

Le capital-risque et le rôle des grandes entreprises aux Etats-Unis

Bernard Paulré

I.SY.S. - MATISSE (UMR CNRS / Université Paris 1 n° 8595)
(Innovation - Systèmes - Stratégies)

Du point de vue de l'innovation, l'un des phénomènes majeurs et nouveaux de ces cinquante dernières années est certainement le développement du capital-risque. Non seulement nous avons assisté à la mise en place d'un ensemble de dispositifs et de pratiques professionnelles qui permettent aujourd'hui de parler d'un véritable système de capital-risque, mais la croissance de cette activité a été, particulièrement au cours des années quatre-vingt dix, très importante (Graphique 1)¹.

On connaît la fonction éminente que Schumpeter, dans la *Théorie de l'évolution économique*, imputait à l'entrepreneur créateur d'entreprise². L'introduction de l'innovation dans le système économique passait par la création d'une entreprise nouvelle destinée, en cas de réussite, à grandir voire à supplanter les entreprises en place. Dans cette analyse, l'évolution dépend donc de la capacité du système à sécréter ou à favoriser la création de jeunes entreprises innovatrices (*start up*) c'est-à-dire de l'existence de capacités entrepreneuriales et d'un système de crédit. Le capital-risque est une réponse institutionnelle remarquable aux exigences d'un système dans lequel on souhaite favoriser, soutenir ou encadrer la création de *start up*.

L'une des questions que soulève l'apparition et le développement d'un système de capital-risque est naturellement celle de la place ou de l'attitude des grandes entreprises vis-à-vis de celui-ci. Logiquement, et pour raisonner simplement, on peut considérer que les activités de ce système sont peu appréciées et potentiellement menaçantes pour les grandes entreprises en place. C'est le point de vue que nous conduit à avoir la thèse du premier Schumpeter.

Mais le second Schumpeter, celui de *Capitalisme, Socialisme et Démocratie*, celui qui souligne les avantages et les limites de la R&D dans les grandes entreprises, peut nous amener à un point de vue opposé en observant que l'évolution du système exige et rend nécessaire un soutien fort à la création de *start up*.

En fait, la réalité pourrait se situer entre ces deux points de vue. Nous estimons pouvoir plaider en faveur d'une troisième thèse qui pose un principe de complémentarité entre les grandes entreprises et un système de capital-risque. C'est ce que nous allons tenter d'argumenter ici en mettant en évidence la place et le rôle des grandes entreprises dans le capital-risque. Nous allons examiner ici deux phénomènes ou manifestations du rôle que jouent les grandes entreprises dans le capital-risque aux Etats-Unis : le premier concerne les "sorties"; l'autre les investissements en capital-risque des grandes entreprises (*Corporate venture*).

¹ Les Tableaux et Graphiques sont reproduits à la suite du texte.

² *La théorie de l'innovation économique*, publiée en 1911, constitue ce qu'on appelle couramment la première thèse de Schumpeter sur l'innovation. La seconde thèse, soulignant plutôt le rôle de la R&D dans les grandes entreprises (et son risque d'assèchement) fut exposée dans *Capitalisme, socialisme et démocratie* mais fut formulée pour la première fois en 1928 (*The Instability of Capitalism, Economic Journal*).

Les observations que nous présentons reposent sur le traitement des données fournies par la société Thomson Financial. La base de données *Venture Expert* fournit un relevé quasi exhaustif de l'activité du capital-risque aux Etats-Unis³. Les recherches à l'origine des analyses dont nous allons donner ici un aperçu ont été financées l'une par le Ministère de l'Economie et des Finances (via l'Observatoire des Stratégies Industrielles de la Digitip) et l'autre par l'Institut CDC⁴.

La place et le rôle des grandes entreprises leaders dans les sorties du capital-risque

On appelle “ sortie ” la phase correspondant à la perte du contrôle de la *start up* par la/les firmes de capital-risque ayant investi et soutenu son développement initial. Elle peut se faire par transmission de la propriété, en tout ou partie, à d'autres investisseurs, voire à l'équipe de direction elle-même. L'entreprise reste “ privée ”. La sortie peut se faire par introduction en bourse (IPO dans le vocabulaire U.S.), auquel cas la compagnie devient “ publique ” c'est-à-dire cotée en bourse. L'entreprise peut aussi être rachetée par une société non financière c'est-à-dire par une entreprise ou un groupe industriel. C'est la sortie par acquisition.

Les conditions dans lesquelles se réalise la sortie sont considérées comme le facteur le plus déterminant de la rentabilité de l'investissement en capital-risque. Il est certes difficile de faire le partage entre la qualité du projet initial, l'efficacité de l'intervention en conseil, en assistance et en gestion du capital-risqueur, les conditions strictement financières de l'investissement et les conditions qui entourent la cession des parts détenues dans la compagnie aidée. Il n'en demeure pas moins que la sortie constitue la phase de réalisation des plus values éventuellement créées, et la phase ultime du cycle d'investissement en capital-risque.

La problématique de l'étude des conditions de sortie tourne autour de la question de savoir quel est le type de sortie préférable et quels facteurs influencent cette préférence. Le discours dominant est que l'IPO est la sortie préférée sinon “ normale ”. On a pendant longtemps considéré que la voie de sortie “ royale ” était l'introduction en bourse. Ce sentiment fut renforcé par certaines introductions spectaculaires effectuées au cours des années de la “ Nouvelle économie ” aux Etats-Unis. L'analyse des conditions de sortie a donc naturellement privilégié l'étude des facteurs justifiant cette préférence.

Par la suite le propos s'est élargi mais c'est seulement très récemment, à notre connaissance, que le traitement théorique du choix entre sortie par IPO et sortie par acquisition a été posé explicitement. Nous allons constater que, selon les données disponibles, l'idée largement répandue selon laquelle la sortie par IPO est la voie de sortie “ banale ” donc la plus pratiquée, ne correspond pas à la réalité.

Les caractéristiques des sorties par IPO

La dynamique globale des IPO de compagnies US soutenues par le capital-risque (CSCR) est caractérisée par des cycles relativement courts, de l'ordre de 3 ou 4 ans en général et par une assez forte volatilité des indicateurs. La configuration en cycles courts de 3 ou 4 ans est assez nette. Un indicateur peut être multiplié par 3 ou par 4 en une ou deux années, et retomber aussi vite (Graphique 2).

³ Il s'agit du capital-risque “ formel ”. L'activité des *business angels* n'y est présente que sous forme de “ traces. Par ailleurs la source des capitaux rassemblés dans les fonds y est très peu renseignée.

⁴ Rapports : (i) B. Paulré avec J. Le Goff, L. Le Dortz et D. Perrochon, *Le rachat de start-up par les entreprises leaders dans les secteurs de haute technologie* (publié par le Ministère de l'Economie et des Finances ; disponible en ligne) et, (ii) B. Paulré, *Le capital-risque aux Etats-Unis* (Rapport pour l'Institut CDC).

L'examen de la dynamique du nombre annuel d'IPO depuis 1970, fait apparaître une suite de cycles courts et trois phénomènes originaux :

- d'abord l'acmé du nombre annuel d'IPO de CSCR n'est pas atteint, comme on peut s'y attendre, à la fin des années quatre-vingt dix, mais en 1986 où l'on dénombra 374 opérations. A titre de comparaison, signalons qu'en 1996 on compta 258 IPO de ce type, maximum des années quatre-vingt dix.
- le cycle qui démarre en 1988 est beaucoup plus long car si l'on ne tient pas compte d'un léger fléchissement en 1992 et en 1994, il s'étend sur une dizaine d'années. Il se caractérise par un trend croissant entre 1988 et 1996, une fluctuation ample entre 1996 et 1999 puis une chute rapide de 1999 à 2003.
- si l'on doit chercher un caractère spécifique à la décennie des années quatre-vingt dix, c'est en terme de valeur cumulée annuelle des IPO de CSCR qu'on le trouvera. En 1999 et en 2000, les mises sur le marché s'élèvent à 18,8⁵. On observe un trend croissant entre 1982 et 1998, avant un emballement qui se manifeste en l'espace d'une année puisque l'on était encore à 6,5 milliards en 1998.

En valeur, l'allure de la dynamique globale est donc très différente de sa manifestation en nombres. Reste à introduire un dernier critère, celui de la valeur post-introduction de l'entreprise (VPI⁶), qui est une valeur dérivée et liée à la valeur de IPO. Celle-ci amplifie donc naturellement les fluctuations de la valeur des IPO. L'acmé de la courbe se situe en 1999 avec une valeur de 122,2 milliards de dollars, montant qui diminue relativement peu en 2000 puisque la valeur cumulée s'établit à 120,6 milliards (Graphique 3). Cette valeur s'effondre en 2001, se situant à un niveau de 102,1 milliards de dollars. La dynamique de la moyenne annuelle globale de la VPI est proche de celle de la VPI cumulée annuelle. Deux différences peuvent être relevées: (i) la pente ascendante à partir de 1994 est un peu plus régulière, (ii) la valeur moyenne ne chute pas en 2001 contrairement à la valeur cumulée globale. La diminution de cette dernière traduirait ainsi apparemment davantage un effet de volume qu'une effet prix.

Les caractéristiques des sorties par M&A

La première opération recensée remonte à 1973⁷. Il s'agit du rachat par l'éditeur US Rand McNally & Co. d'une entreprise forestière appelée McNair Seed Company. Jusqu'en 1982 le nombre annuel d'opérations est d'une ou deux unités. En 1983 on recense 3 opérations et ce nombre sera à peu près continûment croissant jusqu'en 2001 (399 acquisitions), la seule diminution intervenant en 1990 (25 opérations après 32 en 1989).

L'évolution de la valeur totale annuelle des transactions n'est pas aussi régulière. Deux sommets semblent atteints avant celui de 1999 (218,8 milliards) : 1984 (5 opérations dont 2 renseignées pour un total de 643,5 millions) et 1989 (30 opérations dont 16 renseignées pour un total de 2,1 milliards). Entre 1990 et 1999, l'évolution est continûment croissante. Le cap du milliard de dollars est franchi en 1991. Celui des 10 milliards en 1994. Le seuil symbolique des 100 milliards est pulvérisé en 1999 avec 218,6 milliards de transactions venant après 91,2 milliards en 1998.

Nous observons, comme dans le cas des IPO, que le taux de croissance annuel des valeurs est sensiblement supérieur à celui des nombres d'opérations. Entre 1990 et 1999, le taux de croissance annuel moyen (composé) est de 80,5% pour les valeurs, et de 30,2% pour les effectifs. Mis à part les

⁵ Observons que la valeur des IPO est presque totalement renseignée (à 90%).

⁶ Traduction de *Post-Offer Value*. Il s'agit de la valeur de l'entreprise introduite en bourse calculée à partir du cours de l'action atteint au moment de l'introduction (alors même qu'un nombre limité d'actions est mis sur le marché).

⁷ Les chiffres mentionnés dans cette section concernent toutes les opérations quelle que soit la nature de la transaction. Les acquisitions par des CSCR ou par des Fonds de capital-risque sont donc prises en compte.

années antérieures à 1986 portant sur de petits effectifs, l'évolution de la valeur moyenne annuelle des transactions suit celle de la valeur totale entre 1986 et 2000.

Comparaison des deux voies de sorties : par I.P.O. et par M&A

Comparaison des évolutions

L'étude de l'évolution temporelle des nombres de sorties par IPO ou par Fusion Acquisition révèle un phénomène historique : la montée en puissance des sorties de ce dernier type, qui dépassent même en nombre les sorties par IPO à partir de 1997. L'acmé du nombre de sorties se réalise en 2001 pour les premières (399) et en 1999 pour les secondes (244).

En valeur, on peut faire trois observations importantes :

- le montant annuel total des sorties par M&A dépasse celui des IPO à partir de 1997,
- en 1998, le montant total des sorties par M&A atteint le chiffre de 91,2 milliards, presque six fois celui des IPO (15,8 milliards). Puis, en 1999, il s'élève à 218,8 milliards, moins du double de celui des IPO (122 milliards), avant de retomber à 120,9 milliards en 2000 alors que celui des IPO demeure à peu près stable à 102,1 milliards.
- à partir de 1996, le prix moyen des sorties par Fusions et acquisitions demeure supérieur à celui des sorties par IPO. L'écart est important en 1998 (393,1 millions contre 216,8 millions), en 1999 (864,9 millions contre 501) et se résorbe en 2000 (497,5 millions contre 515 millions).

Depuis le milieu des années quatre-vingt, le montant total des investissements effectués dans les compagnies soumises à IPO demeure supérieur à celui réalisé dans les compagnies faisant l'objet de Fusions et acquisitions. Cela est vrai pour tous les secteurs (en cumulé total), pour le secteur Agricole (ratio de 98 %) et celui des Semi-conducteurs (100,1 %).

Comparaison des prix

Les deux séries temporelles, étudiées à partir de 1984, font ressortir les deux propriétés statistiques suivantes :

- un coefficient de corrélation élevé significativement différent de 0 : 0.867 (soit un r^2 de 0.752),
- des coefficients de corrélation de rangs moyens.

Ces résultats nous semblent exprimer la forme comparable des évolutions temporelles plutôt qu'une relation intrinsèque entre les deux séries de valeurs.

Par ailleurs, les intervalles de confiance des moyennes et des médianes sont très moyennement concluants quant au caractère significativement différent de ces valeurs entre les deux séries temporelles.

La question se pose maintenant de savoir quelles sont les caractéristiques des entreprises qui se portent acquéreurs des *start up* et, plus particulièrement, quelle est la place des entreprises leaders dans ces achats.

Quatre types d'acquéreurs

On peut s'attendre à ce que les leaders soient les plus actifs sur le marché du rachat de *start up*, plus particulièrement les leaders des secteurs *High Tech*⁸. Non seulement le coût d'une acquisition leur est très supportable mais, de plus, leur position et leur taille leur confèrent des avantages dans la mise au point définitive et la diffusion des nouveaux produits. Ils ont d'ailleurs une motivation spécifique, le maintien de leur leadership, qui les incite non seulement à actualiser toujours leur technologie, mais aussi à éliminer les concurrents dangereux. La tête du classement des acquéreurs de *start up* en fonction du nombre total d'acquisitions effectuées semble corroborer cette conjecture (cf. tableau 1). Mais une analyse statistique plus systématique permet de dresser un constat plus nuancé de la situation et des caractéristiques des acquéreurs de *start up*.

Nous avons été conduits à distinguer 5 catégories d'acquéreurs, dont 4 rassemblent des sociétés non financières:

- les leaders *High Tech* (au sens étroit)⁹ très actifs soit 18 groupes ayant réalisé au total 130 acquisitions
- les leaders *High Tech* peu actifs : 33 groupes ayant réalisé 48 acquisitions
- les non leaders *High Tech* (au sens étroit) très actifs : 32 groupes ayant réalisé 110 opérations
- les autres acquéreurs *High Tech* (au sens élargi) très actifs : 25 groupes ayant réalisé 101 opérations
- les groupes financiers ou non *High Tech* très actifs : 9 groupes ayant réalisé au total 29 opérations

La répartition entre les catégories des différentes opérations d'acquisition est la suivante:

	Nb de groupes	Nb d'acquisitions	Nb moyen par grp	Transaction Value (\$ Mil) NB	Transaction Value (\$ Mil) somme	Trans value par grp Moyenne apparente	Transaction Value (\$ Mil) moyenne
Leaders très actifs	18	130	7,22	95	90226	5012,56	949,75
Non leaders HT très actifs	32	110	3,44	94	21094,68	659,21	224,41
HT élargi très actifs	25	101	4,04	82	46455,72	1858,23	566,53
Non HT très actifs	9	29	3,22	15	37260,618	4140,06867	2484,04
Leaders High Tech peu actifs	33	48	1,45	39	12145,81	368,05	311,43
Autres groupes peu actifs	1538	1681	1,09	1103	355035,73	230,84	321,88
Investor group	?	34		17	3863,13		227,24
Undisclosed acquiror	?	5		1	3		3
		2123		1436	565324,97		393,68

Les leaders *High Tech* au sens étroit jouent un rôle important mais qui doit être nuancé et relativisé :

- au total, ils sont relativement peu importants en nombre d'opérations (130 + 48) : 8,4 % et un peu plus important en valeur : 18 % du total. Mais ils sont loin d'occuper une place dominante,
- ils sont les plus nombreux parmi les acquéreurs intervenant de façon substantielle. Ils en constituent un petit plus que le tiers (35,1% : 130/370),
- ils contribuent fortement à la concentration des acquisitions laquelle n'est cependant pas très élevée : 84 groupes réalisent 370 opérations soit 17,4 % de l'ensemble. La présence des leaders est dominante dans le 1^{er} tiers du classement par le nombre d'achats (c'est-à-dire lorsque le nombre d'acquisitions est supérieur ou égal à 3) : 18 groupes de l'échantillon (soit 1,1 % de l'ensemble si on

⁸ Les entreprises non *High Tech* interviennent beaucoup moins que les entreprises *High Tech* sur le marché du rachat de *start up* (alors que, très grossièrement, le non *High Tech* représente environ 50 % des secteurs concernés par le capital-risque).

⁹ La délimitation des activités *High Tech* est toujours délicate et sujette à discussion. Nous avons distingué un "noyau dur" de secteurs *High Tech* et un ensemble d'activités *High Tech* moins centrales que nous baptisons ici de secteurs *High Tech* "au sens élargi".

laisse de côté les intervenants non identifiés) réalisent 130 opérations (6,2% du total des opérations imputables - 2099) soit, en moyenne, un peu plus de 7 par groupe.

- si l'on va au delà du premier groupe de tête, on constate que les leaders *High Tech* n'occupent effectivement pas la place prépondérante qu'on semble parfois leur attribuer un peu *a priori*. En prenant les leaders et les non leaders *High tech*, très actifs ou peu actifs, on observe (cf. tableau 3-15) que les seconds réalisent 555 opérations (contre 177 pour les leaders), et que la valeur totale des transactions réalisées se situe à peu près au même niveau pour chaque groupe (leaders ou non leaders) : environ 100 milliards de dollars.

- un très grand nombre de leaders *High Tech* n'interviennent pas du tout ou très peu sur le marché de l'acquisition de *start up*.

- la place des leaders dans le rachat de *start up* résulte de façon déterminante du comportement de quatre groupes : Cisco, Microsoft, Lucent et Nortel qui, à eux quatre, ont réalisé 61 acquisitions. Au total, cela représente une faible concentration (moins de 3 %). Mais les interventions de ces quatre groupes suffisent à assurer la prééminence des leaders *High Tech* dans le premier tiers.

	Code	Nombre d'acquisitions	% sans la catégorie 5	% sans la catégorie 5	Transaction Value (\$ Mil) Nombre renseigné	Transaction Value (\$ Mil) somme	% sans la catégorie 5	% sans la catégorie 5
Leaders HT (étroit) : actifs et peu actifs	1	177	8,3%	11,3%	133	102296,81	18,1%	20,8%
Non Leaders HT (étroit) actifs	2	109	5,1%	7,0%	90	22133,96	3,9%	4,5%
Non Leaders HT (étroit) peu actifs	31	446	21,0%	28,6%	309	76052,52	13,5%	15,4%
Acquéreurs HT sens élargi	32	266	12,5%	17,0%	182	44045,27	7,8%	8,9%
Acquéreurs non identifiés	4	5	0,2%	0,3%	1	3,00	0,0%	0,0%
Conglomérats	40	2	0,1%	0,1%	2	3721,53	0,7%	0,8%
Investisseurs et banques	41	153	7,2%	9,8%	99	85438,35	15,1%	17,3%
Acquéreurs non HT	42	404	19,0%	25,9%	265	159077,73	28,1%	32,3%
Acquéreurs dont le secteur n'est pas renseigné	5	562	26,5%		355	72555,79	12,8%	
		2124	1		1436	565324,97	1	

En examinant les deux premiers tiers du classement et en rapprochant les acquisitions de *start ups* (source: Venture Expert) de toutes les acquisitions (source : banque de données SDC de Thomson Financial), nous observons que :

- les groupes *High Tech* non leaders rachètent proportionnellement plus que les groupes leaders si l'on rapproche les nombres de rachats de *start up* de tous les rachats. On observe un rapport de 1 à 2 pour les premiers versus un rapport de 1 à 6,5 pour les seconds,

- en valeur, le ratio est à peu près le même pour les deux groupes : le rachat de *start up* représente à peu près 42 % des acquisitions globales,

- dans la mesure où le groupe des leaders est borné inférieurement par la barre de 10 % de part de marché relative, et puisque la moyenne de la valeur des achats de *start up* par les non leaders est égale à 16 % de la valeur moyenne des achats de *start up* par les leaders, on peut dire que les premiers investissent proportionnellement plus que les seconds. Le montant total des valeurs pour les groupes non leaders des 2 1ers tiers représente 30 % du montant total des groupes leaders,

- enfin, l'on constate que les groupes non leaders dépensent au total 31,4 % en achats de toute nature de ce que dépensent les groupes leaders.

En conclusion sur ce point, hormis les opérations très nombreuses d'un nombre très réduit de leaders *High Tech* (au sens étroit), et plus particulièrement de leaders du secteur de l'équipement des télécommunications, les leaders *High Tech* occupent une place non principale par rapport à celle occupée par les non leaders *High Tech*. Si l'on tient compte des opérations des 4 leaders *High Tech* de tête, les leaders et les non leaders *High Tech*, pris globalement, font encore jeu égal en valeur totale, les non leaders dominant par le nombre total d'acquisitions. Par contre, les leaders *High Tech*

“ dominant ” sensiblement par le prix moyen d’acquisition. Finalement, nous pensons pouvoir affirmer, d’un point de vue statistique global, que les leaders des secteurs de haute technologie (au sens étroit) n’occupent pas une position dominante dans le rachat de *start up*.

L’investissement en capital-risque des sociétés non financières

Notre propos est centré sur les deux observations suivantes : la volatilité de ce type d’intervention en capital-risque d’abord ; la logique stratégique apparente ensuite.

La place de l’intervention en capital-risque des groupes industriels

Le *Corporate Venture* occupe une place très variable dans l’investissement en capital-risque.

On observe une montée en puissance très rapide entre 1966 et 1975, la part de ce type d’investissement s’élevant à 28 % en 1975. Un cycle de 10 ans s’étend entre 1971 et 1981. Un second cycle de 14 ans entre 1981 et 1995 (pic en 1985 à 15 %). Le dernier cycle dure une dizaine d’années, couvrant la période 1995-2003. Le pic de ce dernier cycle se situe à 15 % comme le précédent en 1999 et 2000 (10 milliards de dollars et 19 milliards respectivement pour un investissement total en capital-risque de 64,2 et de 116,2 milliards ces années là). En 2002, le *Corporate Venture* représente environ 8% de l’investissement total en capital-risque aux Etats-Unis.

On peut distinguer l’investissement “ direct ” de l’investissement “ indirect ” c’est-à-dire via des fonds captifs. On observe une domination forte, jusqu’en 1992 de l’investissement indirect par l’investissement direct. Mis à part les années 1999 et 2000 (où cette domination se manifeste à nouveau) les parts des deux types d’investissement dans l’investissement total en capital-risque sont très proches depuis 1992.

La caractéristique qu’il faut souligner est la volatilité de cette catégorie d’investissement que nous avons mesurée d’une façon sommaire.

Nous avons calculé, sur la période 1968-2002, les taux de variation de l’investissement des sociétés financières en capital-risque et de l’investissement total en capital-risque. La mise en correspondance de ces taux de variation pour chaque année de la période montre que les amplitudes des variations de l’investissement des sociétés financières sont le plus souvent supérieures aux amplitudes des variations de l’investissement total (Graphique).

L’investissement en capital-risque des sociétés non financières débouche-t-il sur des comportements spécifiques ?

L’une des questions que soulève l’analyse du capital-risque est celle de l’importance et de l’évolution de l’investissement en capital-risque effectué par les sociétés non financières : Quels principes semblent régir les interventions des groupes industriels sur le marché du capital-risque ? Les compagnies financées par ces groupes ont-elles des traits distinctifs ? Les performances des investissements effectués par les sociétés non financières sont-elles distinguables de celles associées aux investissements effectués par les autres intervenants ? Les groupes investissent-ils essentiellement sur une base stratégique ou avec le même type de motif financier que les autres fonds ?

L’interrogation de fond, sur le plan de l’économie industrielle, est celle de l’orientation stratégique des investissements effectués par les groupes industriels. On imagine aisément l’existence de motifs autres que financiers, qui poussent ces groupes à investir en capital-risque : (i) veille stratégique, (ii)

obtention d'informations externes ou internes destinées à identifier de jeunes entreprises innovantes à racheter, (iii) soutien de jeunes entreprises innovantes sur lesquelles le groupe aurait acquis une option d'achat, et même (iv) soutien à la création d'entreprises pouvant jouer un rôle stratégique dans le développement des marchés sur lesquels le groupe est présent¹⁰. Sur cette base, les comportements des groupes devraient se distinguer d'un côté par la spécificité des secteurs dont relèvent les entreprises financées et, de l'autre, par une performance financière éventuellement moindre, ou encore par le rachat par le groupe investisseur comme voie de sortie privilégiée ou significative.

Ces interrogations ne sont pas nouvelles. Ainsi, dans leur ouvrage sur le capital-risque, P. Gompers et J. Lerner consacrent un chapitre à la question de savoir " si la structure du capital-risque joue un rôle " et, plus particulièrement, comparent les investissements effectués par le capital-risque sous sa forme " traditionnelle ", et ceux effectués par des fonds mis en place par des sociétés non financières (2000, chapitre 5). La forme traditionnelle visée rassemble, pour l'essentiel, les fonds indépendants privés et ceux soutenus par des banques commerciales ou d'investissement. L'hypothèse posée est que " si les fonds de sociétés non financières ont des missions analogues à celles des organisations indépendantes et sont gérés par des individus qui ont des expériences similaires à celles de leurs gérants", les incitations et les structures organisationnelles sont " très différentes " : " la plupart sont structurés comme des filiales de sociétés non financières et ont des compensations beaucoup moins incitatives ". Les fonds des sociétés non financières diffèrent donc " drastiquement ", selon eux, des autres fonds. Gompers et Lerner avancent finalement la thèse que " les programmes d'investissement des sociétés non financières doivent apparaître comme moins performants ".

En désaccord avec le principe de la méthode utilisée par P. Gompers et J. Lerner, nous avons centré notre attention sur la structure du financement des compagnies soutenues par des fonds de capital-risque. Nous avons été ainsi conduits à distinguer : (i) les compagnies dans le financement desquelles n'interviennent que un ou plusieurs fonds issus d'une société non financière (qualifié de " *corporate pur* "), (ii) les compagnies dans le financement desquelles interviennent des fonds tels que une ou plusieurs sociétés non financières sont associées à d'autres types d'investisseurs (financements hybrides) et, (iii) des compagnies dans le financement desquelles n'interviennent que un ou plusieurs fonds auxquels ne participent que des investisseurs autres que des sociétés non financières.

Données	Corpven		Somme Corpven	Non corpven Sans corporate	Total
	corp hybr	Corp. Pur			
Nb Compagnies	5639	458	6097	17047	23144
NB Total Known Amt Invested in Company (\$000) (valeurs renseignées)	5568	321	5889	15497	21386
Somme Total Known Amt Invested in Company (\$000)	200026897	1715767,1	201742664,1	200960615,8	402703279,9
Moyenne Total Known Amt Invested in Company (\$000)	35924,37087	5345,068847	34257,54187	12967,7109	18830,22912
Max Total Known Amt Invested in Company (\$000)	1501550	225000	1501550	2629577	2629577
Ecartype Total Known Amt Invested in Company (\$000)	54860,29142	15578,63886	53916,2557	41682,03599	46365,71551

En fonction de cette typologie, nous pouvons caractériser l'échantillon disponible de la façon suivante :

Nous observons :

- le nombre limité des compagnies dans lesquelles n'interviennent que des fonds " *corporate* " : 458 sur un total de 23144 compagnies US renseignées, soit à peine 2 %.

¹⁰ On a ainsi souvent prétendu que les interventions nombreuses d'Intel en capital-risque sont destinées à développer les applications nouvelles des micro-processeurs et, ainsi, à permettre de soutenir la création de nouvelles demandes pour ses produits.

- la domination des compagnies financées exclusivement par des fonds autres que “ *corporate* ” : 17047 soit 73,6 % de l’effectif renseigné.
- l’importance de compagnies financées de façon “ hybride ” : 5839 soit 25,2 %.

Globalement, les compagnies financées par au moins un fonds créés par une ou plusieurs sociétés non financières sont au nombre de 6097, soit 26,3 % de l’effectif total. On constate également que si l’on prend le critère de l’investissement réalisé, les compagnies financées de façon hybride bénéficient d’un montant total d’investissement quasiment égal à celui dont bénéficient les compagnies soutenues exclusivement par des fonds “autres” c’est-à-dire sans intervention, directe ou indirecte, de sociétés non financières. Certes le nombre de compagnies dont l’investissement total est renseigné est relativement plus élevé dans le premier cas (98,7%) que dans le second (91%). Mais on relève surtout que l’investissement moyen réalisé par des financements hybrides est sensiblement supérieur à l’investissement moyen réalisé par des pools de fonds auxquels ne participent aucune société non financière: 35,9 millions de dollars dans le premier cas contre quasiment 13 millions dans le second. D’autres différences importantes apparaissent dans le tableau selon la structure du financement : nombre de tours de table moyen par compagnie, nombre moyen de fonds intervenant dans le financement des compagnies et nombre moyen de firmes investies dans les compagnies.

La lecture directe du tableau fait immédiatement ressortir des caractéristiques intéressantes :

- d’une part le contraste important entre, d’un côté, les compagnies adossées à un ou plusieurs fonds “ *corporate* ” exclusivement et, de l’autre les compagnies bénéficiant d’un financement “ hybride ” : par le nombre (458 contre 5639), par l’investissement cumulé (1,7 milliards de dollars contre 200), par l’investissement moyen investi par compagnie (5,3 millions de dollars contre 35,9)...
- d’autre part le contraste entre les compagnies bénéficiant d’un financement hybride et celles bénéficiant d’un financement auquel ne participe aucune société non financière : la différence de nombre largement en faveur des secondes (17047 contre 5639) se conjugue avec une différence du financement moyen qui se caractérise par un rapport de 1 à presque 3.
- le financement en capital-risque de compagnies US est effectué pour moitié par des pools auxquels ne participe aucun fonds “ *corporate* ” et, pour l’autre moitié, par des pools auxquels participe au moins un fonds de ce type.

L’application d’un test statistique pour tester l’égalité de l’investissement moyen selon la structure du financement conduit nettement à écarter l’hypothèse nulle d’égalité des moyennes. Nous pouvons retenir le principe de différences significatives entre l’investissement moyen réalisé par un/des fonds “ *corporate* ” pur(s), celui réalisé par des fonds hybrides et celui réalisé par des fonds “ non *corporate* ”.

On observe que le mélange, dans une analyse statistique, du financement par des fonds créés exclusivement par une ou plusieurs sociétés non financières, avec le financement par des pools de fonds auxquels participe au moins un fonds de ce type, conduit à masquer une différence très nette entre ces deux structures.

Les financements de type “ *corporate* ” pur sont concentrés sur quasiment un seul tour de table (401 compagnies sur 458). Les deux tiers des compagnies bénéficiant de financements hybrides sont concentrées sur au maximum quatre tours de table. 80 % des compagnies bénéficiant de financement sans participation de fonds “ *corporate* ” connaissent au maximum trois tours de table. Les moyennes sont nettement différentes selon le type de financement. L’application d’un test statistique conduit à écarter l’hypothèse d’égalité des moyennes. La probabilité p est nulle dans les trois comparaisons binaires.

L'examen du nombre moyen de fonds et du nombre moyen de firmes participant au financement d'une compagnie selon la type de financement fait apparaître une propriété déjà relevée dans les comparaisons précédentes : les valeurs moyennes des compagnies bénéficiant de financement "*corporate*" pur sont plus proches de celles des compagnies de financements sans participation "*corporate*" que des compagnies bénéficiant de financements hybrides.

410 compagnies sur les 455 bénéficiant de financement "*corporate*" pur sont financées par un seul fonds, c'est-à-dire, dans le cas présent, par un fonds maison ou directement par un groupe industriel. 416 sont en relation avec une seule firme de capital-risque.

D'autres tests statiques de comparaison des trois types de structure du financement des start up conduisent à des observations analogues

En conclusion, notre analyse quantitative de l'investissement en capital-risque par les sociétés non financières débouche sur une observation que l'on peut qualifier de paradoxale :

- si le financement "*corporate*" obéit à des motivations spécifiques et se manifeste de façon originale par rapport aux caractéristiques des compagnies financées d'une autre façon, ces singularités doivent se manifester au premier chef à partir des caractéristiques des compagnies dont la structure de financement est de type "*corporate*" pur,
- or nous observons que les caractéristiques des compagnies bénéficiant d'un financement "*corporate*" pur ne sont souvent pas distinguables, statistiquement, de celles des compagnies bénéficiant d'un financement "sans *corporate*",
- de plus, ce sont les compagnies dont le financement est hybride, c'est-à-dire celles dont les performances ou les comportements, en tant que financées par des fonds "*corporate*", sont les plus délicates à spécifier à priori, qui ont les caractéristiques les plus "originales".

Soulignons à nouveau que les analyses présentées ici portent exclusivement sur les compagnies US ayant bénéficié d'au moins un financement de type capital-risque. Les observations privilégient par conséquent le capital-risque en écartant notamment tous les financements qui relèveraient exclusivement du capital-transmission.