur grâce à la création d'opportunités de croissance à laquelle nous associons le terme « actif ». Les théories cognitives, quant à elles, permettent une analyse du problème sous l'angle de la création même de valeur à long terme, c'est-à-dire avec un rôle véritablement « actif ». Elles sont adaptées à l'analyse du second levier et restent relativement peu mobilisées et exploitées par la littérature pouvant être rattachée à notre problème. Elles mettent alors en lumière des rôles actifs, intentionnels – au sens où il y a une véritable intention de créer « activement » de la valeur – des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances. Enfin, nous complétons l'argumentation qui découle de l'analyse du problème sous l'angle des théories contractuelles et cognitives par le recours aux théories sociologiques

des réseaux. La figure I.2 donne un aperçu schématique du problème posé, de son traitement théorique envisagé et de la nature des rôles des sociétés de capital-investissement (« SCI » dans la figure I.2) dans la formation d'alliances stratégiques pour les entreprises qu'elles accompagnent que ce traitement théorique permet de mettre en avant.

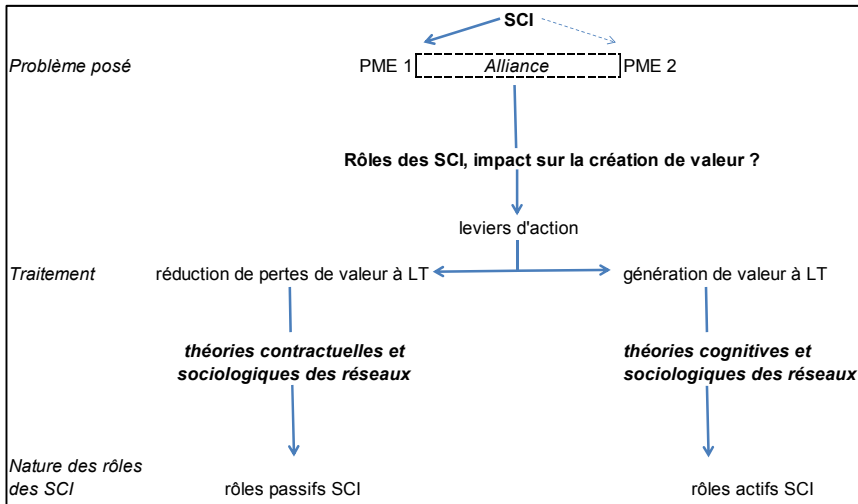


Figure I.2. *Aperçu schématique du problème posé, de son traitement et de la nature des rôles des SCI pouvant ainsi être mis en avant*

L'analyse de notre question de recherche à l'aide des deux approches, contractuelle et cognitive, nous conduit à retenir une définition des alliances stratégiques (définies en section 1.2) assez large, qui permet une analyse tant contractuelle que cognitive. De ce fait, notre analyse s'apparente aux travaux proposant une approche synthétique ou duale (Cohendet et Llerena, 2005) des alliances et coopérations interentreprises (Kogut, 1988 ; Combs et Ketchen, 1999 ; Oerlemans et Meeus, 2001 ; Claude-Gaudillat et Quelin, 2002 ; Heiman et Nickerson, 2002 ; Chen et Chen, 2003).

La mobilisation des différents cadres théoriques permet d'affiner le questionnement général du comment et du pourquoi les sociétés françaises de capital-investissement interviennent dans la formation d'alliances stratégiques pour les entreprises qu'elles accompagnent. Comme nous le verrons dans la partie consacrée à l'analyse théorique de la question (chapitre 2), la mobilisation des théories contractuelles adaptées à l'analyse du premier levier, nous conduit à des questionnements plus concrets :

– les entreprises accompagnées par capital-investissement font-elles face à des coûts lors de la formation d’alliances ?

– si oui, la présence d’une société de capital-investissement permet-elle de les réduire ?

– on peut ensuite se poser la question de savoir si les sociétés de capital-investissement sont les seuls mécanismes pouvant potentiellement réduire les coûts ou s’il en existe d’autres.

Le second levier soulève des interrogations quant à l’intervention des sociétés de capital-investissement dans la création même de la valeur *via* la formation d’alliances. Comme nous le verrons au cours de l’analyse théorique, il s’agit d’étudier si elles interviennent dans la création d’opportunités de croissance ou de compétences et de connaissances nouvelles assurant un avantage compétitif à long terme aux entreprises qu’elles accompagnent.

Du point de vue de la société de capital-investissement se pose enfin la question de son intérêt dans la formation d’alliances. Peut-elle tenter d’extraire des rentes de la formation d’alliances ? Est-ce un service apporté par la société de capital-investissement pour se différencier du marché ou le fait-elle par quête de légitimité sociale ?

L’enjeu empirique de notre étude est triple :

– il s’agit en premier lieu de tester nos hypothèses de recherche découlant de la mobilisation des théories contractuelles et cognitives complétées par les théories sociologiques des réseaux et de comparer le poids relatif des variables issues des différents cadres théoriques au sein d’une même étude ;

– comme nous appliquons notre recherche au domaine du capital-investissement en France, notre étude empirique permet également de voir si les principales conclusions avancées par la littérature actuelle, reposant essentiellement sur des arguments contractuels, se vérifient et se maintiennent en contexte français ;

– enfin, nous tenons à mettre à l’épreuve empirique non seulement le caractère général de nos hypothèses afin de voir si elles valent pour l’ensemble des sociétés françaises de capital-investissement, mais aussi de vérifier la plausibilité des mécanismes qui sous-tendent les liens de causalités avancés.

La méthodologie à laquelle nous avons recours se base ainsi sur une étude multiméthode, combinant une étude de cas multiples et une économétrie.

Notre étude révèle que les sociétés françaises de capital-investissement interviennent dans la formation d'alliances *via* les deux leviers (contractuel et cognitif). Sur un plan managérial, elle permet ainsi de valoriser ce service relationnel que les sociétés françaises de capital-investissement déclarent apporter. Au-delà de ce constat, l'étude apporte une explication au phénomène observé après avoir mis à l'épreuve les mécanismes de causalités sous-tendant ces explications. Les résultats montrent que les sociétés françaises de capital-investissement jouent un rôle tant actif que passif dans la formation d'alliances pour leurs participations. Elles sont ainsi d'une part à la base de la création de valeur qui résulte de la transaction. D'autre part, elles jouent un rôle dans la réduction des pertes de valeur liées à des inefficiences engendrant des coûts comme avancé par la littérature actuelle.

Du point de vue des sociétés de capital-investissement, l'intervention dans la formation d'alliances semble motivée par une volonté de différenciation sur le marché du capital-investissement en apportant un service supplémentaire aux entreprises accompagnées, au-delà de l'assistance managériale et de l'apport de capitaux. Dans le cas spécifique où la société de capital-investissement prend la forme juridique d'une société par actions et qu'elle a dans son capital une région ou l'État, ce type d'investisseur peut également encourager la pratique de formation d'alliances afin de générer des synergies commerciales entre acteurs au sein d'une région. Du point de vue des PME formant les alliances, la présence d'une société de capital-investissement leur permet d'une part de détecter des opportunités de croissance pouvant être mise en œuvre *via* la formation d'alliances. D'autre part, les sociétés de capital-investissement peuvent aider à surmonter des difficultés que rencontrent ces entreprises dans la formation d'alliances. L'étude permet de préciser les modalités d'intervention des sociétés de capital-investissement.

Les résultats de l'étude confortent également le recours conjoint aux théories contractuelles et cognitives pour l'explication du phénomène, bien que l'argumentation cognitive se voie plus fréquemment confirmée dans son ensemble que l'argumentation contractuelle. Enfin, l'étude montre que certains arguments avancés par la littérature ne tiennent pas dans le contexte français.

Plan général du travail

De façon classique, le travail comprend une première partie introductive, une seconde partie consacrée à l'analyse théorique de la question de recherche, une troisième partie qui met à l'épreuve empirique le concept théorique et une conclusion générale. Avant de détailler les différents points, la figure I.3 permet d'illustrer le plan.

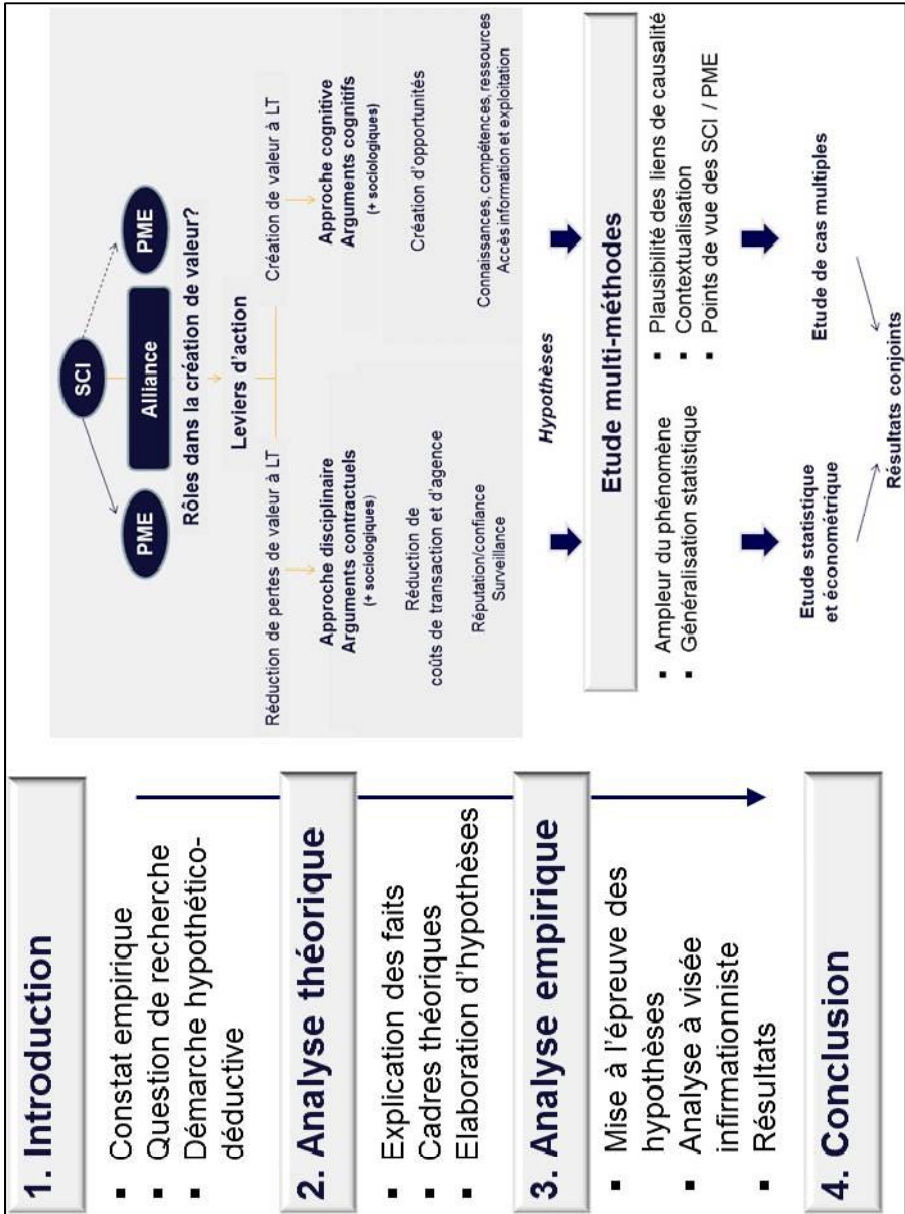


Figure I.3. Aperçu schématique du plan général du travail

Le **chapitre 1** est consacré à l'exposé du problème. Il a pour but d'expliciter les notions de capital-investissement (1.1) et d'alliance stratégique (1.2). La partie destinée au capital-investissement comprend une section consacrée à ses principales caractéristiques (1.1.1). Elle est suivie de la présentation du marché français (1.1.2) qui nous permet de le positionner sur le marché mondial (1.1.2.1) et de présenter les différentes formes de sociétés de capital-investissement (1.1.2.2) ainsi que les différents acteurs (1.1.2.3) qu'on y distingue. Après une présentation de la notion d'alliance stratégique retenue (1.2), nous exposons ensuite l'activité de formation d'alliances stratégiques des sociétés françaises de capital-investissement (1.3). Cette présentation permet de cerner l'importance du phénomène étudié. Y sont présentées les conditions environnementales favorables à la formation d'alliances qui règnent sur le marché français (1.3.1) et les premières données descriptives du phénomène, issues de notre propre enquête (1.3.2).

Le **chapitre 2** porte sur l'analyse théorique de la question posée sous une perspective de création de valeur. Les rôles des sociétés françaises de capital-investissement dans la formation d'alliances sont ainsi étudiés dans le cadre du paradigme de l'efficacité, respectivement à la lumière des théories contractuelles (2.1), des théories cognitives (2.2) et des théories sociologiques des réseaux afin de compléter l'argumentation des deux premiers cadres théoriques mobilisés (2.3). Ces trois parties sont construites sur le même principe. Dans un premier point, nous commençons par présenter les bases nécessaires à la compréhension des théories mobilisées (2.1.1/2.2.1/2.3.1). Après avoir dressé un bilan de cette présentation, la théorie est ensuite appliquée à notre problème (2.1.3/2.2.2/2.3.2).

L'application des théories contractuelles (théorie des coûts de transaction, théorie positive de l'agence) à notre question de recherche (2.1) se fait successivement selon les points de vue des PME et des sociétés de capital-investissement. Ceci nous permet d'une part, de comprendre les difficultés auxquelles font face des entreprises accompagnées par capital-investissement dans la formation d'alliances. D'autre part, cela nous conduit à mettre en avant le rôle des sociétés françaises de capital-investissement dans la résolution des problèmes rencontrés dans une perspective de réduction des pertes de valeur dues à la présence de coûts (de transaction et d'agence). Pourront ainsi être mis en avant les rôles des sociétés de capital-investissement dans l'instauration d'une situation de confiance *ex ante* à la formation de l'alliance et un rôle disciplinaire (ou de façon allégée de conseiller) une fois l'alliance formée. Du point de vue des sociétés de capital-investissement se pose ensuite la question de leurs intérêts propres dans la formation d'alliances pour leurs participations.

Les rôles des sociétés françaises de capital-investissement mis en avant par l'analyse contractuelle restent cependant passifs quant à la formation des alliances. Or, de par leur nature, les sociétés de capital-investissement sont des investisseurs actifs et non passifs. Dans la deuxième section (2.2), la mobilisation des théories cognitives nous permet alors de focaliser notre attention sur les rôles intentionnels des sociétés françaises de capital-investissement dans la formation d'alliances stratégiques pour leurs participations. Nous commençons par présenter les bases théoriques nécessaires à la compréhension de l'argumentation que permettent d'adopter ces théories (2.2.1). L'application de la théorie à notre question de recherche se fait à nouveau selon les points de vue des PME formant l'alliance et des sociétés de capital-investissement (2.2.2). L'analyse permet de mettre en avant les rôles des sociétés de capital-investissement dans la construction d'opportunités de croissance et dans la création de connaissances nouvelles pour les entreprises accompagnées *via* la formation d'alliances. Elles peuvent également jouer un rôle de facilitation des premiers échanges entre futurs partenaires à l'alliance. Du point de vue de la société de capital-investissement, la formation d'alliances peut principalement être vue comme un positionnement stratégique des sociétés de capital-investissement, leur permettant de se différencier sur le marché du capital-investissement. Après un bilan de l'analyse (2.2.3), nous positionnons les théories contractuelles face aux théories cognitives (2.2.4) et discutons de l'utilisation complémentaire de ces cadres théoriques au sein de ce travail (2.2.5).

Dans un troisième point sont ensuite mobilisées les théories sociologiques des réseaux dans le but de compléter l'argumentation contractuelle et cognitive (2.3). Est principalement appliqué le concept de capital social. L'analyse théorique se termine par la proposition d'un modèle explicatif théorique du phénomène étudié (2.4).

Le [chapitre 3](#) vise alors à mettre à l'épreuve ce cadre théorique. Nous commençons par expliciter notre méthodologie qui consiste en une étude multiméthode, comprenant conjointement une étude économétrique et une étude de cas multiples (3.1). S'en suit la mise à l'épreuve du cadre théorique (3.2). L'étude économétrique, basée sur l'exploitation de notre propre enquête par questionnaire, a pour but de mettre à l'épreuve sur le marché français du capital-investissement le caractère général de nos hypothèses de recherche (3.2.1). L'étude de cas multiples à visée infirmationniste permet principalement de vérifier la plausibilité des causalités avancées (3.2.2). Le rapprochement des résultats des deux études permet alors de tirer des conclusions à propos du modèle théorique proposé (3.2.3).

Le travail prend fin par une conclusion générale discutant les limites et les extensions possibles.