

Le rôle du capital-risque dans le développement des petites entreprises innovantes

Entre le moment où ils s'engagent dans le capital d'une entreprise et celui où ils liquident leurs parts, les capital-risqueurs vont participer activement à l'orientation de l'entreprise, allant parfois jusqu'à infléchir sa trajectoire initiale, de façon à faire fructifier leur investissement.

Une enquête menée dans la Silicon Valley montre comment l'exigence de bénéfice dont l'argent du capital-risque est assorti, se traduit par un engagement momentané des capital-risqueurs aux côtés des entrepreneurs.

par **Vololona Rabeharisoa**
Maître-assistant,
Ecole des mines de Paris

C'est en 1946 que le Général Georges Doriot, professeur à Harvard Business School, crée la première société américaine de capital-risque. Constatant les difficultés que les chercheurs rencontrent régulièrement pour financer l'installation et le développement de leurs petites entreprises innovantes, Georges Doriot convainc

des investisseurs de la région de Boston de placer, par son intermédiaire, un peu d'argent dans des affaires qu'il estime prometteuses. Digital Equipment Corporation fut une de ces affaires, dont le succès contribua à l'édification du capital-risque. L'initiative de Georges Doriot s'inscrit dans le mouvement impulsé par le New Deal, et tout particulièrement dans les réflexions menées par le gouvernement fédéral pour pallier l'aversion des banques au risque que représente le financement du capital de petites entreprises, surtout lorsque les informations pertinentes sur le projet autour desquelles elles se constituent ne sont pas disponibles et que leur devenir est entouré d'incertitudes, comme cela est le cas des petites entreprises innovantes. Différentes solutions, qui coexistent encore aujourd'hui, furent envisagées et peaufinées, depuis les systèmes de prêts

à taux bonifiés au capital-risque. Au-delà de l'exemple de Georges Doriot et grâce, entre autres, à la pression exercée par les capital-risqueurs eux-mêmes, le développement du capital-risque aux Etats-Unis a bénéficié de nombreux aménagements des circuits financiers tout au long de ces dernières décennies. Entre autres mesures, on notera la création du second marché, la révision de la loi d'imposition des revenus du capital, mais aussi la modification de l'Erisa (*Employee Retirement Income Security Act*) qui porte à 5 % de leurs actifs les sommes que les fonds de pension peuvent consacrer à des investissements risqués. Tout ceci a progressivement canalisé des capitaux vers les petites entreprises, notamment les

L'argent investi par les capital-risqueurs pourrait être qualifié d'« argent accompagné »

petites entreprises innovantes. Toutefois, c'est moins du montant - du reste, relativement modeste (1) - des sommes en jeu, que du travail d'intermédiation effectué par les capital-risqueurs, que cette branche très spécialisée du milieu des investissements tire son originalité. En effet, l'argent investi par les capital-risqueurs pourrait être qualifié d'« argent accompagné » : entre le moment où ils s'engagent dans le capital d'une entreprise et celui où ils liquident leurs parts, les capital-risqueurs vont participer activement à l'orientation de l'entreprise, allant parfois jusqu'à infléchir sa trajectoire initiale, de façon à faire fructifier leur investissement. Ce sont quelques unes des facettes de ce travail d'accompagnement que cet article voudrait décrire sur la base d'une enquête menée dans la Silicon Valley, pour montrer comment l'exigence de bénéfice dont l'argent du capital-risque est assorti se traduit par un engagement momentané des capital-risqueurs aux côtés des entrepreneurs.

Le mythe de la spéculation

(1) Vers le milieu des années quatre-vingt, l'ensemble des sociétés américaines de capital-risque gérait des fonds qui totalisaient un peu plus de trois milliards de dollars, ce qui ne représentait qu'un faible pourcentage du budget annuel de recherche et développement d'une grande entreprise comme IBM. En outre, il faut noter que les capital-risqueurs ne sont pas les seuls à investir dans le capital des petites entreprises innovantes. De riches individus (*business angels*) le font également à titre personnel, et ce depuis longtemps.

Depuis Georges Doriot, le capital-risque s'est organisé comme un système d'intermédiation entre investisseurs et entrepreneurs qui ne peuvent pas se rencontrer sur le marché. Regroupés, pour la majorité d'entre eux, en sociétés indépendantes (2), les capital-risqueurs collectent de l'argent auprès des investisseurs, notamment des mutuelles et des fonds de pension, pour constituer des fonds de capital-risque (chaque capital-risqueur gérant souvent ses propres fonds au sein d'une même société). Eux-mêmes participent personnellement à ces fonds à hauteur de 1 % en moyenne. Ces fonds ont des durées de vie légalement limitées, plusieurs fonds pouvant se chevaucher dans le temps. Une fois constitué, un fonds est fermé à tout nouvel investisseur, et les capital-risqueurs le pla-

cent sous forme de participation au capital de petites entreprises innovantes, en création ou en développement, mais non encore cotées sur le marché boursier. Pour suivre l'évolution de ces placements, les capital-risqueurs sont rémunérés par leurs investisseurs, qui leur paient des frais de gestion

Depuis Georges Doriot, le capital-risque s'est organisé comme un système d'intermédiation entre investisseurs et entrepreneurs qui ne peuvent pas se rencontrer sur le marché

annuels (*annual management fees*) de 2 à 3 % des sommes à investir. A la fin du cycle de vie du fonds, les capital-risqueurs remboursent leurs investisseurs, leur versent 80 % des bénéfices engendrés par la liquidation des investissements faits dans les entreprises, et gardent les 20 % restants. La liquidation se fait le plus souvent par la vente des entreprises sur le marché public.

Comme le font remarquer les économistes financiers spécialistes du sujet, ce montage permet de faire momentanément converger les intérêts des entrepreneurs et des investisseurs autour de la création de valeur au sein de l'entreprise financée. A priori, les investisseurs et les entrepreneurs ne partagent pas les mêmes objectifs : les premiers cherchent à équilibrer les risques et les gains de leurs placements en les diversifiant (obligations, actions, capital-risque, etc.) ; les seconds cherchent à financer le développement de leurs

entreprises. De plus, les investisseurs ont peu de prise sur les entrepreneurs, d'autant que les données permettant d'évaluer ex ante les petites entreprises innovantes font défaut et que leur

dynamique même est entourée d'incertitudes. Pour caractériser cette situation, le modèle communément utilisé est celui dit du principal (ici les investisseurs) et de l'agent (ici les entrepreneurs). Dans ce cadre, le capital-risque est une solution au problème de l'asymétrie inhérente à la relation entre le principal et l'agent : les capital-risqueurs sont en effet des intermédiaires payés par les investisseurs pour veiller à leurs intérêts auprès des entrepreneurs. Comme le montre Sahlman (3), le mode même de rémunération de ces intermédiaires, directement lié aux bénéfices engendrés par les entreprises financées et, plus généralement, les conditions du

contrat entre les investisseurs et les capital-risqueurs, d'une part, entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs, d'autre part, anni-

hilent les tentations d'opportunisme. Les montants et les durées de vie limités des fonds de capital-risque, l'engagement progressif de l'argent par les investisseurs en fonction des bilans que dressent les capital-risqueurs, de même que l'étalement des investissements par ces derniers au fur et à mesure de l'évolution des entreprises, la possibilité pour les investisseurs de se retirer des partenariats avec les capital-risqueurs - en contre-partie, il est vrai, de certaines pénalités, comme celle pour les capital-risqueurs de cesser leurs investissements, avec le risque de tout perdre - tout concourt à ce que l'intérêt commun soit de faire fructifier l'argent mis en jeu.

Une fois admis le caractère incitatif de ce dispositif, il reste à analyser les modalités concrètes de l'intermédiation assurée par les capital-risqueurs. Tous les spécialistes s'accordent à dire que le principal moyen que les capital-

risqueurs se donnent pour exécuter leur mandat est le contrôle serré et

régulier de leurs investissements une fois ceux-ci effectués (les spécialistes parlent à ce propos de

monitoring). Implicitement, cela sous-entend une certaine dose de pari dans le choix des affaires, qu'un suivi vigilant permet par la suite de résorber en partie, soit par le retrait dans les cas où les entreprises ne tiennent pas leurs promesses, soit par la reconduction des investissements dans les cas contraires. La spéculation et le contrôle seraient donc les deux principales activités que les investisseurs délèguent aux capital-risqueurs. Cette analyse est largement relayée auprès de l'opinion publique, par des récits qui insistent sur l'audace de ceux qui ont osé miser sur Apple ou Genentech, et sur l'aveuglement de ceux qui n'ont pas su abandonner certaines entreprises à temps.

Quoique séduisante, cette interprétation pêche des deux côtés. Du côté de la spéculation d'abord, parce que le déficit d'informations et l'incertitude liés à ce genre d'investissements, que les capital-risqueurs reconnaissent pleinement, ne se traduisent pas nécessairement par une propension au pari. On montrera au contraire que les capital-risqueurs délimitent l'espace de leurs choix de façon très stricte. Du côté du contrôle, ensuite, parce que le suivi des investissements ne résume qu'imparfaitement la nature des interventions des capital-risqueurs dans les entreprises

(2) Aux Etats-Unis, on relève trois types de sociétés de capital-risque : les sociétés indépendantes ; les filiales de grands groupes industriels ou financiers ; les SBIC (Small Business Investment Companies) créés à l'initiative de l'Etat fédéral. Ces trois types de sociétés diffèrent sur un certain nombre de critères. Sur la nature du financement : les SBIC accordent des prêts à taux bonifiés plus qu'elles ne financent du capital. Sur l'objectif de l'investissement : financement de l'intrapreneurship ou de la veille technologique pour les sociétés de capital-risque filiales de grands groupes industriels. La tendance américaine va plutôt vers la prédominance des sociétés indépendantes. Selon les estimations de la NVCA (National Venture Capital Association), le pourcentage des fonds de capital-risque gérés par des sociétés indépendantes est passé de 35 % en 1977 à 80 % en 1988.

(3) Sahlman W.A., "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, 27, 473-521.

qu'ils financent. On verra, en effet, que les capital-risqueurs sont momentanément engagés auprès des entrepreneurs qu'ils soutiennent.

L'objectif in fine des capital-risqueurs est de dégager des bénéfices de la vente des parts qu'ils détiennent dans les entreprises. Traditionnellement, la vente est réalisée sur le second marché, ce qui exige que les entreprises concernées soient à même de générer des revenus. Il faut donc que les projets d'innovation, autour desquels ces entreprises se constituent, puissent se concrétiser en produits industriels. C'est à cette transformation que contribuent les capital-risqueurs. Leurs compétences en la matière résident dans leur connaissance de l'histoire entrepreneuriale de certains segments industriels. Cette expertise, acquise au contact régulier de ces domaines, leur permet de pré-configurer les entreprises qui les intéressent et de les accompagner tout au long de leur développement, en leur donnant accès à des ressources complémentaires, qu'elles soient financières, techniques ou humaines, mais aussi en contribuant à leur orientation.

La pré-configuration de segments industriels

Le capital-risqueur choisit ses investissements. Son objectif est triple : se prémunir des paris hâtifs qui pourraient faire hésiter ses investisseurs ; repérer des projets suffisamment originaux pour pouvoir en tirer un avantage concurrentiel, mais suffisamment réalistes aussi pour pouvoir mobiliser des collègues dans les futurs tours de financement ; éviter les projets d'emblée mal ficelés qui risqueraient de décevoir le marché. Pour ce faire, il recourt à un certain nombre de pratiques pour formater l'espace des affaires qui l'intéressent. Trois pratiques méritent une attention particulière.

Une pratique de sélection industrielle tout d'abord. Les entreprises dans lesquelles les capital-risqueurs investissent appartiennent généralement à des secteurs en pleine croissance. Les

technologies qui y sont développées font l'objet de recherches intensives, souvent soutenues par l'Etat fédéral, qui commencent à donner des fruits.

Dans la Silicon Valley, c'était le cas de l'industrie informatique, et c'est d'ailleurs encore le cas pour certains de ses segments nouvellement apparus. Plus récemment, les biotechnologies sur lesquelles des universités comme Stanford et Berkeley travaillent d'arrache-pied, attirent également les capital-risqueurs. Ainsi, les capital-risqueurs ne financent pas des technologies mais, plus prosaïquement, des produits autour desquels un embryon de connaissances se constitue solidement. Cette orientation vers des secteurs évolutifs garantit au capital-risqueur l'existence de preuves tangibles de l'intérêt que ces secteurs peuvent représenter dans un futur proche ainsi que la formation d'une communauté de spécialistes à laquelle il peut faire appel dans son travail d'aide à la gestion des entreprises. En cela, le capital-risqueur est un catalyseur du développement de certaines industries.

Sur ces segments industriels, le capital-risqueur pratique ensuite une veille régulière. Les expériences entrepreneuriales qui y ont été tentées et celles qui se profilent à l'horizon retiennent tout particulièrement son attention. Il fréquente assidûment les cercles professionnels, les clubs de dirigeants d'entreprises ainsi que les forums organisés par les universités, autant de places où se discutent le devenir de telle ou telle activité et où des projets d'entreprises sont parfois présentés. Il y noue des contacts personnels avec des chercheurs, des ingénieurs, des commerciaux, à qui il peut recourir

L'expertise des capital-risqueurs leur permet de pré-configurer les entreprises qui les intéressent et de les accompagner tout au long de leur développement, en leur donnant accès à des ressources financières, techniques ou humaines, mais aussi en contribuant à leur orientation

pour s'informer sur des problèmes auxquels les entreprises qu'il finance sont confrontées. Il y repère aussi des entrepreneurs en herbe qu'il prospec-

te par la suite, et auprès desquels il suscite parfois des projets particuliers. Cette opération lui permet de pré-construire sa clientèle, comme le relate l'histoire des premiers contacts entre un

capital-risqueur et un entrepreneur :

« En 1982, devant l'importance de l'activité commerciale autour des systèmes experts, le directeur-général d'IBM demande à quelques-uns de ses ingénieurs quelle pourrait être la place du groupe dans ce domaine. L'un de ces ingénieurs, R., travaille depuis vingt ans chez IBM. Il est alors impliqué dans le développement d'un environnement logiciel pour des systèmes experts destinés à tourner sur des gros calculateurs. A la même époque, J., un capital-risqueur de Palo-Alto, s'informe justement sur l'état du secteur ; J. est mis en contact avec R. et est tellement impressionné par l'acuité de l'analyse de ce dernier qu'il lui suggère de le contacter s'il décide un jour de créer sa propre entreprise ».

La double nature, sectorielle et entrepreneuriale, de l'expertise acquise par le capital-risqueur a une conséquence importante : il devient un

dépositaire de la mémoire entrepreneuriale de certains segments industriels. Une firme de capital-risque comme Hambrecht & Quist, par exemple, possède de

nombreuses données sur des entreprises dans le domaine de l'électronique. Ces informations, accumulées depuis plusieurs années, lui permettent d'éditer le Hambrecht & Quist Index, un indicateur du comportement boursier des entreprises du secteur. Un autre capital-risqueur, spécialisé dans les biotechnologies, signale que l'expé-

rience que son entreprise a maintenant de ce secteur lui permet de chiffrer à 200-300 millions de dollars la fabrication ex nihilo d'un nouveau médicament. On pourrait multiplier les exemples. Ils montrent que grâce à la familiarité qu'il entretient avec certaines activités, le capital-risqueur contribue activement à la formalisation de leur économie.

La troisième pratique, qui renforce l'effet de ciblage des deux précédentes, est une pratique de co-investissement avec d'autres confrères, appelée pratique du syndicat. Un syndicat est un partenariat (*pool*) entre plusieurs capital-risqueurs qui co-financent une même affaire. Un syndicat est constitué de la façon suivante : un capital-risqueur qui reçoit une proposition qu'il juge intéressante contacte quelques confrères en vue d'un investissement commun. Ce mécanisme a trois avantages. Tout d'abord, elle donne accès à des affaires dont l'évaluation et le suivi sont délégués à un ou deux confrères (*co-leaders*). Ensuite, elle permet de distribuer le risque, puisque chaque capital-risqueur engage une somme moins importante que s'il devait supporter seul l'investissement et, par voie de conséquence, ses pertes sont limitées si l'affaire se révèle infructueuse (4). Enfin, elle protège les capital-risqueurs contre un projet qui aurait préalablement essuyé le refus d'un des leurs. Ce mode de gestion de l'investissement

repose sur la confiance éprouvée d'une affaire à une autre dans le jugement et le travail des pairs. Il tire profit d'une mise en commun des appréciations pour la sélection des projets, et d'un partage des tâches dans leur suivi. Mais il entraîne aussi une concentration des capitaux sur des entreprises similaires, puisqu'à un moment donné, les capital-risqueurs font des affaires analogues de façons comparables, d'autant que la reconnaissance mutuelle les conduit souvent à reconduire leur partenariat. Un capital-risqueur estime, par exemple, que le domaine des PC a été sur-investi dans les années soixante-dix. De

son point de vue, seul un renouvellement partiel, mais régulier, de l'espace des affaires, et partant, du réseau qui lui est co-extensif et qu'il contribue à tisser, peut réduire le risque de sur-investissement collectif dont un des effets est l'épuisement prématuré des marges offertes par les cibles investies.

Ainsi, contrairement à l'image héroïque qui veut que les capital-risqueurs, par chance, intuition et témérité, parient sur quelques projets révolutionnaires dans une foule a priori indifférenciée d'affaires plus ou moins prometteuses, on voit que les capital-risqueurs se donnent, individuellement et collectivement, les moyens pratiques de contribuer à la mise en œuvre de stratégies industrielles.

Le co-tutorat de l'entreprise

Dans l'exercice de son activité, les pratiques ci-dessus constituent autant de filtres qui permettent au capital-risqueur de répondre, en partie, à la question : « Pourquoi s'intéresser à tel projet particulier ? ». L'autre partie de la réponse

se trouve dans le travail quotidien d'évaluation et de suivi du projet.

Tout d'abord, le capital-risqueur, non seulement, enquête sur les réalisations passées des entrepreneurs et évalue leur *business plan*, mais, de plus, il contribue souvent à la production même du scénario de l'entreprise. En effet, le principal problème qui le préoccupe est de savoir comment l'entreprise va être conçue, et dans quelle mesure le montage envisagé est réalisable. Pour cela, il exige de l'entrepreneur que son scénario soit aussi concis que possible. L'enjeu, pour le capital-risqueur, est de disposer d'un plan détaillé afin que toute déroute puisse être prise en compte (5). Pour obtenir satisfaction, un capital-risqueur signale que sa firme va parfois jusqu'à héberger

et à fournir une assistance matérielle gratuite à un entrepreneur qui a une idée, afin qu'il puisse élaborer un plan. Quoique de tels cas soient assez exceptionnels, ils témoignent des efforts que le capital-risqueur déploie pour faire produire le projet le plus pertinent possible. Plus communément, le capital-risqueur passe le scénario au crible des connaissances qu'il a accumulées au cours de ses expériences passées. Il arrive parfois que le capital-risqueur donne à l'entrepreneur les moyens de corriger son projet, afin qu'il gagne en cohérence. Ainsi, dans le domaine des biotechnologies qui demandent souvent des investissements colossaux, un capital-risqueur explique qu'il n'est

Il arrive parfois que le capital-risqueur donne à l'entrepreneur les moyens de corriger son projet, afin qu'il gagne en cohérence

pas rare que sa firme fournisse un peu d'argent à un entrepreneur, afin qu'il effectue une étude de faisabilité.

Aucune contre-partie n'est attendue de ce financement (*proof of principle financing*), si ce n'est la réécriture éventuelle du projet. Cette contribution du capital-risqueur à l'écriture du scénario de l'entreprise a pour conséquence importante de mutualiser les informations sur le projet. Elle rend, de ce fait, possible et avantageuse la coopération entre le capital-risqueur et l'équipe entrepreneuriale, coopération qui se poursuit dans le pilotage même du projet.

Un projet d'entreprise est un objet variable, certaines variations pouvant

(4) Cette distribution du risque est congruente avec la diversification du portefeuille du capital-risqueur, entre des entreprises en train de se créer et d'autres un peu plus développées.

(5) De plus, seule la description détaillée du montage permet au capital-risqueur d'estimer le coût de l'entreprise. Par exemple, la façon dont telle puce électronique sera dessinée, les types de matériaux qui entreront dans sa fabrication, les compétences nécessaires pour l'usiner, les quantités prévues dans un premier temps, sont des informations cruciales parce qu'elles permettent au capital-risqueur d'établir une comparaison avec des processus de production proches qu'il a eu l'occasion de voir dans le passé. C'est un travail minutieux de calcul technico-économique dont il s'agit, et qui fait dire à un capital-risqueur que son métier n'est pas la finance, mais la finance de certaines biotechnologies. Sur ce point, voir Rabeharisoa V., 1993, "The Venture Capital Craft : Between High-Tech Companies and the Financial World" paper presented at the Science, Technology and Economics Workshop, Center for Economic Policy Research, Stanford University.

conduire très rapidement à des configurations jugées *a posteriori* indésirables. Dans le domaine du logiciel, c'est souvent le cas lorsque le projet porte sur une création d'entreprise. A ses débuts, l'entreprise conçoit généralement des produits en étroite collaboration avec les premiers utilisateurs. Ce faisant, elle assure une parfaite adéquation entre ses produits et ses clients. Mais cela a un prix : la forte spécification des compétences mises en œuvre. Une telle spécification est souvent fatale au développement de l'entreprise, lequel nécessite la mise au point de produits qui puissent convenir à un marché plus large. Fort de son expérience sur des affaires similaires, le capital-risqueur est généralement partie prenante dans la réorientation de l'entreprise, à laquelle ses décisions futures d'investissement sont suspendues.

Outre une telle intervention dans la réorientation radicale de l'entreprise, l'autre apport essentiel du capital-risqueur est l'assistance qu'il fournit à l'équipe entrepreneuriale dans la résolution de certains problèmes quotidiens. Dans sa brochure, une firme de capital-risque liste ainsi un ensemble de questions sur lesquelles il peut utilement conseiller l'entrepreneur. En voici un échantillon : « *Vous êtes à la recherche d'un directeur marketing ? Vous vous demandez comment distribuer vos produits au Japon ? Vous vous posez la question de la qualité dans votre usine ? Vous êtes inquiet par la dérive par rapport à votre calendrier ? Vous voulez accéder à des sources de financement à Taiwan ? Savez-vous où trouver un bon designer industriel ? Vous êtes pris à la gorge par les échéances de remboursement d'un emprunt ? Vous êtes ennuyé par un procès pour contrefaçon à un brevet ? Etes-vous certain de savoir combien d'actions doivent revenir à votre directeur financier ?* ».

Ce sont des genres d'interrogations sur lesquels une entreprise bute cou-

ramment tout au long de son développement, mais vis-à-vis desquels elle est souvent prise de court et trouve difficilement des avis éclairés, parce que ce sont des problèmes rarement explicités dans les manuels, et encore plus rarement pris en charge par la profession classique de conseil aux entreprises. C'est sur cette partie invisible de la gestion d'entreprise, pourtant nécessaire à son maintien sur les rails de l'industrialisation, que le capital-risqueur intervient.

Le co-tutorat exercé par le capital-risqueur et l'entrepreneur ne va pas toujours sans difficulté. Ainsi, la filiale européenne, ouverte en 1964, de la société de capital-risque de Georges Doriot, a expérimenté à ses dépens le prix d'une trop grande implication dans la vie quotidienne des entreprises qu'elle finançait. Embrigadée dans des affaires, elle n'a pas su se retirer à temps (6). De façon symétrique, certains entrepreneurs craignent, eux aussi, de se retrouver déposés de leurs projets, voire d'être démis de leur fonction de dirigeant. C'est là où le contrat joue un autre rôle important : celui de garde-fou. En rappelant aux deux parties que leur relation doit cesser un jour, et en précisant les conditions de cet arrêt, il contribue à préserver l'un d'être l'otage de l'autre (même si la sortie du capital-risqueur ne se passe pas toujours sans tension, l'entrepreneur se sentant souvent floué malgré des conditions contractuelles précises sur ce point).

Un schéma menacé

Le modèle habituellement utilisé pour caractériser le capital-risque s'appuie sur deux éléments :

- le contrat comme dispositif incitatif permettant l'alignement des intérêts des investisseurs et des entrepreneurs sur la création de valeur au sein de l'entreprise ;
- la spéculation et le contrôle comme activités déléguées par les investisseurs aux capital-risqueurs pour « lever » des affaires et s'assurer qu'elles retournent les bénéfices attendus.

La popularité de ce modèle vient sans doute de ce que le capital-risque est assimilé avant tout à un problème d'ingénierie financière, certes spécifique, mais considéré comme extérieur au processus même de développement des entreprises innovantes. L'enquête menée auprès des capital-risqueurs et des entreprises qu'ils financent dans la Silicon Valley conduit à amender ce modèle. Il apparaît en effet que l'argent du capital-risque est non seulement cadré par le contrat en amont et en aval de la transaction mais, de plus, il est accompagné de l'engagement momentané des capital-risqueurs dans le soutien à certains segments industriels et dans le développement des entreprises innovantes qu'ils financent. Au-delà,

il reste à analyser les conditions qui rendent possible et nécessaire un tel mécanisme de financement de l'innovation. On ne fera que les esquisser dans cette conclusion, tant elles méritent à elles seules une analyse approfondie.

(6) En 1974, elle avait investi 24 millions de dollars dans 35 entreprises réparties dans 9 pays. En 1976, elle a dû déposer son bilan.

(7) Il est important de noter que les capital-risqueurs, eux-mêmes, participent au travail de "rationalisation" des circuits financiers. Par exemple, l'association américaine des capital-risqueurs a mis au point le Venture Capital 100 Index, pour préciser les caractéristiques des petites entreprises financées par le milieu. Cet index donne la variation mensuelle moyenne des actions émises par 100 entreprises cotées dans les dix années qui précèdent le calcul. Il fait maintenant partie de la batterie d'indicateurs de la bourse, comme le Standard & Poor 500 et le Dow Jones.

Le capital-risque est un mécanisme qui permet de doter des petites entreprises innovantes en capital en attendant qu'elles puissent être vendues sur le marché. Toute mesure qui affecte l'entrée d'argent, en amont, et la sortie de l'investissement, en aval, peut donc avoir une incidence sur le capital-risque, d'où le caractère crucial de la stabilité des circuits financiers pour que le capital-risque puisse assurer efficacement le relais entre investisseurs institutionnels, d'un côté, et marché public, de l'autre (7). Cette condition de stabilité des circuits financiers est elle-même suspendue à une série de

Le développement du marché des acquisitions, notamment pour les entreprises de biotechnologies permettrait aux capital-risqueurs de sortir des entreprises qu'ils financent, alors même qu'elles sont encore à un stade pré-industriel

paramètres que les remous actuels dans le milieu permettent de relever. En effet, selon certains observateurs (8), le schéma dont on vient de résumer les éléments-clés semble menacé. Le volume de plus en plus important des fonds confiés aux capital-risqueurs, doublé d'une internationalisation des investissements, les conduirait à agir avec prudence en misant plutôt sur des entreprises mûres. A cela s'ajoute le développement du marché des acquisitions, notamment pour les entreprises de biotechnologies, qui permettrait aux capital-risqueurs de sortir des entreprises qu'ils finan-

cent, alors même qu'elles sont encore à un stade pré-industriel. On note encore le développement de toute une variété de sociétés de conseil ou d'assistance à la création d'entreprises (les incubateurs, par exemple) qui menacerait la légitimité de l'expertise industrielle et entrepreneuriale des capital-risqueurs. C'est probablement l'étude du profil même des affaires financées par les

(8) Bygrave D. And J.A. Timmons, 1992, *Venture Capital at the Crossroads*, Boston, Harvard Business School Press.

capital-risqueurs qui permettra d'apprécier le caractère plus ou moins incontournable de l'argent et de l'accompagnement qu'ils apportent aux petites entreprises innovantes. ●



