Capital-investissement et stratégies de syndication : le cas de la france

Muriel Dal-Pont Legrand et Sophie Pommet

Édition électronique

URL : <https://journals.openedition.org/rei/5049>
DOI : 10.4000/rei.5049
ISSN : 1773-0198

Éditeur

De Boeck Supérieur

Édition imprimée

Date de publication : 15 juin 2011
Pagination : 177-190
ISSN : 0154-3229

Référence électronique

Muriel Dal-Pont Legrand et Sophie Pommet, « Capital-investissement et stratégies de syndication : le cas de la france », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 134 | 2e trimestre 2011, document 8, mis en ligne le 15 juin 2013, consulté le 02 juin 2022. URL : <http://journals.openedition.org/rei/5049> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/rei.5049>

CAPITAL-INVESTISSEMENT ET STRATÉGIES DE SYNDICATION: LE CAS DE LA FRANCE

Mots clefs : capital-investissement, innovation, syndication, expertise, valeur ajoutée.

Key words : Venture Capital, Innovation, Syndication, Expertise, Adding- Value Strategy.

I. — INTRODUCTION

Dans un contexte où la croissance économique est essentiellement tirée par les innovations, posséder un secteur du capital-investissement (1) dynamique et performant est une nécessité (Glachant *et al.*, 2008). On a ainsi assisté durant les deux dernières décennies à un développement extrêmement rapide de l'industrie du capital-investissement sans que pour autant l'on puisse considérer aujourd'hui encore que l'on a parfaitement identifié la nature et le rôle de ces nouveaux intermédiaires financiers. Parvenir à identifier les déterminants de la performance des sociétés de capital-investissement (SCI)

(*) Nous souhaitons remercier Michel Aglietta et Michel Boutillier pour leurs commentaires sur une version ultérieure de ce travail ainsi que les rapporteurs anonymes qui ont contribué à l'amélioration de ce papier. Nous sommes seules responsables des éventuelles erreurs restantes. Nous exprimons également toute notre gratitude à l'égard du Comité Lépine pour le soutien financier apporté à leur projet de recherche sur « Comportements et performance des sociétés de capital-investissement françaises ».

(1) On regroupe sous la notion de capital-investissement les apports en fonds propres qui donnent lieu à des prises de participations auprès de firmes non cotées, qui sont en phase de démarrage (capital-risque) ou bien de développement (capital-développement).

constitue un enjeu majeur pour nos économies, un enjeu d'autant plus « stratégique » que les États-Unis exhibent dans ce domaine des performances bien plus élevées que celles obtenues par la France ou par les autres pays européens.

Pour mieux comprendre le fonctionnement de l'industrie du capital-investissement, il est important de distinguer les différents métiers qui la composent. Ces derniers s'exercent en fait sur quatre segments qui eux-mêmes sont découpés en deux étapes séquentielles : tout d'abord le *venture capital* (terme anglo-saxon) qui désigne le capital-amorçage, le capital-risque et le capital-développement, trois phases totalement liées au démarrage des entreprises et ensuite le *capital-transmission* qui désigne les opérations de succession, de reprises d'entreprises et le *capital-retournement*. On considère généralement que les opérations de capital-transmission et de capital-retournement ne relèvent pas explicitement du financement de l'innovation.

Parmi les comportements qui ont récemment attiré l'attention des économistes, les stratégies de syndication sont particulièrement intéressantes : elles semblent à la fois révéler des particularités « nationales » mais aussi refléter l'influence de la nature institutionnelle de ces SCI comme leurs choix d'investissement (en termes de stades de développement des firmes, de secteurs industriels...). En effet, ces sociétés investissent auprès d'entreprises qui ont un fort potentiel de croissance et qui, à ce titre, portent un risque extrêmement élevé. C'est donc inévitablement l'une des fonctions essentielles des SCI que de gérer ces risques et les stratégies de syndication, c'est-à-dire la réalisation de transactions communes, représentent l'un des outils majeurs permettant de gérer ce risque.

L'objectif de cet article est double. Il s'agit à la fois d'explicitier ce que l'on entend par syndication dans le secteur du capital-investissement et de présenter une synthèse des motivations sous-jacentes mais aussi d'examiner plus spécifiquement le cas de la France en évaluant tout d'abord son recours à la syndication pour ensuite le comparer à celui des autres pays européens et des États-Unis.

Le papier s'organise de la manière suivante. La section deux explicite ce que l'on entend par syndication dans le secteur du capital-investissement et présente une synthèse des motivations sous-jacentes à ce type de stratégies. Une troisième section dépeint le comportement de syndication des SCI françaises pour ensuite, dans une quatrième section, comparer ces comportements à ceux de leurs homologues en Europe et aux États-Unis. On propose ensuite dans une cinquième section d'examiner l'influence de l'origine des fonds collectés par les SCI sur leur comportement de syndication mais aussi les implications que cela suggère en termes de choix d'investissement. La dernière section fournit des éléments de réflexion concernant la performance du capital-investissement français ainsi que ses perspectives à court terme.

II. — LA SYNDICATION : DÉFINITION, ENJEUX ET MOTIFS

La syndication n'est pas en soi un phénomène nouveau et peut s'appliquer à des situations très différentes comme le crédit bancaire ou encore la syndication de plates-formes de travail. Dans le cas du capital-investissement, on considère qu'il y a syndication dès lors que (au moins) deux SCI réalisent un investissement commun en vue d'en partager les bénéfices (Wilson, 1968). Le partenariat porte ainsi à la fois sur la prise de risque et sur le partage des gains potentiels. La syndication représente donc un moyen pour les SCI, encore appelées sociétés de *private equity*, de gérer les incertitudes informationnelles qui caractérisent les investissements des petites firmes basées sur les nouvelles technologies. Si le recours à la syndication est devenu monnaie courante, l'on observe néanmoins une disparité non négligeable à la fois dans son utilisation mais aussi dans les motivations des agents qui la mettent en œuvre.

Si les motifs qui conduisent des SCI à adopter ces stratégies de syndication s'entremêlent le plus souvent, nous avons choisi afin de préserver la clarté de l'exposé, de les présenter de manière distincte. La littérature a jusqu'à présent identifié principalement quatre motifs de syndication.

Le premier motif et sans doute le plus « naturel », consiste pour les partenaires financiers à partager le risque associé à une opération donnée en réduisant à la fois le montant investi et les pertes potentielles (Lerner, 1994 ; Lockett et Wright, 2001). Ce résultat est obtenu *via* la diversification des investissements ainsi rendue possible mais peut aussi être le résultat de la mise en commun d'informations et/ou d'expertises, des éléments qui vont permettre une meilleure sélection *ex post* des projets ainsi financés (Huang et Xu, 2003).

Le second motif de syndication concerne la sélection des projets. Lerner (1994) considère qu'en présence d'incertitude sur les projets, un processus d'évaluation de ces derniers par plusieurs investisseurs permet d'améliorer leur sélection *ex ante*. Selon ce même auteur, les meilleurs projets seront alors sélectionnés grâce à l'obtention d'une opinion additionnelle sur leur qualité spécifique.

Le troisième motif, qui demeure étroitement lié aux précédents, est qu'en procédant de la sorte, les SCI espèrent à leur tour bénéficier d'opportunités d'investissements cette fois-ci proposées par d'autres SCI et, *via* la mise en œuvre de cette réciprocité, accroître leur flux de bons projets (*business flow*) (Sorenson et Stuart, 2001) tout en minimisant leurs efforts de recherche et de sélection.

Le quatrième motif consiste à rechercher explicitement dans la syndication un moyen de bénéficier d'une expertise additionnelle et parfois complémentaire à celle du premier investisseur (Brander *et al.*, 2002 ; Dal-Pont Legrand and Pommet, 2010). Ce dernier motif de syndication répond alors à un besoin

de ressources additionnelles spécifiques post-investissement (expertise dans un domaine particulier par exemple) (Hopp et Rieder, 2006).

Bien évidemment, les syndications mises en place par les SCI correspondent le plus souvent à plusieurs de ces motivations. Néanmoins, il est important de noter que ces stratégies ne répondent pas aux mêmes priorités et qu'elles semblent différentes, que la SCI évolue aux États-Unis ou en Europe.

III. — LE COMPORTEMENT DE SYNDICATION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT FRANÇAIS

Le capital-investissement français (2) tient une place prépondérante et grandissante au sein de l'Europe et compte ainsi parmi les pays les plus actifs au niveau mondial (cf. tableau 1). Selon les chiffres de l'AFIC (3), la France représentait en 2007, le premier marché du capital-investissement en Europe continentale et le troisième marché au monde après le Royaume-Uni et les États-Unis (en montants investis) : les opérateurs français ont en effet investi cette année-là, en France et à l'étranger, 12,3 milliards d'euros, le Royaume-Uni se situant loin devant la France avec 34,2 milliards d'euros (données de l'EVCA (4) concernant les investissements réalisés dans le pays d'origine mais aussi à l'étranger). On retrouve ce même classement pour l'année 2008 même si les montants investis ont globalement diminué.

Comme en atteste le tableau 1, la part des montants syndiqués dans le montant total investi par les opérateurs français est croissante et reflète une tendance commune au capital-investissement en Europe et aux États-Unis. À première vue, ces résultats plaideraient pour le diagnostic d'un retard initial de la France dans l'utilisation des stratégies de syndication, retard qui semble se combler depuis la fin de la dernière décennie. La comparaison avec les chiffres des États-Unis requiert néanmoins une certaine prudence dans la mesure où ces derniers ne comptabilisent que les opérations des sociétés de capital-risque *lato sensu* (ou *venture capital* anglo-saxon) alors que les chiffres fournis par l'Europe sont donnés pour les sociétés de *private equity* qui financent l'ensemble des stades de développement. Il est vrai que les SCI localisées aux États-Unis ont recours à des opérations de syndication (en nombre et en mon-

(2) Il faut noter que le métier du capital-investissement français correspond à celui du *Private Equity* anglo-saxon, *i.e.* opérations de transmission comprises, alors que le terme de *Venture Capital* correspond au capital-risque *lato sensu*.

(3) Association Française des Investisseurs en Capital, [http://www.afic.asso.fr/ Website/site/fra_accueil.htm](http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_accueil.htm).

(4) *European Venture Capital Association*, <http://www.evca.eu/>.

TABLEAU 1

Années	Europe				France			
	Montants investis	Montants syndiqués	Nombre d'investissements	Nombre syndiqués	Montants investis	Montants syndiqués	Nombre d'investissements	Nombre syndiqués
2005	47 057,2	10 507,3	10,9	2,7	7 293,6	4 182,1	2,0	1,2
2006	71 164,5	18 936,5	10,7	3,2	10 100,0	7 054,0	2,3	1,5
2007	73 787,5	31 935,9	8,4	3,1	12 288,3	6 946,7	1,4	0,9
2008	54 128,5	23 343,4	9,3	3,6	8 772,2	5 304,2	1,9	0,9

Source : Yearbook 2007 et 2009 de l'EVCA. Les montants sont exprimés en millions d'euros.

tants) depuis plus longtemps que leurs homologues basées en Europe et plus particulièrement en France. Le développement tardif en Europe de ce comportement de syndication s'explique en partie par le manque de maturité qui est généralement attribué à cette industrie du capital-investissement puisque les différentes stratégies de syndication répondent à des besoins spécifiques qui croissent au fur et à mesure que l'industrie de capital-investissement d'un pays se développe.

IV. — UNE COMPARAISON INTERNATIONALE DES STRATÉGIES DE SYNDICATION

Si dans l'ensemble les sociétés de *private equity* syndiquent de plus en plus fréquemment leurs investissements, il existe encore des différences marquées dans l'intensité avec laquelle elles ont recours à cette stratégie en fonction à la fois de leur pays d'origine et de leur nature.

TABLEAU 2 :
Nombre d'investissements
syndiqués en %

Années	USA	Europe	France
1996	47.2	39.2	60.9
1997	54.7	22.5	28.9
1998	50.1	23.2	31.9
1999	65.0	32.1	55.5
2000	63.6	29.5	35.9
2001	60.0	28.7	39.9
2002	—	27.9	40.7
2003	—	23.2	48.1
2004	—	20.8	49.8

Sources : les chiffres pour la France proviennent de l'AFIC. Les chiffres pour les USA et l'Europe proviennent de Meuleman *et al.* (2006) et Wright et Lockett (2003).

Sur le plan empirique, le tableau 2 nous permet de retracer l'historique des investissements syndiqués (en nombre) et fait apparaître deux principaux constats.

Tout d'abord, si on les compare à leurs homologues localisées aux États-Unis, les sociétés de *private equity* basées dans les pays européens (comprenant l'Europe continentale et les pays anglo-saxons tels que l'Irlande et le Royaume-Uni) ont moins fréquemment recours aux opérations de syndication. Cet écart observé dans le comportement de syndication est particulièrement visible pour les années 1999 et 2000 pour lesquelles plus de 60 % des investissements étaient

syndiqués aux États-Unis contre seulement 30 % en Europe. Le taux de croissance des investissements syndiqués observé entre 1997 et 2001 semblerait toutefois confirmer un certain « rattrapage » de la part de l'Europe et plus particulièrement de la France.

On observe ensuite que la France se situe au-dessus de la moyenne européenne avec par exemple pour l'année 2004, 50 % de ses investissements syndiqués contre seulement 20 % pour l'ensemble des pays européens (cf. tableau 2).

Pour les cinq dernières années disponibles, le constat reste le même que précédemment que l'on raisonne en nombre ou bien en montants d'investissements : en moyenne, 59 % des investissements sont syndiqués en France contre 32 % pour l'Europe (5), ce qui situe là encore la France bien au-dessus de la moyenne européenne (cf. tableau 3).

Par ailleurs, on a souvent l'habitude de considérer que l'industrie du *private equity* au Royaume-Uni est plus proche de l'industrie du *private equity* d'outre-Atlantique que de celle des pays d'Europe continentale. Les chiffres contestent ce diagnostic dans le cas de la syndication : ils nous montrent que la part des investissements syndiqués au Royaume-Uni est plus faible qu'en France (en moyenne 34 % sur les cinq années contre 58 % pour la France). Il semblerait donc qu'en matière de syndication, les SCI implantées au Royaume-Uni soient finalement plus proches du comportement moyen européen que de celui que l'on observe auprès de leurs homologues nord-américaines.

Si l'on souhaite expliquer les disparités internationales observées pour ce comportement de syndication, il convient de prendre en compte des caractéristiques propres aux SCI telles que, par exemple, leur degré de spécialisation. Il apparaît ainsi que la propension à se syndiquer diffère non seulement en fonction des pays mais aussi en fonction des types de SCI qui y sont majori-

TABLEAU 3 : Nombre d'investissements syndiqués en % (6)

Années	Europe	Allemagne	Belgique	Danemark	France	Italie	Pays Bas	Royaume- Uni	Suède
2005	25.0	23.1	3.2	18.2	59.1	35.9	4.4	17.5	14.8
2006	30.1	24.2	15.5	20.3	63.8	40.6	5.6	22.5	19.5
2007	37.6	27.1	43.3	35.8	66.1	37.2	21.0	42.0	20.1
2008	38.6	26.9	54.5	40.3	47.9	44.0	32.1	43.2	44.4
2009	44.2	33.4	43.9	47.1	55.2	43.1	39.3	47.9	43.3

Source : Yearbook 2007, 2009 et 2010 de l'EVCA.

(5) Nous avons choisi de présenter ici uniquement les pays européens qui ont une activité de *private equity* assez développée et ce, afin de pouvoir établir une comparaison avec la France.

(6) Ici aussi les chiffres pour les États-Unis focalisent sur le *venture capital* alors que les chiffres pour l'Europe sont donnés pour les sociétés de *private equity*.

tairement présentes. Sorenson et Stuart (2001), ou encore Manigart *et al.* (2002), ont montré que plus une société de capital-investissement est spécialisée dans un secteur industriel, et plus grande est sa propension à se syndiquer. Le degré de spécialisation de ces sociétés pourrait ainsi expliquer en partie les écarts observés dans le recours à la syndication puisque selon les résultats obtenus par Hege *et al.* (2006), les SCI européennes (15 pays européens sont étudiés) sont en moyenne moins spécialisées que celles situées aux États-Unis.

Par ailleurs, les études empiriques réalisées sur les sociétés de *private equity* nord-américaines et européennes ont en effet montré qu'il existe une hétérogénéité importante dans les comportements de ces dernières (Hege *et al.*, 2006 ou encore Manigart *et al.*, 2006) et que cette hétérogénéité révèle des différences majeures dans les motivations sous-jacentes à ces comportements de syndication. De Clercq et Dimov (2004) mettent en évidence que ce sont les motifs de syndication pour valeur ajoutée et purement financier qui expliquent le mieux le comportement de syndication des SCI localisées aux États-Unis. Ce résultat contraste avec celui obtenu par Manigart *et al.* (2006) pour les pays européens (7) qui montrent que les SCI se syndiquent avant tout pour un motif financier, le motif de recherche flux d'affaires venant en seconde position. Clairement, le motif de syndication pour valeur ajoutée n'est donc pas le plus utilisé par les sociétés européennes. Cette dernière étude met de plus en évidence un élément important : sans pour autant qu'il existe un modèle unique décrivant l'industrie européenne du capital-investissement, les motivations sous-jacentes à la syndication de ces SCI sont assez similaires. On observe néanmoins une différence plus marquée quand on compare les comportements de ces sociétés européennes aux pratiques nord-américaines.

Par ailleurs, le moindre recours à une syndication pour motif de valeur ajoutée par les sociétés européennes est cohérent avec leur plus faible engagement dans les premiers stades de développement des entreprises (*i.e. early stage*) en comparaison aux choix de financement de leurs homologues basées aux États-Unis. On peut ainsi se demander si le choix pour une SCI, d'intervenir dès les premières phases de développement des firmes ne dépend pas de la « nature » de cette société, c'est-à-dire de la nature des fonds qu'elle perçoit, qui définit ses objectifs pour déterminer *in fine* sa stratégie.

V. — ORIGINES DES CAPITAUX LEVÉS ET STRATÉGIES DES INVESTISSEURS

Comme on l'a déjà suggéré, certaines caractéristiques des SCI telles que le degré de spécialisation ou l'origine de leurs fonds peuvent avoir un impact sur leurs choix de syndication. Les différences marquées entre les SCI européennes et nord-américaines concernant leurs choix d'investissement et

(7) Les pays européens considérés dans l'étude sont : la Belgique, la France, l'Allemagne, la Suède, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

notamment leurs choix en matière de stades de développement financés, pourraient expliquer en partie des stratégies si différentes en matière de syndication. Par ailleurs, ce choix d'intervenir à tel ou tel autre stade de financement va dépendre des objectifs des SCI, de l'horizon retenu pour examiner leur rentabilité et donc, *in fine*, de la nature de leurs pourvoyeurs de fonds. Nous proposons d'analyser successivement ces deux éléments afin de mieux caractériser la structure du secteur du capital-investissement français.

1. La nature des SCI

Après avoir pensé que les SCI anglo-saxonnes adoptaient des contrats et des structures de contrat plus incitatives, il est récemment apparu (Hirsch et Walz, 2006) que les différences que l'on pouvait repérer entre les performances des sociétés anglo-saxonnes et de celles basées sur le continent européen tenaient davantage à leur nature. Traditionnellement, on distingue quatre types de SCI (8) : les indépendantes qui perçoivent des fonds de différents investisseurs et qui ont à ce titre un mode de gestion indépendant, les captives et semi-captives qui sont adossées à des sociétés financières (banques ou assurances) ou encore à des grandes firmes (on dit alors qu'elles appartiennent à la catégorie des *Corporate venture firms*), et enfin, les SCI publiques, adossées à des organismes publics. Hirsch et Walz (2006) les classent respectivement comme : indépendantes, affiliées et publiques. Les SCI captives sont les plus représentées en Europe alors que les SCI indépendantes sont la norme aux États-Unis (Bottazzi et Da Rin, 2002).

Comme en atteste le tableau 4 (voir page suivante), les fonds perçus par les SCI nord-américaines proviennent essentiellement d'investisseurs institutionnels : ces sociétés sont donc en grande majorité indépendantes. Au contraire, en Europe et dans une plus grande mesure encore en France, la première source de fonds qui alimente le secteur du capital-investissement provient des compagnies financières. Étant donné que la proportion relative de chaque type de SCI se reflète dans le comportement moyen des SCI pour un pays donné, c'est cette prépondérance des SCI affiliées aux compagnies financières qui affecte les statistiques françaises : on ne peut donc pas considérer qu'il s'agit d'un véritable écart de comportements entre SCI de même nature entre la France et les États-Unis, on peut davantage soupçonner un effet de composition au sein de ces secteurs.

Plusieurs études empiriques (9) ont effectivement mis en évidence que le comportement de syndication de ces sociétés pouvait varier en fonction de leur nature, *i.e.* de l'origine de leurs fonds.

(8) Cf. la classification de l'AFIC.

(9) Bottazzi *et al.* (2004) montrent que ce sont les SCI les plus spécialisées qui financent les premiers stades de développement de l'entreprise alors que par ailleurs, Bottazzi *et al.* (2004) et Dushnitsky et Lenox (2006) révèlent que les SCI indépendantes et celles affiliées à de grandes entreprises sont les plus spécialisées. De même, comme mentionné précédemment (cf. *supra*), il apparaît que plus une SCI est spécialisée dans un secteur industriel, plus grande est sa propension à se syndiquer (Sorenson et Stuart, 2002 ou encore Manigart *et al.*, 2002).

TABLEAU 4 : Origines des capitaux levés (en %) par les SCI

Années	Investisseurs institutionnels			Industriels			Compagnies financières			Fonds publics			Autres		
	UE	Fr	USA	UE	Fr	USA	UE	Fr	USA	UE	Fr	USA	UE	Fr	USA
1991	15	11	76	5	5	5	48	74	6	2	1	—	30	9	13
1992	13	8	67	6	3	4	45	68	17	9	1	—	27	20	12
1993	16	4	73	5	6	8	40	83	12	6	1	—	33	6	7
1994	20	17	69	9	4	9	41	62	10	3	3	—	27	14	12
1995	29	14	59	5	4	5	36	75	20	3	3	—	27	4	16
1996	34	6	70	3	28	20	35	63	3	2	1	—	26	2	7
1997	26	24	56	11	17	25	42	57	6	2	2	—	19	0	13
1998	24	24	66	10	6	12	37	52	10	5	4	—	24	14	12
1999	23	33	61	10	13	14	43	48	16	5	2	—	19	4	9
2000	31	30	61	10	5	4	32	54	23	5	4	—	22	7	12
2001	46	11	51	5.8	5	3	36.3	74	25	6	1	—	5.9	9	9
2002	35.7	36.3	57	7.3	4.2	10	40	41.9	16	11.1	6.4	—	5.9	11.2	17
2003	39.4	31	84	4.8	7.6	5.4	30.2	49	9.6	6.8	3.8	—	18.8	8.6	1
2004	42.5	31	84.8	7	7.6	5.1	33.7	49	9.1	6.1	3.8	—	10.7	8.6	1
2005	45.2	43.9	85	5.1	5.8	5.3	28.7	42.4	8.5	9.9	3.3	—	11.1	4.6	1.2
2006	55.5	52.8	86	3.7	3	5	24.4	37.6	7.8	8.7	4.5	—	7.7	2.1	1.2
2007	44.8	22.3	88	2.4	1.1	4.4	19.6	18.2	7.2	5.3	3.7	—	27.9	54.7	0.6
2008	50.2	33	91	2.9	1.1	3	13.3	34.6	5.5	7.2	4.2	—	26.4	27.1	0.5
2009	37.1	30.9	90	6.3	24.4	2.6	27.7	21	6	11.8	12.5	—	17.1	11.2	1.4

Sources : les chiffres pour l'Europe et les USA sont tirés de Bottazzi et Da Rin (2002) pour les années 1991 à 2001. Les chiffres pour les USA sont tirés de Gompers et Lerner (2004) pour l'année 2002. Les chiffres pour la France sont tirés de l'AFIC pour les années 1991 à 2002. Le reste des chiffres sont tirés de l'EVCA et de la NVCA.

Afin d'homogénéiser les différentes données recueillies, nous avons reconstitué cinq catégories principales de type d'investisseurs. Le tableau présenté est donc basé sur nos propres calculs. Les chiffres en italique pour les USA représentent le montant des fonds *sous gestion* pour les différentes catégories d'investisseurs présentés. En effet, les montants levés à partir des différents types d'investisseurs ne sont pas disponibles dans les données présentées par les *yearbook* de la NVCA. Ces chiffres ne représentent donc qu'une approximation des montants effectivement levés à partir des différents types d'investisseurs.

Schertler (2005) a montré et ce pour l'ensemble des pays européens, que les SCI captives (*i.e.* adossées à des banques, des entreprises ou à des organismes publics) ont une tendance plus faible à syndiquer leurs investissements que les sociétés indépendantes. Or, la part de ces sociétés indépendantes étant plus faible en Europe qu'aux États-Unis, on peut imaginer expliquer ainsi en partie les écarts de comportements observés entre les sociétés basées en Europe et celles qui sont implantées aux États-Unis.

Par ailleurs, Bottazzi *et al.* (2008) ont montré que les SCI indépendantes sont plus impliquées dans le management des firmes qu'elles financent et que, assez logiquement, ce sont également ces SCI qui obtiennent les meilleures performances (mesurées par le type de sortie de l'entreprise en portefeuille).

TABLEAU 5 : Montants investis dans les différents stades de développement des entreprises en %

(ces chiffres portent uniquement sur le *venture capital* et excluent donc le segment du *capital-transmission*)

	Amorçage/création/ post-crédation (10)			Stades d'expansion et de développement		
	Europe	France	USA	Europe	France	USA
1997	15	30.5	26	85	69.5	74
1998	23	30.5	30	77	69.5	70
1999	27	32.5	24	73	67.5	76
2000	32	37	24	68	63	76
2001	21	47	23	79	53	77
2002	30	39.5	20	70	60.5	80
2003	25.5	28	20	74.5	72	80
2004	23	26	18	77	74	82
2005	19	33	21	81	67	79
2006	39	28	21	61	72	79
2007	22	23	25	78	77	76
2008	20	20	35	80	90	65
2009	26	20	25	74	80	75

Sources : pour les USA et l'Europe, les chiffres sont tirés de Bottazzi et Da Rin (2002) pour les années 1997 à 2001. Pour les USA les chiffres sont tirés de la NVCA pour les années 2002 à 2009. Pour la France, les chiffres sont tirés de l'AFIC pour les années 1997 à 2001. Le reste des chiffres pour l'Europe et la France sont tirés des *yearbook* de l'EVCA.

Afin d'homogénéiser les différentes données recueillies, nous avons reconstitué deux catégories principales de stades de développement. Par ailleurs, les chiffres recueillis ici ne concernent que le *venture capital* (ou *capital risque lato sensu*) et excluent donc les montants investis sur le stade de la transmission. Le tableau présenté repose sur nos propres calculs.

La littérature empirique identifie donc la nature des SCI comme un vecteur important de l'adoption de comportements spécifiques et ce serait la proportion relative des SCI captives (ou semi-captives) vis-à-vis des SCI indépendantes, qui déterminerait la rentabilité globale du secteur de capital-investissement. Ainsi, la proportion de ces différentes SCI expliquerait la variété des comportements observés concernant le recours à la syndication, que cela soit en termes d'intensité ou de stratégie.

2. L'allocation des fonds par stade de développement

La part des investissements dédiés aux premiers stades de développement des entreprises est très différente en Europe et aux États-Unis.

À titre d'exemple, pour l'année 2008, 35 % du montant total des fonds investis par les sociétés de *venture capital* basées aux États-Unis ont été consacrés au financement des premières phases de développement (cf. tableau 5) contre

(10) Ces stades de développement correspondent au stade du *early stage*.

TABLEAU 6 : Montants investis dans les différents stades de développement des entreprises en %

	Amorçage/création/ post-création		Développement		Rachat de positions minoritaires et redressement (11)		Transmission	
	FR	Europe	FR	Europe	FR	Europe	FR	Europe
1999	18	12.9	38	29.6	5	4.7	38	52.8
2000	21	19	36	37.1	5	2.7	38	41.2
2001	17	17.2	22	32.9	2	4.9	59	45.0
2002	8.5	10.6	12.9	24.8	1.9	3.4	76.8	61.2
2003	9.3	7.4	23.8	21.4	9.5	7.9	57.4	63.3
2004	7.9	6.4	22.2	21.4	2.2	2.5	67.7	69.7
2005	6.5	5.2	12.8	21.8	4	4.8	76.7	68.2
2006	5.3	10.4	13.6	16	1.2	5	79.9	68.6
2007	2.6	3.6	8.4	12.7	2.7	4.8	86.3	79
2008	5.1	5.3	20.3	21.6	2.3	3.4	72.3	69.7
2009	10.4	9.3	42	27.5	6	9.8	41.6	53.3

Sources : Yearbook de l'EVCA (années 2004, 2005, 2006, 2007, 2009 et 2010) et AFIC.

Afin d'homogénéiser les différentes données recueillies, nous avons reconstitué quatre catégories principales de stades de développement (nos calculs).

seulement 5.3 % pour l'ensemble des sociétés de *private equity* européennes et 5.1 % pour les mêmes sociétés françaises (cf. tableau 6).

Globalement, les études empiriques réalisées sur les choix d'investissement des SCI européennes et nord-américaines révèlent toutes un constat identique : les SCI indépendantes financent davantage les premiers stades de développement des entreprises que les stades ultérieurs à la différence des SCI captives qui financent plus particulièrement les derniers stades de développement des entreprises (*i.e.* stades d'expansion et de développement) (Schertler, 2005 ; Tykvová, 2006 ; Hellmann *et al.*, 2008). Plus précisément, ces auteurs trouvent que les différences relevées dans ces choix d'investissement sont particulièrement marquées lorsque l'on compare les SCI indépendantes à celles qui sont adossées à un organisme financier. Or, étant donné la part importante des SCI adossées aux compagnies financières en Europe et plus spécifiquement en France, cela pourrait raisonnablement expliquer pourquoi pour ces économies, les SCI financent davantage les stades de développement avancés de l'entreprise.

Les chiffres présentés dans le tableau 6 montrent que finalement, les SCI européennes et françaises ont tendance à allouer la majorité de leurs fonds sur un segment particulier du capital-investissement : le capital-transmission. Favoriser ces opérations purement financières, qui se situent d'ailleurs en

(11) Cela correspond aux catégories *rescue turnaround* et *replacement capital* définies par l'EVCA.

dehors du champ de l'innovation, pourrait donc expliquer pourquoi les SCI européennes ne se syndiquent pas en priorité pour partager une expertise sur un projet/entreprise mais plutôt pour en partager son risque financier. Manigart *et al.* (2006) ont en effet montré que ce sont avant tout les SCI qui financent les premiers stades de développement de l'entreprise qui se syndiquent en priorité pour un motif de valeur ajoutée.

VI. — PERFORMANCE ET PERSPECTIVES DU CAPITAL-INVESTISSEMENT FRANÇAIS

Globalement (cf. tableau 8), la performance financière (mesurée par le taux de rendement interne net) de l'industrie française du capital-investissement se situe dans la moyenne européenne pour tous les segments du *private equity* pour les années 2008 et 2009. En revanche, cette performance reste très en deçà de la rentabilité dégagée pour les SCI nord-américaines. La comparaison approfondie des performances européennes à celles réalisées aux États-Unis nous conduit néanmoins à nuancer ces résultats. En effet, si pour ces mêmes années, les sociétés localisées aux États-Unis obtiennent de meilleures performances que la France et l'ensemble des pays européens pour les métiers du capital-risque et du capital-développement, le métier du capital-transmission est lui beaucoup plus rentable pour les opérateurs français et européens que pour les opérateurs situés outre-Atlantique. Ce constat est par ailleurs cohérent avec l'information révélée par le tableau 6 qui indique que ce sont les opérations de transmission qui absorbent la plus grande partie des fonds collectés par les SCI françaises. On aurait donc une certaine « spécialisation » du capi-

**TABLEAU 7 : TRI net sur cinq ans en % :
opérateurs français en capital-investissement**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Capital Risque	21.70	-7.0	-11.6	-14.8	-0.90	21.90	2.50	0	1.60
Capital Développement	27.30	13.20	3.10	5.70	6.40	22.20	16.40	9.80	14.30
Capital Transmission	22.20	12.30	19.40	20.40	25.60	37.50	33.90	25.30	42.90

Source : chiffres tirés de l'AFIC.

TABLEAU 8 : TRI net depuis l'origine (1988) à fin 2008 et fin 2009 en %

Métiers	2008			2009		
	France	Europe	USA	France	Europe	USA
Capital Risque	1.3	0.5	15.7	-2.7	0.00	15.40
Capital Développement	10.8	7.4	13.3	7.60	6.50	13.10
Capital Transmission	17.9	13.0	11.2	14.50	11.90	10.60

Source : chiffres tirés de l'AFIC 2008 et 2009 sur la performance du capital-investissement en France.

tal-investissement français dans ce « métier », ce segment particulier du capital-investissement.

Si cette « spécialisation » est efficace (et donc légitime), elle conduit néanmoins les SCI françaises à négliger quelque peu le financement des premiers stades de développement comparé aux choix d'investissement de leurs homologues nord-américaines.

Une modification des comportements de syndication pourrait offrir une réponse partielle à cette question. En effet, on sait que les opérations de syndication permettent d'améliorer les performances financière (Brander *et al.*, 2002) et économique des entreprises (Lehmann, 2006) (12). On sait aussi que l'impact de la syndication varie en fonction de ses différentes motivations (Brander *et al.*, 2002 ; Dal-Pont et Pommet, 2010). Et enfin, on sait que les motivations dépendent fortement de la nature des SCI. Dès lors, les différences non négligeables constatées dans la composition de ces secteurs du capital-investissement en France, en Europe et aux États-Unis (*i.e.* relativement aux proportions des différents types de SCI) vont se traduire par des stratégies de syndication différentes.

La disparité observée dans l'intensité et dans les motivations de la syndication contribuerait ainsi à expliquer les différences de performance observées entre les industries du *private equity* situées des deux côtés de l'Atlantique.

(12) Brander *et al.* (2002) réalisent leur étude sur un échantillon d'entreprises canadiennes et Lehmann (2006) travaille sur un échantillon d'entreprises allemandes introduites sur le *Neuer Markt*.

Voir références bibliographiques page suivante

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AFIC, http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_activiteperformance_statistiques_performanceeducapitalinvestissement.htm.
- BRANDER J., AMIT R., ANTWEILLER W. (2002), « Venture-capital syndication: improved venture selection vs. the value-added hypothesis », *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 11, n° 3, pp. 423-452.
- DAL-PONT LEGRAND M., POMMET S. (2010), « Venture capital syndication and the financing of innovation: financial versus expertise motives », *Economics Letters*, vol. 106, n° 2, pp. 75-77.
- DE CLERCQ D., DIMOV D. (2004), « Explaining venture capital firms' syndication behaviour: a longitudinal study », *Venture Capital*, vol. 6, n° 4, pp. 243-256.
- DUSHNITSKY G., LENOX M. L. (2006), « When does corporate venture capital investment create firm value? », *Journal of Business Venturing*, vol. 21, pp. 753-772.
- EVCA (2004-2010), « Yearbook de l'EVCA ».
- GLACHANT J., LORENZI J-H., TRAINAR P. (2008), « Private equity et capitalisme français », rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 75.
- GOMPERS P., LERNER J. (2004), *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, seconde édition.
- HEGE U., PALOMINO F., SCHIENBACHER A. (2006), « Venture capital performance: the disparity between Europe and the United States », *RICAFE WP*, n° 001.
- HELLMANN T., LINDSEY L., PURI M. (2008), « Building Relationships Early: Banks in Venture Capital », *Review of Financial Studies*, vol. 21, Issue 2, pp. 513-541.
- HIRSCH J., WALZ U. (2006), « Why do Contracts Differ between VC Types? Market segmentation versus corporate governance varieties. », *CFS Working Paper*, n° 2006/12.
- HOPP C., RIEDER F. (2006), « What drives Venture Capital Syndication? », *Working Paper*.
- HUANG H., XU C. (2003), « Financial syndication and R&D », *Economics Letters*, vol. 80, n° 2 pp. 141-146.
- LEHMANN E., (2006), « Does Venture Capital Syndication Spur Employment Growth and Shareholder Value? Evidence from German IPO Data », *Small Business Economics*, vol. 26, n° 5, pp. 455-464.
- LERNER J. (1994), « The syndication of venture capital investments », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, pp. 6-27.
- LOCKETT A., WRIGHT M. (2001), « The syndication of venture capital investments », *Omega*, vol. 29, n° 5, pp. 375-390.
- MANIGART S., LOCKETT A., MEULEMAN M., WRIGHT M., LANDSTRÖM H., BRUINING H., DESBRIERES P., HOMMEL U. (2002), « Why do european venture capital companies syndicate? », *ERIM Report Series Research in Management*.
- MANIGART S., LOCKETT A., MEULEMAN M., WRIGHT M., LANDSTRÖM H., BRUINING H., DESBRIERES P., HOMMEL U. (2006), « Venture capitalists' decision to syndicate », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 3, n° 2, pp. 131-153.
- MEULEMAN M., MANIGART S., LOCKETT A., WRIGHT M. (2006), « Agency costs, reputation and collaboration: syndication on the UK market for private equity », *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*.
- NVCA (2010), « Yearbook de la NVCA ».
- SCHERTLER A. (2005), « European venture capital markets: fund providers and investment characteristics », *Applied Financial Economics*, vol. 15, n° 6, pp. 367-380.
- SORENSEN O., STUART T.E. (2001), « Syndication networks and the spacial distribution of venture capital investments », *American Journal of Sociology*, vol. 106, n° 6, pp. 1546-1588.
- TYKVOVÁ T. (2006), « How do investment patterns of independent and captive private equity funds differ? Evidence from Germany », *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 20, n° 4, pp. 399-418.
- WRIGHT M., LOCKETT A. (2003), « The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry », *Journal of Management Studies*, vol. 40, n° 8, pp. 2073-2102.
- WILSON R. (1968), « The Theory of Syndicate », *Econometrica*, vol. 36, n° 1, pp. 119-132.