



HAL
open science

La syndication des investissements en capital-risque

Adele Mbazoghe Mba

► **To cite this version:**

Adele Mbazoghe Mba. La syndication des investissements en capital-risque. Economies et finances. 2017. hal-03551862

HAL Id: hal-03551862

<https://hal.univ-lorraine.fr/hal-03551862>

Submitted on 2 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université de Nice-Sophia Antipolis

Institut d'Administration des Entreprises

24, Avenue des Diables Bleus – 06357 France

NICE cedex 4

Tél. : +33 4 92 00 11 01 – Fax : +33 4 92 00 11 43

Année universitaire 2016 – 2017

Diplôme

MASTER RECHERCHE EN SCIENCES DE GESTION

**LA SYNDICATION DES INVESTISSEMENTS EN CAPITAL-
RISQUE**

Présenté par : Adele MBAZOGHE MBA

Superviseur à l'IAE:

*Mme WALLISER Elisabeth –
Professeur des Universités*

*Date de soutenance :
Mercredi 07 Juin 2017*

RESUME

L'industrie du capital-risque finance des innovations radicales et prometteuses. Dans le cadre de ce financement, le capital-risqueur met souvent en place des stratégies qui lui permettront d'atteindre les objectifs qu'il s'est fixés ; soit financiers pour les capitaux risqueurs indépendants, soit stratégiques pour les corporate venture capitalist. La stratégie à laquelle nous nous intéressons est la syndication des investissements qui permet à plusieurs capitaux-risqueurs d'investir dans une entreprise. Dans le cadre de notre recherche, il sera question d'analyser l'impact qu'aurait la syndication des corporate venture-capitalist sur les entreprises qu'ils financent. Ce travail aura donc pour objectif de constituer une base de connaissances solides qui justifiera cette question de recherche.

Mots-clés : *Capital-risque-Corporate Venture Capitalist-Syndication-Entreprises financées*

A mes champions, Ron et Wilma. . .

REMERCIEMENTS

J'offre de sincères remerciements à mon directeur de mémoire Professeur WALLISER Elisabeth. Le mérite d'un mémoire revient certes à son auteur, mais également à son encadreur. Dans mon cas, mon directeur a été d'une disponibilité et d'une attention remarquables ; ce qui m'a permis de rédiger ce travail avec beaucoup de sérieux.

Je remercie également l'ensemble des acteurs académiques qui m'ont transmis des connaissances tout au long de cette année. Un merci particulier au Professeur Olivero Bernard pour son suivi et ses remarques encourageantes.

J'adresse enfin des remerciements à ma famille pour le soutien moral et affectif malgré la distance. Merci pour l'écoute, les conseils et surtout les encouragements constants qui m'ont permis de persévérer et toujours me surpasser. Loin des yeux, c'est vrai, mais très près du cœur et pourtant ! Merci à tous.

SIGLES ET ABREVIATIONS

AFIC	Association Française des Investisseurs en Capital
CA	Conseil d'Administration
CVC	Corporate Venture Capitalist
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
GP	General Partner
IPO	Initial Public Offering
IVC	Independent Venture Capitalist
LP	Limited Partner
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
PME	Petites et Moyennes Entreprises
VC	Venture Capital

TABLEAUX ET FIGURES

Tableau 1 :	Les stades de financement du Capital-investissement.....	14
Tableau 2 :	Les différentes approches définitionnelles.....	16
Tableau 3 :	Typologie des CVC.....	34
Tableau 4 :	Synthèse des travaux sur les effets de la syndication sur les entreprises financées.....	44
Figure 1 :	Les différentes fonctions du capital-risqueur.....	20
Figure 2 :	Processus de sélection des projets.....	24
Figure 3 :	Les motivations de la syndication des capitaux-risqueurs.....	37

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE

CHAPITRE 1 : GENERALITES SUR LE CAPITAL-RISQUE

- I. Le concept de capital-risque
- II. L'industrie du capital-risque : Sélection de projet et Mode de sortie

CHAPITRE 2: TYPOLOGIE DES FONDS DE CAPITAL-RISQUE ET STRATEGIE DE SYNDICATION DES INVESTISSEMENTS

- I. Typologie des capitaux-risqueurs
- II. La syndication des investissements

CONCLUSION GENERALE

INTRODUCTION GENERALE

Le capital-risque est un mode de financement qui fournit aux entreprises à fort potentiel de croissance des ressources pour développer leur activité. Ces entreprises sont essentiellement, soit en phase de démarrage soit dans une phase de développement précoce. L'industrie du capital-risque constitue donc un moteur essentiel du développement de l'innovation mais également de la croissance économique d'un pays.

Bon nombre des innovations radicales que nous connaissons aujourd'hui ont été financées par capital-risque ; tel est le cas de Google, Apple, Yahoo ou même Facebook que nous utilisons au quotidien. Les capitaux-risqueurs contribuent au succès de ces entreprises en mettant à leur disposition non seulement des ressources en capital mais également des services supplémentaires qui leur permettront d'assurer leur survie et d'atteindre le succès (Hellman & Puri 2002; Barney et al 1996; Sapienza & Manigart 1996). Ces services supplémentaires sont considérés comme source de valeur pour les entreprises, les capitaux-risqueurs et leur réseau de partenaires.

Toutefois, compte tenu du niveau de risque souvent élevé dans ce type de montage, le capital-risqueur met souvent en place des stratégies qui lui permettent de gérer sinon de diminuer ce risque. L'une des stratégies souvent utilisée est la syndication des investissements qui consiste à une formation d'alliance entre plusieurs capitaux-risqueurs (ou entre un capital-risqueur et d'autres investisseurs) pour investir dans un projet ou une entreprise. Dans la littérature plusieurs travaux ont montré l'importance de la syndication des investissements en capital-risque en plus du partage de risque. Des auteurs ont par exemple avancés que la syndication permettait de faire de meilleurs choix d'investissement (Brander et al 2002 ; Lerner 2004), faciliter le suivi des entreprises financées (Lerner 1995) ou encore de diminuer l'asymétrie d'information (Gompers 1995).

Une autre classe de travaux a étudié l'impact qu'aurait la syndication sur les entreprises du portefeuille des sociétés de capital-risque syndiquées. Ces travaux, pour la plupart avancent que la syndication aurait un effet positif sur la création de la valeur des entreprises (Gompers et Lerner 2004 ; Brander et al 2002 ; Sapienza et al 1994 ; Xuan Tian 2012) mais également sur la performance de ces entreprises (Brander et al 2002 ; Lehmann 2006 ; Giot et Schwienbacher 2007 ; Guler 2007 et Lerner 1994).

Toutefois, dans l'industrie du capital-risque nous retrouvons deux types de profil spécifiques: les capitaux-risqueurs indépendants (Independent Venture Capitalist, IVC) et les capitaux-risqueurs industriels (Corporate Venture Capitalist, CVC). Le premier groupe (IVC) est généralement structuré en société privée cherchant à atteindre des objectifs purement financiers; tandis que le deuxième groupe (CVC) met en avant des objectifs stratégiques (Bower et Christensen, 1995 ; Dushnitsky et Lenox 2006 ; Holger et al 2005) et ensuite les objectifs financiers (dans certains cas). Dans le cadre de cette recherche nous faisons le choix de porter notre attention sur les CVC pour leurs caractéristiques en terme d'objectifs mais également parce-que cette forme de capital-risque connaît ces dernières années un développement remarquable. En France, en 2015, 40% des acteurs du CAC40 disposaient d'une activité en Corporate Venture et en l'espace de quatre ans (entre 2011 et 2015) ce sont plus de soixante-dix structures de Corporate Venture qui ont vu le jour. En 2016, les prises de participation en Corporate ont atteint 590, ce qui représente le double observé en 2015 (295 prises de participation)¹.

En revanche, en matière de stratégie de syndication, les recherches sur l'impact qu'elle pourrait avoir sur les investissements sont quasi-inexistantes en ce qui concerne les CVC. D'ailleurs, dans les travaux susmentionnés, en regardant de près les échantillons utilisés, ils

¹ AFIC, rapport 2016

concernent pour la plupart les IVC. On est donc tenté de se demander quel serait l'impact de la syndication des investissements des CVC sur les entreprises financées ?

Notre objectif sera donc de constituer une base de connaissances solide, allant du capital-risque de façon générale à la stratégie de syndication en particulier, afin de justifier notre problématique. Ce travail enrichira de ce fait littérature par éclaircissement sur les apports de la syndication des CVC sur les entreprises et il permettra également aux praticiens d'avoir des connaissances pertinentes sur le sujet ; ce qui les aidera dans leur décision de syndiquer ou non.

Pour mener à bien cette revue de la littérature, nous avons structuré notre travail en deux grandes parties. La première concernera les généralités sur la notion de capital-risque en partant d'approches définitionnelles jusqu'au mode de fonctionnement de cette industrie. Dans la deuxième partie, nous dresserons une typologie des CVC, profil qui nous intéresse compte tenu de ses spécificités, et nous ferons un état de la littérature sur la question de l'impact de la syndication des investissements en capital-risque sur les entreprises qu'ils financent.

CHAPITRE 1 : GENERALITES SUR LE CAPITAL-RISQUE

Le financement est une ressource majeure pour les PME dans la concrétisation de leurs projets ou encore de leurs activités. Il se présente souvent sous forme de fonds propres ou encore sous forme de financements externes. La mission du capital-risque est de donner la possibilité aux jeunes entrepreneurs d'avoir accès aux fonds qui leur permettraient de développer leur potentiel. Ces entreprises bénéficient non seulement des ressources financières, mais également des compétences managériales des capitaux-risqueurs. Partant de là, il serait intéressant de s'interroger sur le mode de fonctionnement de ce financement.

Ce premier chapitre s'intéressera aux grandes lignes qui constituent la base dans ce type de montage. Nous commencerons par présenter les différentes approches définitionnelles; nous rappellerons ensuite en quoi le capital-risqueur peut être considéré comme un intermédiaire de l'innovation et pour finir nous parlerons de cette industrie à proprement dite.

I. Le concept de capital risque

Le capital-risque n'est pas un mode de financement comme les autres. On sollicite une société de capital-risque lorsque les autres solutions de financement n'interviennent pas compte tenu du niveau de risque trop élevé inhérent au projet ou encore l'absence de garanties personnelles. La notion de capital-risque a été plusieurs fois définie dans la littérature, nous allons en reprendre quelques-unes dans cette partie et nous montrerons également en quoi ce mode de financement peut être considéré comme intermédiaire ou transiteur de l'innovation radicale.

1) Approches définitionnelles

La définition la plus simple de la notion de capital-risque est celle de Hellmann et Puri (2000) qui le considèrent comme étant une sorte d'intermédiation principalement bien ajusté afin de propulser dans un premier lieu la création des entreprises de type innovantes ; et dans un second lieu leur développement.

L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE)² (1996) avance que le capital-risque est le capital déployé par des fonds afin d'investir mais également accompagner les dirigeants des jeunes entreprises non cotées.

Baygan et Freudenberg (2000) vont dans le même sens en définissant le capital-risque comme ce « financement particulier proposé essentiellement aux jeunes entreprises innovantes pour financer leur développement et leur croissance. Ainsi, il doit être à leur disposition sous forme de fonds propres ».

²L'Organisation de Coopération et de Développement Economique est une organisation qui vise l'amélioration du bien-être économique et social partout dans le monde.

L'Association Européenne des Professionnels du Capital-Risque³ le présente comme étant une composante des différents types de financement effectués par ce grand ensemble qu'est le capital-investissement dans le but lancer, développer ou encore étendre une activité. Sachant que le capital-investissement quant à lui est perçu comme un apport en fonds propres pour des entreprises non cotées en bourse.

Dans la littérature, des auteurs ont également abondé dans ce sens en plaçant le capital-risque dans le haut de la chaîne des composantes du capital-investissement (Metrick 2006 ; Chérif 2008 et To Hu 2011).

Toutefois, on pourrait reprocher à ces approches d'être trop larges puisqu'elles ne permettent pas, avec clarté, de faire la différence entre ce mode de financement et les banques ou autres institutions de crédit. En effet, bien qu'elles mettent en évidence que le capital-risque soit une forme de financement sous forme de fonds propres des jeunes entreprises innovantes, elles ne permettent cependant pas de bien comprendre ce qui fait la particularité de ce dernier.

Notons que dans la littérature, le capital-risque et capital-investissement sont parfois considérés comme des synonymes. Les auteurs parlent souvent de *venture capital* (capital-risque) alors que souvent, quand on regarde les échantillons, c'est du *private equity* (capital-investissement) ou un mélange des deux. Pour éviter cette confusion, l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) (2008), précise que le capital-risque est une branche du capital-investissement, dont le financement se fait sous forme d'apports en fonds propres et donc le financeur est tout à fait exposé aux différents risques inhérents au projet ou à l'entreprise dont l'entrepreneur est sans garantie. Ainsi, le financeur prend souvent part au capital de façon minoritaire et durant une période précise et souvent très limitée dans des

³ EVCA en anglais (*European Private Equity and Venture Capital Association*) est une association internationale des acteurs du capital-investissement et du capital-risque en Europe.

projets, bien évidemment, ayant un potentiel de croissance intéressant ainsi qu'une rentabilité prévisionnelle toute aussi intéressante.

Cette approche vient ajouter un élément supplémentaire. Elle met en évidence d'une part, la prise de participation minoritaire, d'autre part la durée limitée mais en plus le type même de projets et/ou d'entreprises auxquels s'intéressent les capitaux-risqueurs c'est-à-dire à fort potentiel de croissance. Cette perception du capital-risque est parfaitement en harmonie avec celle de certains auteurs qui pensent que les différentes ressources mises à la disposition des entreprises et qui sont rassemblées par les sociétés de capital-risque, sont gérées par ces dernières et sur une durée relativement limitée. (Amable, Paillard et Petit, 1999 ; Gompers et Lerner, 2001).

En revanche, Bascha et Walz (2001) proposent une approche un peu plus complète et considèrent le capital-risque comme un mode de financement particulier en ce qu'il prend source sur quatre grandes idées :

- i. Un apport en fonds propres dans des entreprises ayant non seulement un bon potentiel en terme de croissance mais aussi n'étant pas cotées en bourse. Il est à noter que cet apport est souvent minoritaire ;
- ii. Une intermédiation en termes de financement généralement limitée dans la durée ;
- iii. Un suivi très actif tout au long du montage ;
- iv. Des bénéfices effectifs lors de la sortie soit par introduction en bourse ou encore par le rachat des participations par un grand groupe par exemple.

Pourtant, même si cette définition met en évidence plusieurs éléments de ce mode de financement particulier, elle prête cependant à confusion avec le capital-transmission qui est pourtant un segment à part entière du capital-investissement tout comme le capital-risque.

Finalement, dans le cadre de notre recherche, nous privilégierons la notion de capital-risque telle que définie par Bascha et Walz (2001) mais à cela nous ajouterons, pour plus de précision, les préconisations de Paulré (2003) qui propose, pour distinguer le capital-risque du capital-investissement, de tenir compte spécifiquement du stade de développement de l'entreprise à financer ; ce qui permettra de proposer le bon financement selon le besoin de l'entreprise (cf. tableau 1).

Tableau 1 : Les stades de financement du capital investissement

Stades de financement		Objet du financement
<i>Early stage</i> (Capital-risque)	<i>Seed</i> (amorçage)	Financement destiné à une entreprise avant sa création. Apport financier relativement modeste destiné à permettre à un entrepreneur de prouver la valeur de son projet.
	<i>Start-up</i> création/démarrage	Le financement est fourni pour que l'entreprise développe son produit et lance le marketing initial. Celle-ci est en phase de création ou a commencé son activité depuis peu. Elle n'a pas encore commercialisé son produit sur le marché.
	<i>Other early/First stage</i> (premier stade)	L'entreprise a dépensé son capital de départ et a besoin de fonds propres pour lancer la fabrication commerciale et les ventes. Elle ne génère encore aucun profit.
<i>Expansion stage</i>	<i>Second stage</i> (second stade)	L'entreprise est en phase de croissance de sa production et des ventes. Elle ne réalise pas de profit. Il faut financer le besoin en fonds de roulement.

(stade de croissance/développement) ou <i>Later stage</i>	<i>Third-stage</i> (troisième stade)	Les fonds mobilisés servent à l'extension des usines, au marketing, à l'augmentation du fonds de roulement, à l'amélioration éventuelle du produit. L'entreprise a soit atteint le point mort financier, soit est bénéficiaire.
<i>Financement Mezzanine</i>	<i>Bridge stage</i> (stade relais) ou <i>mezzanine</i>	Le financement nécessaire pour l'entreprise qui va être introduite en bourse dans les 6 ou 12 mois à venir. Il est souvent structuré de telle sorte qu'il puisse être remboursé à partir des rentrées générées par l'IPO.
<i>Acquisition/ Buyout/Buyin</i>	Achat secondaire (<i>Secondary transactions</i>)	Permettre l'achat des parts de la compagnie par une autre société de capital-risque ou par d'autres investisseurs. Cela peut survenir lorsque l'équipe de direction change et que les membres de l'ancienne équipe et leurs partenaires ou affiliés cèdent leurs parts. Cette opération peut être associée à un plan de relance prévoyant l'injection de capital pour soutenir la croissance.
	<i>Open-Market Purchase</i>	Financement destiné à acheter sur le marché les titres d'une société cotée. L'opération peut avoir pour objectif de privatiser (c'est-à-dire de retirer de la cote) la société ainsi rachetée.
	Acquisition	Le financement est destiné à permettre l'acquisition d'une autre compagnie.

Source : Bernard Paulré (2003), repris par TO HUY Vu (2010)

Tableau 2 : récapitulatif des différentes approches définitionnelles

Approches	Sources	Valeur ajoutée	Insuffisances
Financement de l'innovation au stade de démarrage ou début de croissance	Hellmann et Puri (2000);Metrick 2006 ; Chérif 2008 ; To Hu 2011; EVCA		Trop larges
Financement de l'innovation des entreprises non cotées	OCDE (1996)	Précision sur le type d'entreprise (non cotées)	
Financement de l'innovation sous forme de fonds propres	Baygan et Freudenberg (2000)	Précision sur le type de financement	
Segment du capital-investissement et financement sous forme de fonds propres, participation minoritaire sur une durée limitée dans des projets à fort potentiel de croissance	AFIC;Amable et al, 1999 ; Gompers et Lerner, 2001)	Courte durée; projet à fort potentiel de croissance.	
Apport minoritaire dans des PME non cotées, durée limitée, suivie active de la participation et rémunération lors de la vente des participations	Bascha et Walz (2001)	Management des entreprises et la sortie	Confusion avec le capital transmission
Stade de développement des entreprises, durée limitée et revente	Paulré (2003)	Définition complète	

Source : *Elaboré à partir des travaux des auteurs*

Les définitions que nous avons considérées dans cette partie ont, toutes, fait ressortir le capital-risque comme étant une mode de financement de l'innovation. Il serait intéressant maintenant de comprendre dans quelle mesure le capital-risqueur stimule l'innovation.

2) Capital-risque comme intermédiaire efficace d'innovation radicale

L'innovation est une rupture endogène des routines pouvant se présenter sous plusieurs formes. Il peut s'agir d'un produit, d'un service, d'un procédé ou même d'un nouveau marché. Elle participe particulièrement au dynamisme de l'économie en favorisant la croissance mais également la création de la valeur (Lorenzi et Villemeur, 2009). Ces auteurs (Lorenzi et Villemeur 2009) ont relevé, dans leurs travaux, plusieurs fonctions qu'occuperait le capital-risqueur et qui font de lui un intermédiaire de l'innovation.

La première fonction a trait à la levée de fonds pour financer l'innovation à proprement dite. En effet, la principale mission du capital-risqueur est de mettre des fonds à la disposition des jeunes entrepreneurs qui souhaitent créer ou développer des entreprises (Gompers et Lerner, 2004). Lors de sa création, l'entrepreneur/entreprise n'a pas d'abord les fonds nécessaires pour faire décoller son activité. Il va donc demander ces ressources financières mais également humaines auprès des capitaux-risqueurs afin de concrétiser son projet. C'est dans cette moindre mesure que l'on peut considérer que dans son activité, le capital-risqueur permet le financement de l'innovation.

Par ailleurs, le capital-risqueur occupe d'autres fonctions dans le processus de transition de l'innovation.

Ceci nous conduit à la deuxième fonction du capital-risque qu'est le choix des investissements innovants qui changent les habitudes de consommation des individus quelque soit le secteur d'activité. Un capital-risqueur finance très peu de projets sur l'ensemble qui lui

est proposé. Aux Etats-Unis par exemple, un entrepreneur ne réussissant pas à trouver les financements nécessaires pour faire naître ou développer son projet ne peut pas assurer la croissance de celui-ci (Hellmann et Puri, 2002). Dans le but d'assurer cette fonction, et donc de ne sélectionner que des projets de type innovant, le capital-risqueur doit s'assurer que les projets qui lui sont soumis ont une technologie de bonne qualité ; qu'ils peuvent intéresser une catégorie de personne mais également que les entrepreneurs ont un minimum de compétences et de qualités leur permettant de mener à bien les activités tout au long de la collaboration (Ferrary, 2006).

Généralement, les capitaux-risqueurs se concentrent soit sur des secteurs précis soit sur un stade précis de l'évolution de l'entreprise ou du projet ; ce qui leur permet d'avoir une certaine habileté dans les rouages du montage. Cette expertise est d'ailleurs l'élément essentiel qui attire les entrepreneurs vers les capitaux-risqueurs.

Ainsi, ces derniers vont pouvoir choisir de façon tacite les projets les plus intéressants et les plus prometteurs. De plus, le simple fait que sur l'ensemble des projets qui se sont développés aux USA, peu nombreux sont ceux qui ont crû sans financement par capital-risque ; cela vient mettre de plus en plus un accent sur l'idée selon laquelle ce type de financement ne s'intéresse qu'à des projets/entreprises ayant un bon potentiel de croissance.

Le capital-risqueur peut par la suite être pris pour référence pour les autres acteurs au sein d'un réseau d'innovation. Quand on parle d'innovation et financement de cette dernière, on ne peut passer sous silence le risque inhérent à cette innovation. Ce risque a souvent un impact sur les différents acteurs prenant part au montage. C'est pourquoi, pour l'amoinrir, les différents intervenants au sein des clusters prennent souvent exemple sur les capitaux-risqueurs.

Partant de là, lorsque les projets obtiennent un financement provenant des capitaux-risqueurs ayant une bonne notoriété et étant considérés comme des références au sein des clusters, ces projets sont tout de suite perçus par les autres acteurs comme étant innovants et dans lesquels ils peuvent accepter de partager les risques (Krishnan, 2011). De façon parallèle, lorsque les capitaux-risqueurs peu prestigieux financent des projets, cela crée une méfiance de la part des autres acteurs à s'engager dans le montage car cela montre que le projet pu attirer l'attention d'un meilleur fonds d'investissement. Finalement, les entreprises ayant des difficultés à se procurer des fonds auprès des capitaux-risqueurs sont des « non grata⁴ » pour les autres acteurs des clusters et supportent donc un niveau d'incertitude très élevé ; ces entreprises sont souvent obligées de chercher d'autres partenaires ailleurs.

Le capital-risque joue par la suite un rôle de mentor au sein de leur portefeuille d'entreprises. En effet, lorsqu'un capital-risqueur accepte de lever des fonds dans un projet ou pour une entreprise, il fait bénéficier à celle-ci son bagage intellectuel et professionnel, ses connaissances. Comme susmentionné, ces connaissances accumulées concernent soit une étape précise du stade de développement de l'entreprise/projet soit un secteur d'activité précis. Par ailleurs, cela pourrait trouver son origine dans le fait que les capitaux-risqueurs sont eux-mêmes d'anciens entrepreneurs ou encore par l'expérience qu'ils acquièrent dans le domaine au fil du temps. De ce fait, en acceptant de financer des entreprises/projets, ils font profiter aux entrepreneurs non seulement leur expertise mais également celle de tout leur réseau de partenaires.

Enfin le capital-risqueur joue le rôle de modérateur avec pour objectif de créer des liens sociaux, encore parle-t-on d'encastrement social. Cet aspect a été abordé dans la littérature et

⁴ Des indésirées

les auteurs en ont souligné la nécessité non seulement afin d'avoir le même niveau d'information mais aussi pour la bonne harmonie des acteurs (Ferrary, 2003; Granovetter, 2005). En créant des liens sociaux, les acteurs participent de cette manière, d'une part à la création d'entreprises innovantes et d'autre part au développement de celles-ci. Ainsi, un entrepreneur n'appartenant pas à un cluster bien précis sera confronté à un problème de financement. Autrement dit, il aura beaucoup de mal à accéder non seulement aux fonds de ce cluster mais également à toute l'expertise de ses acteurs. C'est donc dans ce sens que le capital-risqueur crée ou propulse les liens sociaux entre d'un côté les jeunes entrepreneurs et d'un autre côté les différents appartenant au cluster d'innovation.

Figure 1 : Les différentes fonctions du capital risque



Source : *Elaboré à partir des travaux des auteurs*

II. L'industrie du capital-risque : Sélection de projet et Mode de sortie

Le marché du capital-risque ne fonctionne comme le marché bancaire. Ce mode de financement a des spécificités qui lui sont propres et qui font sa particularité. Dans cette partie, nous analysons les éléments tournant autour de la sélection d'un investissement en capital-risque mais également le mode de sortie des capitaux-risqueurs.

1) La sélection du projet

Les fonds de capital-risque sont généralisés spécialisés dans un domaine précis ou encore dans un stade de développement particulier. Dans ce type de montage très peu de projet sur l'ensemble soumis reçoivent des financements car sélectionner des projets avec une rentabilité future élevée est une tâche rude.

Les travaux ayant abordé la question de la sélection de projets sont assez vieux. Amit et al (1990) par exemple se sont intéressés à l'incertitude ex ante des capitaux-risqueurs sur la pertinence des projets mais également les capacités des entrepreneurs. Dans leur étude, ils ont modélisé les différents problèmes inhérents à la sélection adverse (le fait d'obtenir des résultats contraires à ceux prévus compte tenu de l'asymétrie d'information). Leurs résultats avancent que les capitaux-risqueurs ne sont pas réellement en mesure de faire une différence entre les bons et les mauvais projets et par conséquent, ils n'offrent pas des conditions assez favorables pour que les bons projets bénéficient de leur financement.

Dans la continuité de ce modèle, un élément qui atteste, soit des compétences de l'entrepreneur (un diplôme ou encore un plan d'affaire très bien structuré) soit de son assurance dans la réussite du projet (en acceptant par exemple de prendre à sa charge les conséquences si l'entreprise fait de mauvaises performances), peut diminuer les problèmes de sélection adverse. Cet élément va permettre à l'entrepreneur de se distinguer des autres et cela va stimuler plus d'intérêt à son projet qu'aux autres. Toutefois, on pourrait remettre en

question ce modèle dans la mesure où après une due diligence, les capitaux-risqueurs sont assurément capables, dans une certaine mesure, de repérer les projets prometteurs et de les distinguer de ceux moins innovants.

Une deuxième modélisation a été faite dans la littérature par Berglund et Johansson (1999) sur le processus de sélection des projets. Ils ont cherché à comprendre pourquoi les capitaux-risqueurs s'intéressent le plus souvent à des projets qui sont à un niveau de développement un peu avancé plutôt qu'à ceux étant des stades très précoces. Leurs conclusions mettent en lumière que les entrepreneurs sont souvent réticents quant à solliciter un capital-risqueur au stade de démarrage par exemple car ils occupent une position de faiblesse en terme de négociation. Ils craignent que les capitaux-risqueurs volent leur idée. C'est pourquoi elles ont tendance à solliciter des financements lorsque cette capacité à négocier leur semble plus confortable et ce par l'obtention d'un brevet de protection par exemple.

Par ailleurs, l'étude de Fried et Hisrich (1994) a été très riche sur le processus de sélection des investissements en capital-risque. Ainsi, sur un échantillon de dix-huit sociétés de capital-risque, ils ont énuméré les différentes phases du processus et les indicateurs pris en compte pour chaque phase.

Il ressort donc de leur étude que le processus de sélection de projets se fait en six étapes. La première est l'origination qui est un processus pendant lequel l'entrepreneur fournit des documents financiers et autres informations financières au capital-risqueur qu'il sollicite. La deuxième étape, s'il n'y a pas de rejet, concerne des éléments spécifiques à chaque société de capital-risque. En effet, chaque capital-risqueur a des critères qui lui sont propres notamment le secteur d'activité, la situation géographique et aussi le stade de développement de l'entreprise ou du projet. Durant cette phase, les capitaux-risqueurs font un filtre et élimine

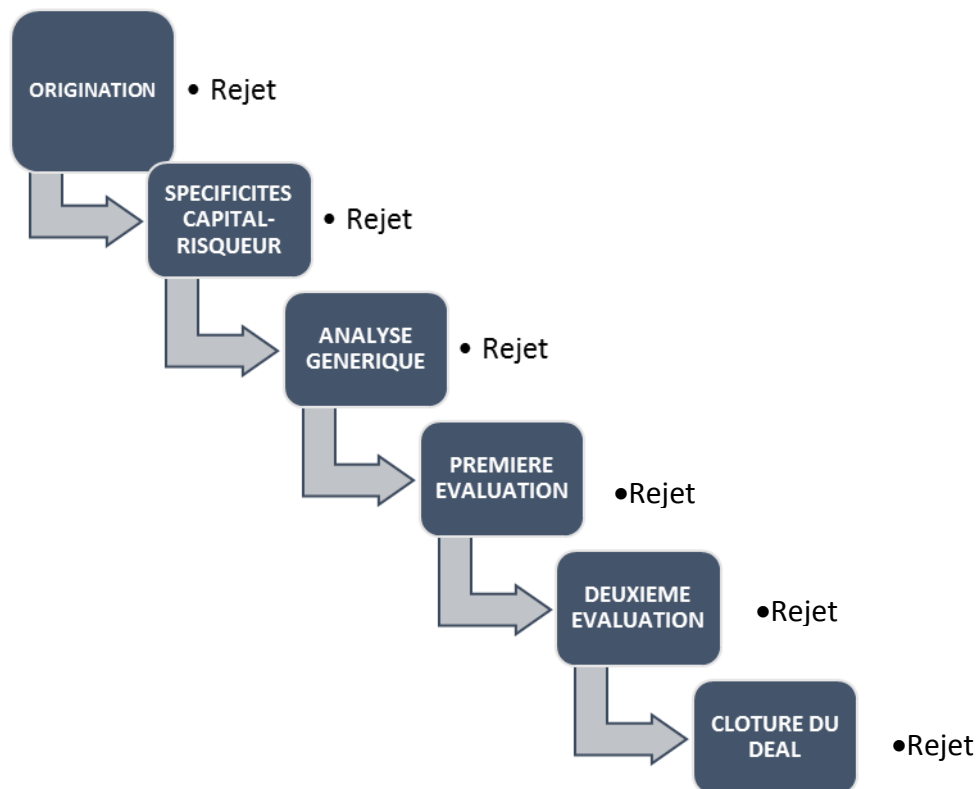
les projets qui ne remplissent ces critères. Ils peuvent toutefois, et dans une moindre mesure, jeter un regard superficiel dans le business plan mais sans y effectuer d'analyse.

Ensuite, les capitaux-risqueurs font une analyse générique qui va leur permettre, sans étude approfondie de rejeter les projets qui ne satisfont pas à leurs critères génériques. Cette analyse se fait sur la base d'une lecture du business plan et de toute information supplémentaire que détiendrait le capital-risqueur concernant le projet soumis.

La quatrième étape concerne la première évaluation du projet. Elle débute généralement avec des tables rondes entre les capitaux-risqueurs et les entrepreneurs afin d'évaluer le projet et ce par une meilleure compréhension de celui-ci. C'est aussi durant ces discussions qu'ils évaluent les atouts de l'entrepreneur. Après cette étape une deuxième évaluation commence avec pour objectif non plus de déterminer si le projet est porteur mais plutôt de réfléchir sur les potentiels obstacles qu'ils peuvent rencontrer et comment les contourner. Enfin, la dernière phase est celle de la clôture du « deal ». Il s'agit ici de finaliser les détails de la structure et signer les derniers documents.

Tout compte fait, la sélection de projets est un processus complexe pour le capital-risqueur qui implique un examen approfondi du projet mais également de l'entrepreneur. Dans la partie suivante nous donnerons des détails sur le processus d'investissement à proprement dit.

Figure 2 : Processus de sélection de projet



Source : *Elaboré à partir des travaux des auteurs*

2) La sortie

Les investissements sont particuliers. Compte tenu du niveau de risque, d'incertitude élevée et compte tenu de l'asymétrie d'information, les capitaux-risqueurs contrôlent constamment les entreprises dans lesquelles ils investissent. Durant le processus d'investissement, le capital-risqueur par son réseau de collaboration peut aider l'entreprise à trouver des partenaires de toute nature que ce soit. En mettant son expérience à la disposition de l'entreprise, elle lui donne ainsi la possibilité de concourir au succès de l'activité et ce par une participation aux prises de décisions stratégiques financières mais également organisationnelles (Gompers 1995).

En revanche, la durée du montage d'un investissement en capital-risque est souvent limitée et généralement comprise entre trois et sept ans (Barry 1994). A la fin de cette période les capitaux-risqueurs souhaitent récupérer le capital investi majorée d'une prime. Plusieurs modes de sortie sont souvent utilisées dans ce type de montage mais il y a 2 principaux qui sont le plus mis en avant :

- l'Initial Public Offering (Offre Publique Initiale) qui est un moyen par lequel l'investisseur vend pour la première fois au grand public ses actions et ce, sur le marché financier. C'est l'un des modes de sortie les plus utilisées dans la mesure où il permet au capital-risqueur de réaliser des rendements élevés.
- Le rachat des participations par une autre société qui exerce dans le même secteur d'activité de l'entreprise. cette méthode est intéressante car elle permet au capital-risqueur de sortir immédiatement et complètement de l'entreprise.

En outre, Bascha et Walz (2001) avancent qu'il arrive souvent que le capital-risqueur et l'entrepreneur ne s'accordent pas sur le mode de sortie à adopter. Dans leur modèle théorique ils ont comparé les deux principaux modes de sortie susmentionnés. Ils avancent dans leur conclusion que l'IPO serait préférable au rachat de participations lorsque l'entreprise a une bonne valeur au moment de la sortie et le rachat dans le cas contraire pour des raisons de réputation.

De plus, Black et Gilson (1998) soulignent dans une de leur étude que le mode de sortie est très important pour un capital-risqueur car il détermine le niveau de rémunération de ce dernier. Ils mettent également en lumière que l'introduction en bourse est avantageuse non seulement pour le capital-risqueur mais aussi pour l'entrepreneur dans la mesure où elle permet à ce dernier de reprendre le contrôle sur son entreprise.

Cumming et MacIntosh (2000) démontre dans leur étude empirique que le mode de sortie des capitaux-risqueurs dépend de plusieurs facteurs notamment de la valeur de l'entreprise qui passe par la valeur de ses actifs et dépend également de la durée de l'investissement. Ils concluent que les IPO sont généralement utilisées le plus souvent lorsqu'on est face à une entreprise de bonne valeur.

Finalement, les travaux dans la littérature concernant les modes de sortie s'appuient beaucoup sur les IPO et traite principalement du marché américain de capital-risque dans lequel ce mode de sortie est le plus utilisé.

CHAPITRE 2: TYPOLOGIE DES FONDS DE CAPITAL-RISQUE ET STRATEGIE DE SYNDICATION DES INVESTISSEMENTS

Le rôle de l'innovation en tant qu'élément essentiel au développement des tissus économiques a été plusieurs fois abordé depuis Schumpeter en 1912. Le capital-risque pour sa part est le mode de financement par excellence pour mener à bien et accompagner les innovations.

Dans ce concept même de capital-risque nous avons distingué deux principaux profils ou types de capitaux-risqueurs ; d'une part, nous avons les capitaux-risqueurs indépendants ou Independent venture capitalist (IVC) et d'autre part les capitaux-risqueurs industriels généralement appelé Corporate venture capitalist (CVC). Les capitaux-risqueurs de type IVC sont les plus dominants notamment aux Etats-Unis. Leurs entreprises sont souvent structurées telles des sociétés de management qui doivent gérer dans leur portefeuille plusieurs masses de capitaux fournis par des investisseurs institutionnels et individuels. Les CVC par-contre sont structurées comme des véhicules d'investissement. La société mère fournit le capital et a une influence considérable sur les décisions stratégiques et de gestion des différents investisseurs. Ces deux types de profil de capital-risque sont particulièrement différents l'un de l'autre de par les objectifs poursuivis, l'horizon d'investissement ou même leurs compétences (Bottazi et al 2008). Quoiqu'il en soit, il arrive souvent que l'un ou l'autre ait recours à la syndication des investissements pour diverses raisons. Dans le cadre de notre recherche nous nous intéresserons à la syndication des investissements des CVC et son impact sur les entreprises de leur portefeuille.

Pour ce faire et pour justifier, sur la base de travaux de différents auteurs, cet intérêt pour les CVC, nous dresserons tout d'abord une typologie de ce type de capitaux risqués et ensuite nous ferons un état des connaissances sur l'impact de la syndication des investissements sur les entreprises.

I. Typologie des capitaux-risqués

En 2010, l'entreprise Toyota a pris des parts dans Tesla Motors, (constructeur automobile de voitures durables) à hauteur de 50 millions de dollars, et cela lui a permis d'avoir accès aux différents mécanismes de conception et de contrôle des batteries Tesla ; ces systèmes de conception étant l'outil qu'utilisait l'entreprise pour développer les meilleures voitures électriques. Tesla quant à lui a pu profiter du processus de fabrication et de vente de Toyota et a également gagné en crédibilité. Telle est le mode opératoire des CVC lorsqu'ils prennent des parts dans une entreprise.

A partir du moment où ils possèdent des parts dans cette entreprise, ils deviennent les principaux dirigeants de cette dernière. A la différence des capitaux risqués indépendants, les CVC ne visent pas uniquement un objectif financier mais visent surtout des objectifs stratégiques, ce qui explique aisément le fait qu'ils sont moins rigoureux sur le business plan présenté par l'entrepreneur.

Dans cette partie nous développerons donc ces objectifs à la fois financiers et surtout stratégiques poursuivies par les capitaux risqués et nous présenterons également les différentes formes de CVC d'autant plus que d'un CVC à un autre, les objectifs poursuivis ne sont pas forcément les mêmes. Ces éléments nous permettront finalement de faire une typologie selon ces deux critères.

1) Motivations des Coporate Venture Capitalist

Développer une opération qui serait favorable pour l'entreprise et pour l'ensemble des parties : tel est l'objectif général poursuivi par n'importe quel investisseur et entrepreneur. Partant de cet objectif général, il existe d'autres motivations spécifiques recherchées par les CVC en matière d'innovation tant sur un point de vue financier que stratégique.

La principale idée derrière cette notion d'innovation est pour les CVC de surveiller les activités technologiques intéressantes en dehors de l'entreprise (Holger et al 2005). On pourrait donc dire que la réalisation de l'innovation constituerait l'objectif stratégique le plus important des CVC. Ceci ne va pas en contradiction avec les travaux dans la littérature qui avancent que la rentabilité du portefeuille aurait une influence sur la valeur stratégique des CVC (Sykes 1990) ou encore que les CVC définissent la rentabilité financière comme étant un objectif important (Siegel et al 1988). En revanche, le fait d'atteindre leurs objectifs stratégiques pourrait aller ensemble avec une réalisation de rendements financiers intéressants car tous les objectifs stratégiques poursuivis par les CVC, à la longue, produisent de bons résultats financiers notamment un bon retour sur investissement.

Ainsi, compte tenu donc des objectifs stratégiques poursuivis en plus des objectifs purement financiers, les CVC fonctionnent différemment des capitaux-risqueurs traditionnels. Leur prise de décision d'investissement se détermine par le potentiel qu'ont ces innovations et qui leur permettront d'atteindre les objectifs stratégiques tels le transfert de technologie ou encore l'acquisition d'innovation. Nous allons donc examiner avec beaucoup plus de détails les différentes motivations des CVC.

La première motivation technologique des CVC est d'assurer une veille de marché. Autrement dit, ils surveillent l'émergence de nouvelles technologies qui constitueraient de

bonnes opportunités de croissance future pour leur société. En effet, avec uniquement leurs activités de recherche et développement, même les grands groupes ne peuvent pas capter tous les développements technologiques qui émergent pouvant influencer leur activité ou même présenter de bonnes opportunités. Ainsi, en investissant dans les startups innovantes, les CVC ont accès aux nouvelles technologies sans pourtant utiliser leurs propres ressources en recherche et développement (Gompers et Lerner 1998).

Allant dans le sens de la recherche et développement, une deuxième motivation stratégique sera d'accroître son efficacité interne (Bower et Christensen, 1995). Cette efficacité pourrait résulter par exemple des synergies technologiques créées entre la startup et la société mère, en particulier dans le cas de technologies complémentaires. Cependant, pour des technologies substitutives, il peut arriver qu'une meilleure technologie de la startup rendent obsolètes les ressources en recherche et développement de la société mère ; ce qui peut même créer des conflits d'intérêts.

La troisième motivation stratégique pour les CVC est d'avoir accès à des experts hautement qualifiés en technologie, qui font de la recherche dans les startups et qui maîtrisent avec beaucoup d'aisance leur domaine de recherche (Hardymon et al 1983). Ces experts ne souhaitent pas souvent travailler dans des sociétés car ils estiment que cela inhiberait leur créativité. Le *Corporate Venture* serait donc un moyen efficace d'attirer ces chercheurs et experts hautement qualifiés qui, autrement ne seraient pas accessibles pour plusieurs sociétés.

Ces trois éléments constituent donc les principales composantes des objectifs stratégiques poursuivis par les CVC en dehors de ceux purement financiers. Il serait maintenant intéressant d'analyser les différents types de *Corporate* identifiés dans la littérature afin de dresser une bonne typologie.

2) Types de Corporate Venture Capitalist

Le CVC apparaît aux USA vers la fin des années 30 et devient très rapidement l'un des modes de financement de l'innovation les plus répandus. Depuis bien des années, les grandes entreprises sont attirées par les investissements en capital-risque ; motivées par un désir profond d'accéder aux nouvelles techniques et technologies et ce pour des raisons pour des raisons stratégiques parfois plus que financières. Ces objectifs stratégiques se traduisent par plusieurs aspects ; par exemple le fait de trouver et révéler des tendances émergentes dans le marché (Dushnitsky et Lenox 2006), assurer une veille technologique (Dushnitsky et Lenox 2006) en ce sens que par ces investissements ils suivent de près les innovations technologiques et cela leur permet dans une moindre mesure de limiter leur dépenses en recherche et développement ou encore renforcer l'écosystème des startups (Gompers 2002).

Plus souvent, ces objectifs stratégiques l'emportent sur des objectifs purement financiers. Cependant, il arrive souvent qu'à cause de ces objectifs stratégiques certains investisseurs considèrent ces grands groupes comme insensibles à l'évaluation c'est-à-dire qu'ils veulent investir dans les meilleures entreprises sans vraiment tenir compte de l'évaluation de ces dernières durant les stages les plus précoces de développement. Cette situation fait souvent en sorte qu'il arrive que des sociétés investissent dans des entreprises qui ont été considérablement surévalués rendant ainsi difficile pour les investisseurs l'atteinte des objectifs financiers (Gompers 2002). Par conséquent de nombreux investisseurs ont conclu qu'il n'est pas possible d'investir dans des entreprises ayant une technologie de pointe et atteindre en même temps les objectifs stratégiques et financiers.

Partant de ce constat, les entreprises se présentent sous plusieurs formes pour atteindre leurs objectifs tant stratégiques que financiers nonobstant les quelques limites que ces différentes formes peuvent avoir. Elles se présentent donc en :

- Groupes internes de *Corporate venture* : certaines sociétés ont créé des groupes de *Corporate venture* en interne avec d'autres investisseurs afin de suivre de près et analyser les opportunités en capital-risque et d'y investir. La principale limite de cette forme de *Corporate venture* se trouve dans le fait que les flux d'opérations de ces groupes sont limités aux entreprises qui les sollicitent. Les entrepreneurs sont souvent limités par ces structures car bien qu'ils bénéficient de l'expertise du groupe, ils se retrouvent souvent forcés à partager une majeure partie de leurs ressources (Gompers 2002). De plus, les entrepreneurs novices sont souvent très préoccupés par la protection de leur propriété intellectuelle ce qui les emmène souvent à éviter des collaborations qui pourraient leur faire perdre leur place et la sentir menacée.
- Fonds d'investissement interne : les CVC se réunissent avec d'autres fonds qu'ils soient privés ou public, collaborent et créent ensemble un fonds d'investissement commun qui permettra non seulement d'atteindre leurs objectifs stratégiques mais également les objectifs financiers (Dushnitsky et Lenox 2006). Cette forme de CVC trouve sa principale limite dans le fait que généralement certains partenaires limitent leurs efforts et laissent souvent toute la charge aux autres partenaires du fonds (Kaplan et Strömberg 2004). Aussi, ils peuvent se heurter à des problèmes de coordination par rapport au management du fonds et donc aux différentes prises de décisions. Enfin, cela peut engendrer des conflits d'intérêts dans la mesure où tous les associés n'ont pas forcément les mêmes attentes.

- Fonds d'investissement externes: d'autres CVC placent leurs ressources en capital dans un fonds d'investissement qui est complètement externe à la *corporate venture* (Gompers 2002). Cette forme de *corporate venture* pose un problème de confiance car les entrepreneurs ont souvent beaucoup de mal à se sentir totalement à l'aise au moment de créer des alliances avec la société de *corporate venture* qui parraine le fonds d'investissement. Et étant donné que ces CVC ne peuvent se servir que des fonds d'investissement externes dans lesquels ils ont placé leurs capitaux pour attirer les jeunes entrepreneurs, ils ne peuvent donc pas allouer les actifs dans des secteurs industriels qui ne font pas partie des activités de leurs entreprises. Or, la diversification par des placements collectifs pourrait conduire à une meilleure gestion des risques mais surtout à des retours financiers plus importants.
- Limited Partner dans un fonds d'investissement : un *Limited Partner* (LP) dans un fonds d'investissement est cet/ces associé(s) qui apporte(nt) la plus grosse part du financement. On les distingue des *General Partner* (GP) qui, eux, détiennent les pouvoirs de gestions. Ainsi, certains fonds de capital-risque donnent la possibilité aux CVC de devenir des LP et donc avoir des responsabilités limitées et de faire des investissements diversifiés dans des entreprises innovantes (Gompers 2002). Généralement, les gestionnaires de ces fonds de capital-risque sont souvent très réticents à impliquer les CVC dans des investissements à un niveau de développement précoce. Au lieu de cela, ils les incorporent souvent dans des investissements à des stades avancés pour des responsabilités moindres dans des investissements étant plutôt bien évalués et donc prometteurs. En revanche, ces sociétés de capital-risque ne permettront pas aux CVC d'atteindre leurs objectifs stratégiques car ayant des responsabilités limitées, ils ne pourront pas avoir des rapports directs avec les

entrepreneurs. Leur flux d'informations dépendra donc entièrement de la bienveillance des capitaux-risqueurs.

Tableau 3 : Typologie des CVC

Type de CVC	Détails de l'investissement	Objectifs	Limites
Groupes internes de Corporate venture	Département au sein de la Corporate venture chargé de suivre et investir dans les innovations	Stratégiques et financiers	Investissements limités
Fonds d'investissement interne	Collaboration avec d'autres fonds et création d'un fonds d'investissement commun	Stratégiques et financiers	Problème de coordination dans la gestion et conflits d'intérêts
Fonds d'investissement externes	Placement des ressources dans un fonds d'investissement de capital-risque externe	Financiers	Pas d'avantages stratégiques
Limited Partner	Associés dans des fonds de capital-risque avec des responsabilités très restreintes	Financiers	Pas d'avantages stratégiques

Source : *Elaboré à partir des travaux des auteurs*

II. La syndication des investissements

Dans le premier grand point de cette deuxième partie que nous avons développé, nous avons mis en lumière une typologie de CVC selon leurs types et les objectifs poursuivis. Dans cette typologie nous avons relevé les CVC de type « Fonds d'investissement interne ». Ce type de CVC nous intéresse particulièrement car il s'assimile également à une stratégie utilisée par tous les capitaux-risqueurs confondu pour atteindre leurs objectifs : la syndication. Il se trouve qu'en matière de syndication des investissements la littérature est peu généreuse sur

les apports de cette stratégie lorsqu'on est en présence d'un CVC. Par ailleurs, plusieurs travaux ont écumé des aspects tournant autour des différentes raisons qui justifient la syndication des investissements, la structure des syndicats et même l'impact qu'aurait cette stratégie sur les entreprises qui constituent le portefeuille des sociétés de capital-risque certes, mais des capitaux risqueurs indépendants. Dans cette partie nous ferons donc le point sur la stratégie de syndication pour ces capitaux-risqueurs indépendants afin de justifier le gap théorique et ainsi avoir une base solide pour notre recherche. Pour cette fin, nous montrerons dans un premier l'importance de la syndication ; ensuite, nous parlerons de la structure d'un syndicat et pour finir l'effet de la syndication sur les entreprises financées.

1) Pourquoi syndiquer ?

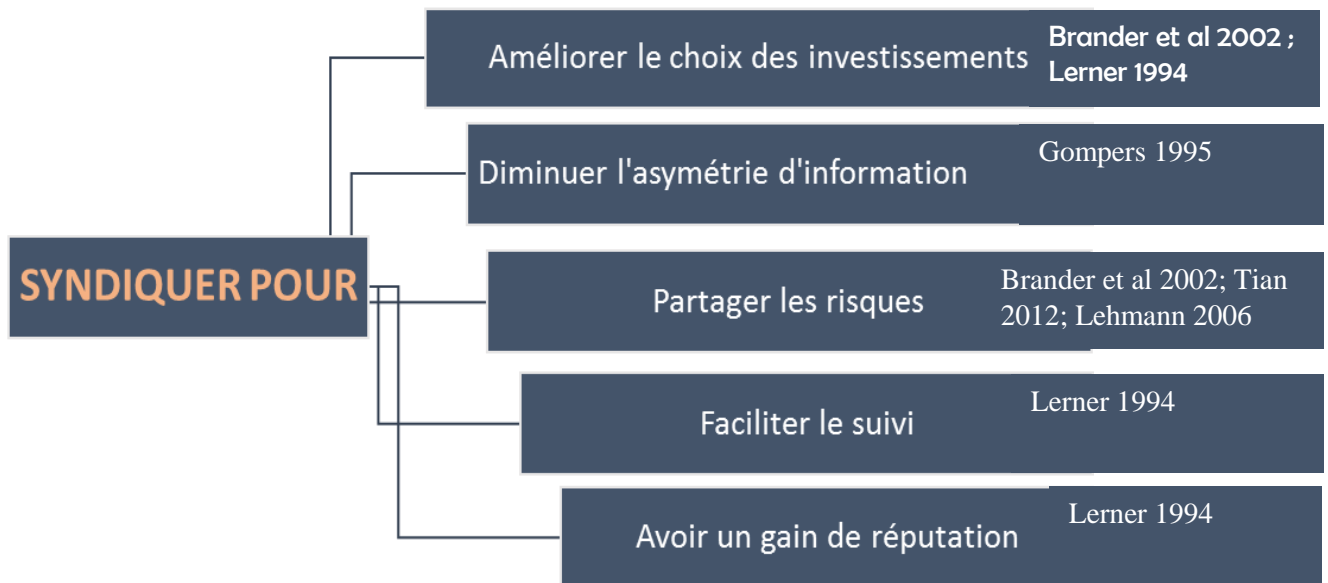
Sur un point de vue économique, la raison pour laquelle l'industrie du capital-risque existe repose sur sa structure contractuelle qui résout les problèmes inhérents au financement des entreprises ; l'asymétrie d'information par exemple ou les problèmes liés à la relation d'agence *venture capitalist*-entrepreneur (Gompers 1995). Ainsi pour résoudre ces problèmes, les capitaux-risqueurs utilisent des contrats et passent au crible les entreprises *ex ante* et ces contrats leur permettent d'avoir le contrôle sur les entreprises qui constituent leur portefeuille. En plus des contrats, les capitaux-risqueurs se spécialisent et concentrent leur activité dans des domaines ou des secteurs précis afin d'améliorer leur capacité à choisir les bons projets d'investissements ou à investir dans les meilleures entreprises innovantes. Ainsi, l'accent mis sur des secteurs ou industries spécifiques (Gupta et Sapienza 1992), les stades de financement (Norton et Tenenbaum 1993) permettent aux capitaux-risqueurs de réduire l'asymétrie d'information d'une part et d'autre part cela permet de faire une économie du temps en matière de gestion active de ces investissements.

En revanche, le rôle des capitaux-risqueurs comme intermédiaires financiers informés est la base de la syndication. L'effort commun dans la sélection des projets des investissements permet de faire de meilleurs choix (Brander et al 2002 ; Lerner 1994) et facilite le suivi des entreprises (Lerner 1995). Autrement dit, dans le cadre de l'intermédiaire financière, les capitaux-risqueurs syndiquent pour avoir un maximum d'informations, de compétences et de ressources pour la prise de décision mais également pour faciliter le suivi actif de la participation.

Par exemple, selon les caractéristiques d'une entreprise, les capitaux-risqueurs pourraient avoir besoin de recourir à des évaluations de d'autres capitaux-risqueurs pour s'assurer de la pertinence du projet ; ou encore ils pourraient avoir besoin de l'expertise et des ressources de ces autres capitaux-risqueurs afin d'assurer une contribution suffisante pour le bon développement des entreprises qui les sollicitent. Autrement dit, dans des investissements où les risques sont élevés et que par conséquent un deuxième avis serait utile pour la réduction de ces risques, la syndication est la stratégie la plus utilisée. Cela aura pour conséquence une amélioration de la valeur de l'investissement, par une réduction de l'asymétrie d'information et des couts d'agence, mais également une probabilité élevée de bons résultats.

Par ailleurs, la syndication serait également un moyen pour les capitaux-risqueurs de gagner en réputation. En s'associant avec des capitaux-risqueurs de renom, les autres partenaires bénéficient d'un haut statut et deviennent quelque peu des références (Lerner 1994). En outre, elle permet également d'élargir le champ d'investissement en ce sens qu'en s'associant avec des capitaux-risqueurs de contexte ou régions différentes, ils diversifient leur portefeuille d'une certaine manière.

Figure 3: Les motifs de la syndication des capitaux-risqueurs



Source : *Elaboré à partir des travaux des auteurs*

2) Structure d'un syndicat

Après avoir répondu à la question de savoir pourquoi syndiquer et il serait de comprendre maintenant comment cela se fait. Un syndicat est le résultat d'une décision de syndiquer et surtout c'est le moyen par lequel certains capitaux-risqueurs fournissent des ressources à la fois financières et humaines. Un syndicat regroupe les intérêts de plusieurs investisseurs, les différents acteurs composant le syndicat. Par conséquent on pourrait avancer que les questions liées à la syndication soient plus complexes que celle liées à l'investissement même.

Pour qu'un syndicat soit créé il est important d'avoir d'autres sociétés de capital-risque ou d'autres investisseurs. En matière de syndication, il y a ce qu'on appelle les dirigeants principaux ; ce sont généralement ceux qui ont la responsabilité de gérer à la fois l'entreprise et le réseau de syndicat. Ce dirigeant principal consacre ainsi plus de temps à l'activité que

les autres investisseurs, est souvent plus impliqué dans le conseil d'administration et généralement a plus d'interactions avec les entreprises qui constituent leur portefeuille (Wright et Lockett 2003).

Ainsi, la sélection de partenaires se base principalement sur l'apport potentiel de ces derniers dans le développement de l'activité de capital-risque. Le principal investisseur va donc choisir ses partenaires selon leur capacité à maximiser la valeur de l'entreprise. Toutefois, bien que le leader choisi les partenaires avec lesquels il va investir, la coopération peut entraîner des complications dans la prise de décision d'investissement mais également dans la gestion des entreprises financées. En effet, moins les autres membres du syndicat coopèrent, plus le niveau de risque d'agence est élevé ainsi que les coûts. Ces coûts d'agence peuvent trouver leur origine dans les divers objectifs poursuivis par les différents membres du syndicat ; et plus la taille du syndicat est grande, plus ces coûts peuvent être plus élevés. En outre, avec un syndicat de grande taille, il sera plus difficile de s'accorder sur les négociations des investissements et cela prendra beaucoup plus de temps.

3) Impact de la syndication sur les entreprises financées

Les jeunes entrepreneurs ont habituellement compté sur les capitaux-risqueurs indépendants pour leur fournir des ressources financières mais également managériales afin de développer leurs activités. Ces fonds de capital-risque indépendants sont généralement des partenaires privés provenant généralement de grandes institutions et investissent dans des entreprises à fort potentiel de croissance et à un risque tout autant élevé (Sahlman, 1990). Leur objectif est de réaliser des retours sur investissement lors de leur sortie du capital qui se fait généralement sous forme d'IPO ou d'acquisition. Il semble que la décision de syndiquer et la structure du syndicat s'appuient fortement sur les potentiels retours sur investissement. La syndication

aurait donc un impact sur la performance des fonds de capital-risque. Toutefois, dans le cadre de cette étude nous allons nous intéresser non pas aux effets de la syndication sur la performance des fonds mais plutôt sur les entreprises financées.

Le premier impact que nous noterons ici est la création de la valeur. Gompers et Lerner (2004) avancent que lorsque les sociétés de capital-risque créent un syndicat, leur processus de gouvernance stimule la création de valeur pour les entreprises constituant leur portefeuille. En effet, le rôle qu'ils vont jouer dans la gestion et le management de l'entreprise, les conseils, orientations et soutien qu'ils vont permettre cette création de la valeur.

Brander et al (2002) vont dans le même sens en montrant sur un plan empirique que les sociétés de capital-risquent créent de la valeur aux entreprises qu'ils financent et ce, surtout lorsque ces fonds sont spécialisés soit sur un domaine soit sur une étape du financement. Cette spécialisation va d'ailleurs permettre au capital-risqueur d'être de plus en plus actif dans la gestion de ses investissements de par son expertise dans le domaine. Pour confirmer l'impact positif de la syndication sur la création de la valeur, Brander et al (2002) ont utilisé des données canadiennes de la base Macdonald & Associates et ont posé l'hypothèse selon laquelle si les projets ou entreprises ayant bénéficié d'un financement syndiqué ont un meilleur rendement que les entreprises ayant bénéficié d'un financement non syndiqué, alors, la syndication est créatrice de valeur. Les résultats de leur étude ont montré que les projets issus de financement syndiqués faisaient de meilleurs rendements que les projets issus de financement non syndiqué et donc, la syndication est source de création de la valeur. Sapienza et al (1996) expliquent eux aussi cette idée de création de la valeur par les multiples interactions que le capital-risqueur va avoir avec son portefeuille d'entreprises et les différents apports sous plusieurs aspects ; il peut par exemple s'agir de la mise à disposition de l'ensemble des partenaires qui partageront leur expertise avec l'entreprise ou encore les

conseils et orientations en matière de gestion et de management dont bénéficieront ces entreprises.

Xuan Tian (2012) soutient également que la syndication des investissements est source de création de valeur dans la mesure où elle permet aux entreprises d'avoir une bonne valeur de marché sur un plan de vue financier. Autrement dit, les entreprises financées par des sociétés de capital-risque syndiquées sont susceptibles de faire de bonnes sorties et bénéficient ainsi d'une bonne valorisation sur les marchés financiers. Contrairement à tous les auteurs cités plus haut, Rosenstein (1993) avance que la syndication n'aurait aucun impact positif sur la création de la valeur des entreprises financées et ce à cause de l'implication des capitaux-risqueurs dans le CA (Conseil d'administration).

Mis à part la création de la valeur, la syndication des investissements aurait également un impact sur la performance⁵ des entreprises financées. Brander et al (2002) ont comparé les investissements issus de la syndication et ceux dont le financement provient d'un seul capital-risqueur. Leur échantillon était composé d'entreprises canadiennes et les résultats de cette étude ont montré que les entreprises issues de la syndication affichaient de meilleures performances financières que les autres dont le financement provient d'un seul capital-risqueur.

Sur des entreprises allemandes, Lehmann (2006) a fait une étude sur l'impact de la syndication sur la performance de ces dernières. Son échantillon est composé d'entreprises qui sont introduites sur le marché *Neuer Markt*, qui est une place financière allemande dédiée aux jeunes entreprises innovantes, et les résultats vont dans le même sens que Brander et al (2002) en avançant que la syndication des investissements aurait un impact positif sur la performance des entreprises du portefeuille des sociétés de capital-risque.

⁵ Il est à noter que chaque fois que nous parlerons de performance, il s'agit bien de la performance financière qui a été mesurée dans la plupart des cas soit par le Taux de Rendement Interne, soit par le type de sortie (sachant que l'IPO ou Offre Publique d'Achat est le type de sortie par excellence).

Sur des données de la base VentureExpert, Giot et Schwienbacher (2007) analyse la performance des sorties par IPO de 5817 entreprises issues de différents secteurs d'activité et à différents stades d'investissements. Dans leurs résultats, ils trouvent que la taille du syndicat aurait un impact positif sur la performance de ces firmes ou du moins sur la probabilité de faire une sortie par IPO. Cet argument est également soutenu par bien d'auteurs tels que Brander et al (2002) ou encore Guler (2007). Toutes ces études ayant traité de la question de l'impact de la syndication sur la performance des entreprises, ont montré que l'utilisation de la syndication a un impact positif sur les entreprises financées.

Par ailleurs, la littérature ne s'accorde pas toujours sur cette question d'autant plus qu'il existe des travaux qui avancent que cette stratégie aurait plutôt un impact négatif sur la performance des entreprises ou aucun impact. C'est le cas de Dimov et De Clercq qui, en 2006, ont travaillé sur un échantillon de 200 entreprises américaines et ce, sur une période de 12 ans. Ils arrivent à la conclusion selon laquelle la syndication aurait un impact positif sur la proportion de liquidation des entreprises. Autrement dit, la syndication entraîne les entreprises à l'échec plutôt qu'à la réussite. Ce résultat vient contredire tous les précédents qui ont montré les uns après les autres que syndiquer améliore la performance des entreprises de par l'expertise des partenaires, le réseau d'échange, actifs complémentaires apportés par ces derniers à la jeune entreprise innovante. Ainsi, dans le contexte de l'échec des entreprises financées tel que proposé par l'étude de Dimov et De Clercq (2006), ce résultat ne conforte pas l'idée selon laquelle la syndication serait une stratégie importante pour le partage des connaissances et la réduction de l'incertitude comme le pensent Brander et al (2002) ou encore Lerner (1994). En outre, ils ont expliqué ce résultat par le fait que lorsqu'une entreprise ne réalise pas les rendements prévus, les capitaux-risqueurs se désintéressent à elle et elle ne bénéficie plus vraiment de l'expertise du syndicat. Elle se retrouve donc quelque peu livrée à elle-même.

Dans la même veine, Kaplan et Stromberg (2004) trouvent que la syndication n'a pas d'impact sur la performance des entreprises. Leur étude a porté sur 67 portefeuilles d'investissement de 11 sociétés de capital-risque. Ce résultat s'explique par le fait que dans un syndicat certains acteurs auraient tendance à diminuer leur degré d'engagement et d'effort dans le suivi et la gestion des entreprises ; et la situation serait d'autant plus grave lorsque les entreprises ne réalisent pas les rendements espérés. Aussi, sachant que les capitaux-risqueurs ont la lourde tâche de répartir leur temps entre la collecte de nouveaux fonds, la conclusion des contrats et la gestion des investissements, ils répartissent donc ce temps de façon optimale, certes, mais optimale pour leur intérêt ; ce qui n'est pas forcément profitable aux entreprises qui constituent leur portefeuille. Cette situation fait qu'ils consacrent souvent plus de temps aux entreprises qui font les meilleurs rendements au détriment des autres.

Toujours dans le même ordre d'idées, Wright et Lockett (2003) ont fait une étude sur 106 entreprises de capital-risque au Royaume-Uni et ont trouvé eux-aussi que la syndication aurait un impact négatif sur la performance des firmes. Ils ont avancé qu'il arrive très souvent que les investisseurs qui composent le syndicat aient du mal à s'accorder mais également qu'ils font souvent face à des problèmes d'agence dans le management des entreprises qu'ils financent. Ceci se comprend parfaitement dans la mesure où les investisseurs n'ont pas toujours les mêmes attentes, les comportements ou encore les mêmes stratégies de gestion ; cela est donc souvent source de conflits d'intérêts.

Enfin, Hege et al (2009) trouvent que la syndication n'a absolument aucun impact sur la performance des entreprises dans le contexte européen.

Tous ces travaux constituent une base solide pour notre recherche. En effet, il apparaît clairement que la question de l'impact de la syndication des investissements en capital-risque sur les entreprises a été plusieurs fois traitée. Toutefois, lorsqu'on analyse les échantillons de

ces études pour la plupart, il s'agit des sociétés de capital-risque de type indépendant. Comme nous l'avons précisé dans les parties précédentes, un capital-risqueur indépendant est cet intermédiaire financier qui met en avant des objectifs purement financier plutôt que stratégiques (contrairement à un capital-risqueur industriel ou *coporate venture capitalist*).

Il apparait donc que des éclaircissements, sur l'apport de la syndication des investissements des CVC sur les entreprises financées, sont nécessaires. Ceci est d'autant plus important pour deux raisons; d'abord à chaque type de capital-risqueur, ses motivations / objectifs et par conséquence ses résultats. On ne peut donc pas généraliser les conclusions obtenues dans la littérature sur la question. De plus, même concernant l'impact global de la syndication sur les entreprises, les résultats des travaux antérieurs sont très contrastés. Les auteurs ne s'accordent pas sur cette question. Ces deux points nous confortent dans notre ambition de donner des éléments d'éclaircissements. Notre recherche constituera ainsi un point de départ et une mise au point sur cette question.

Tableau 4: Synthèse des travaux sur les effets de la syndication les entreprises

	Impact sur les entreprises	Références	Nature de l'Impact (Positif/Négatif/Aucun)	
LA SYNDICATION DES INVESTISSEMENTS	CREATION DE LA VALEUR	Gompers et Lerner (2004)	POSITIF	
		Brander et al (2002)		
		Sapienza et al (1994)		
		Xuan Tian (2012)		
		Rosenstein (1993)	NEGATIF	
	PERFORMANCE FINANCIERE	Brander et al (2002)	POSITIF	
		Lehmann (2006)		
		Giot et Schwienbacher (2007)		
		Guler (2007)		
		Lerner (1994)		
		Dimov et De Clerq (2006)	NEGATIF	
		Kaplan et Stromberg (2004)		
Wright et Lockett (2003)				
Hege et al (2009)	AUCUN			

Source : *Elaboré à partir des travaux des auteurs*

CONCLUSION GENERALE

Le capital-risque est mode de financement particulier qui mérite une attention tout aussi particulière. Tout au long de ce mémoire il a été question de constituer une base de connaissances solides pour notre recherche. Nous avons commencé par nous approprier une définition du capital-risque et nous avons le fait le choix retenir celle de Bascha et Walz (2001) qui avancent que c'est un apport en fonds propres dans des entreprises à fort potentiel de croissance, non cotées en bourse. Cet apport est minoritaire, l'intermédiation financière est limitée avec un suivi dans la gestion tout au long de la collaboration et la sortie se fait par la revente des participations. Nous avons ensuite montré en quoi le capital-risqueur est perçu comme un transiteur de l'innovation et nous avons présenté le mode de fonctionnement de cette industrie lors des phases de sélection de projet et de sortie.

Dans une deuxième partie nous avons fait le choix de nous intéresser non pas au capital-risque dans sa généralité mais plutôt à ce type de capital-risqueur appelé *Corporate Venture Capitalist* compte tenu de ses particularités en termes d'objectifs qui le différencie du capital-risqueur indépendant. Partant de là, nous nous sommes intéressés à la stratégie de syndication des investissements et nous avons constaté que l'impact de la de la syndication des CVC sur les entreprises qu'ils financent n'est pas clairement abordée dans la littérature d'autant plus que les échantillons concernent soit les capitaux-risqueurs indépendants soit aucune précision n'est faite.

Nous soutenons, non pas que la littérature n'est pas riche en ce qui concerne les apports du CVC sur les entreprises qu'ils financent ; d'autant plus que des travaux récents ont montré que les motivations de ce dernier ont un impact sur l'évaluation des entreprises (Rohm et al 2017), par exemple, ou encore que le corporate venture capitalist créé plus de valeur aux entreprises que le capital-risqueur indépendant (Maula et al 2005 ;Fulghieri et al 2009). Nous

avançons plutôt qu'en matière de syndication des investissements la littérature est très insuffisante quant à l'impact de cette stratégie sur le portefeuille d'entreprise des CVC. Dans le cadre de notre recherche nous répondrons donc à la question suivante :

QUEL EST L'IMPACT DE LA SYNDICATION DES INVESTISSEMENTS DES CORPORATE VENTURE CAPITALIST SUR LES ENTREPRISES FINANCEES ?

METHODOLOGIE ENVISAGEE

Pour mener à bien ce travail, nous faisons le choix d'adopter une méthodologie mixte. Nous exporterons des données sur une base telle que *Thomson Financial* qui dispose des informations tant sur les opérations de financement aux USA que celles en Europe. Nos données concerneront des opérations françaises sur une période allant de 2000 à 2015 (selon la disponibilité des informations) et nous nous intéresserons à ces entreprises ayant bénéficié du financement par syndication des *corporate venture capitalist*. Pour ce faire, nous ferons une enquête par questionnaire pour une meilleure sélection de l'échantillon. Ce questionnaire nous renseignera sur le type de capital-risqueur afin de ne garder que des *corporate* et il nous renseignera également sur le type d'investissement dans le but de sélectionner uniquement les entreprises dont les financements sont issus de stratégie de syndication. Finalement, nous ferons des tests multivariés afin de mettre en évidence l'impact de la syndication des CVC sur les entreprises qu'ils financent.

CONTRIBUTIONS ATTENDUES

La question de la syndication des investissements des CVC a très peu d'informations dans la littérature. Ce travail constituera ainsi un véritable point de départ sur le sujet et enrichira la

littérature sur la question des effets de cette stratégie de syndication sur les entreprises qui constituent le portefeuille des CVC. De plus, cette recherche, de par ses résultats, permettra aux praticiens d'avoir des informations pertinentes qui pourront leur être nécessaires dans le choix ou non de syndiquer un investissement.

REFERENCES

AFIC (2016), "Performance nette du capital investissement en France ", Rapport annuel réalisé par Ernst & Young.

Barney, J. B., Busenitz, L. W., Fiet, J. O., & Moesel, D. D. (1996). New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 257-272.

Bascha, A., & Walz, U. (2001). Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 285-306.

Baygan, G., & Freudenberg, M. (2000). The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries.

Berkowitz, D., Moenius, J., & Pistor, K. (2006). Trade, law, and product complexity. *The Review of Economics and Statistics*, 88(2), 363-373.

Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of financial economics*, 47(3), 243-277.

Bottazzi, L et al (2016) The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, Vol 29, n° 9

Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors? Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 488-512.

Brander et al. (2015) The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*, Vol. 19, p571-618

Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). Venture-capital syndication: Improved venture selection vs. the value-added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.

Chesbrough, H. W. (2002). Making sense of corporate venture capital. *Harvard business review*, 80(3), 90-99.

Cumming, D. (2008). Contracts and exits in venture capital finance. *Review of Financial Studies*, 21(5), 1947-1982.

Cumming, D., & Johan, S. A. B. (2007). Advice and monitoring in venture finance. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(1), 3-43.

Dibiaggio, L., & Ferrary, M. (2003). Communautés de pratique et réseaux sociaux dans la dynamique de fonctionnement des clusters de hautes technologies. *Revue d'économie industrielle*, 103(1), 111-130.

Dimov, D., & De Clercq, D. (2006). Venture capital investment strategy and portfolio failure rate: A longitudinal study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 207-223.

Dushnitsky, G., & Lenox, M. J. (2006). When does corporate venture capital investment create firm value?. *Journal of Business Venturing*, 21(6), 753-772.

Fulghieri, P., & Sevilir, M. (2009). Organization and financing of innovation, and the choice between corporate and independent venture capital. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(06), 1291-1321.

Giot, P., & Schwienbacher, A. (2007). IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 679-702.

Gompers, al (2009) Specialization and Success: Evidence from Venture Capital. *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol 18, Number 3, P. 817–844.

Gompers, P. A. (1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The journal of finance*, 50(5), 1461-1489.

Gompers, P. A. (2002). Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience. *Economic Review*, 87(4), 1.

Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle*. MIT Press

Gompers, P., & Lerner, J. (1998). Venture capital distributions: Short-run and long-run reactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 2161-2183.

Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *The journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168.

Granovetter, M. (2005). The impact of social structure on economic outcomes. *The Journal of economic perspectives*, 19(1), 33-50.

Guler, I. (2007). Throwing good money after bad? Political and institutional influences on sequential decision making in the venture capital industry. *Administrative Science Quarterly*, 52(2), 248-285.

Gupta, A. K., & Sapienza, H. J. (1992). Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *Journal of business Venturing*, 7(5), 347-362.

Hege, U., Palomino, F., & Schwienbacher, A. (2009). Venture capital performance: the disparity between Europe and the United States. *Finance*, 30(1), 7-50.

Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial studies*, 13(4), 959-984.

Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The journal of finance*, 57(1), 169-197.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.

Krishnan, C. N. V., Ivanov, V. I., Masulis, R. W., & Singh, A. K. (2011). Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(05), 1295-1333.

Lehmann, E. E. (2006). Does venture capital syndication spur employment growth and shareholder value? Evidence from German IPO data. *Small Business Economics*, 26(5), 455-464.

Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of financial Economics*, 35(3), 293-316.

Lerner, J. (1995). Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318.

Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.

Lockett, A., & Wright, M. (1999). The syndication of private equity: evidence from the UK. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 1(4), 303-324.

Manigart et al (2002) Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, Vol 17, P. 291-312.

Maula, M., Autio, E., & Murray, G. (2005). Corporate venture capitalists and independent venture capitalists: What do they know, who do they know and should entrepreneurs care? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7(1), 3-21.

Norton, E., & Tenenbaum, B. H. (1993). The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal. *Journal of Small Business Management*, 31(4), 32.

Paulré, B. (2003). Le capital-risque aux Etats-Unis.

R. Nahata et al (2014) Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter? *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 49, p1039-1070. 32p.

Röhm, P., Köhn, A., Kuckertz, A., & Dehnen, H. S. (2017). A world of difference? The impact of corporate venture capitalists' investment motivation on startup valuation. *Journal of Business Economics*, 1-27.

Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., & Taylor, N. T. (1993). The CEO, venture capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing*, 8(2), 99-113.

Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.

Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469.

Siegel, R., Siegel, E., & MacMillan, I. C. (1988). Corporate venture capitalists: Autonomy, obstacles, and performance. *Journal of Business Venturing*, 3(3), 233-247.

Sykes, H. B. (1990). Corporate venture capital: Strategies for success. *Journal of Business Venturing*, 5(1), 37-47.

Tian, X. (2012). The role of venture capital syndication in value creation for entrepreneurial firms. *Review of Finance*, 16(1), 245-283.

Vu, T. (2010). *Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risque français* (Doctoral dissertation, Thèse présentée en vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion, École Doctorale de Sciences Juridiques, Politiques, Economiques et de Gestion, Université Nancy, France).

William, E, et al (2012) Does Venture Capitalist Activism Improve Investment Performance? *Journal of Business Venturing*, Vol. 27, p342-354. 13p.

Wright, M., & Lockett, A. (2003). The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry. *Journal of Management Studies*, 40(8), 2073-2102.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	8
CHAPITRE 1 : GENERALITES SUR LE CAPITAL-RISQUE.....	11
I. Le concept de capital risque	12
1) Approches définitionnelles	12
2) Capital-risque comme intermédiaire efficace d'innovation radicale.....	18
II. L'industrie du capital-risque : Sélection de projet et Mode de sortie	22
1) La sélection du projet	22
2) La sortie	25
CHAPITRE 2: TYPOLOGIE DES FONDS DE CAPITAL-RISQUE ET STRATEGIE DE SYNDICATION DES INVESTISSEMENTS	28
I. Typologie des capitaux-risqueurs.....	29
1) Motivations des Coporate Venture Capitalist.....	30
2) Types de Corporate Venture Capitalist	32
II. La syndication des investissements.....	35
1) Pourquoi syndiquer ?.....	36
2) Structure d'un syndicat.....	38
3) Impact de la syndication sur les entreprises financées	39

CONCLUSION GENERALE.....46

REFERENCES.....49