



CAHIERS DE RECHERCHE DU CREGO

Axe FARGO

**Le rôle de la syndication des capital-
investisseurs dans le financement
de l'innovation¹**

-

***The Role of Venture Capitalists Syndication
in the Financing of Innovation***

Philippe Desbrières

Professeur à l'IAE de l'Université de Bourgogne

Philippe.Desbrieres@u-bourgogne.fr

- Date de publication : 01/05/2015
- N° du cahier : 1150501
- Classification JEL : G24, L26, O31

¹ Cet article est à paraître dans : *Le Financement de l'innovation : Nouvelles perspectives théoriques & pratiques*,
Véronique Bessière et Eric Stéphanly (ed.), Editions De Boeck Université.

Le rôle de la syndication des capital-investisseurs dans le financement de l'innovation

Philippe Desbrières

- **Résumé :** La pratique de la syndication est notablement développée dans le métier du capital-investissement, quel que soit le stade de développement, le secteur d'activité et la nationalité de l'entreprise financée. La syndication s'explique autant par des arguments financiers (partage des risques entre capital-investisseurs ; gouvernance du management de l'entreprise financée...) que par la nécessité d'une part, d'accéder à des ressources (informations, compétences) en matière de sélection et de surveillance des investissements et, d'autre part, de partager, voire créer, des connaissances. L'objectif de cette synthèse de la littérature est d'étudier dans quelle mesure cette pratique favorise ou contraint l'innovation et son financement dans les firmes entrepreneuriales.
- **Mots-clés :** capital-investissement, syndication, innovation, financement

The Role of Venture Capitalists Syndication in the Financing of Innovation

- **Abstract :** Syndication is a highly developed practice in the venture capital industry, whatever are the stage of development, the industry sector and the nationality of the financed company. It can be explained by financial arguments (sharing of risks between venture capitalists; governance of managers of the financed firm) as well as by the necessity, on the one hand, to reach resources (information, skills) regarding selection and control of the investments and, on the other hand, to share or create knowledge. The objective of this survey is to study to what extent this practice favor or limit innovation and its financing within entrepreneurial firms.
- **Keywords :** Venture Capital, Syndication, Innovation, Financing

Les sociétés de capital-investissement ou capital-investisseurs (désormais CI) permettent aux entreprises innovantes et ayant un fort potentiel de croissance de saisir et d'exploiter leurs opportunités d'investissement et de développement. Dans des contextes et environnements économiques troublés, les CI ont toujours développé des stratégies variées destinées à gérer l'incertitude, dont la syndication de leurs investissements en fonds propres (Wright et Robbie, 1998). La syndication, ou co-investissement, est progressivement devenue majoritaire dans le financement par fonds propres des sociétés non cotées. Elle mobilise au moins deux CI et implique des décisions communes dans un contexte d'incertitude qui conduiront à la réalisation de « joint pay-offs » pour les investisseurs (Wilson, 1968).

L'innovation est une variable clé dans les stratégies de différenciation des firmes et dans le développement des économies occidentales, où la stratégie de domination par les coûts apparaît souvent mortifère... Pourtant, si de nombreux travaux académiques ont été consacrés aux motivations et à la performance de la syndication, du point de vue du CI comme de celui de la firme financée, peu ont accordé une place centrale à son rôle dans le financement de l'innovation.

Le présent article est destiné à identifier les apports existant à ce sujet dans la littérature. Il est structuré comme suit. Dans une première partie, les perspectives théoriques et les différentes motivations de la syndication sont développées. La seconde partie est consacrée aux travaux qui intègrent spécifiquement, mais non exclusivement, le financement de l'innovation dans les entreprises industrielles et le rôle que peut y jouer la syndication.

I. LES MOTIVATIONS DE LA SYNDICATION DU CAPITAL-INVESTISSEMENT

Trois théories explicatives de la décision de co-investissement par les CI peuvent être mobilisées. La première, traditionnelle, est dérivée de la théorie financière et voit la syndication comme un mode de partage des risques via la diversification du portefeuille des CI (Smith et Smith, 2000). Pour la seconde, issue de l'approche fondée sur les ressources (ou resource-based view, ci-après RBV), cette pratique peut être considérée comme une réponse des CI au besoin d'acquérir ou de partager l'information pertinente dans la sélection et la gestion de leurs investissements en fonds propres (Bygrave, 1987 et 1988 ; Brander et al., 2002). Le co-investissement a ici un rôle cognitif. Dans une perspective complémentaire, qui se réfère autant à l'approche « ressources » qu'à l'approche financière, le co-investissement peut être considéré comme un moyen d'accroître leurs flux d'affaires (Lockett et Wright, 2001 ; Sorenson et Stuart, 2001).

1.1. La perspective financière

La perspective financière traditionnelle montre qu'au travers d'un portefeuille diversifié, le risque peut être réduit, pour un niveau de rentabilité espéré. Le risque de tout investissement peut en effet être décomposé en un risque spécifique à la firme et un risque systématique, lié aux fluctuations du marché, le premier pouvant être minimisé par la diversification. En favorisant la répartition des investissements en fonds propres des CI sur un plus grand nombre de firmes dont les activités ne sont pas liées, la syndication peut potentiellement réduire significativement le risque qu'ils supportent, sans affecter la rentabilité espérée du portefeuille de participation (Wilson, 1968). Seul le risque systématique n'est pas diversifiable.

Un portefeuille parfaitement diversifié est plus difficile à obtenir pour les CI, relativement aux investisseurs institutionnels qui acquièrent des titres de sociétés cotées. Ce phénomène s'explique en partie par l'important déséquilibre informationnel supporté par les CI² et par le fait que le montant qu'ils investissent dans une firme représente souvent une part significative des ressources dont ils disposent, directement ou via leurs fonds (Reid, 1998 ; Sahlman, 1990). Si la taille du CI est insuffisante, relativement à celle du projet à financer, la syndication de ce dernier peut être le seul moyen pour investir dans cette opération particulière. De plus, la syndication permet au CI d'investir dans un plus grand nombre de projets, ce qui a pour effet d'accroître la diversification et de réduire le risque de son portefeuille. Par exemple, Cumming (2006) a montré que le nombre d'investissements entrepris par les CI canadiens augmente lorsqu'ils syndiquent activement ces derniers, toute chose égale par ailleurs.

Un second argument financier justifiant la syndication provient de la relative illiquidité des investissements effectués par les CI (Lockett et Wright, 2001). Le marché du capital-investissement est moins liquide que le marché financier. En effet, contrairement aux actions des sociétés cotées, les investissements en fonds propres réalisés par les CI sont peu liquides, au sens où ils ne peuvent être cédés facilement et à tout moment. Du fait du déséquilibre informationnel et du risque de sélection supporté par le CI, le risque réel de la firme n'apparaît qu'une fois l'investissement entrepris. Si celui-ci s'avère plus important que le niveau escompté, il peut être difficile, voire impossible, pour le CI de corriger le niveau de risque de son portefeuille en cédant les titres indésirables, du fait de l'illiquidité qui caractérise le marché secondaire du capital-investissement. A

² Le marché du capital-investissement est loin d'être efficient. Les entreprises à financer n'étant pas cotées, tous les investisseurs ne disposent pas de la même information, au même instant (Admati et Pfleiderer, 1994) sur celles-ci et leurs projets et il est difficile d'évaluer les capacités des entrepreneurs (Desbrières, 2001). Les CI connaissent donc globalement beaucoup moins les caractéristiques de leurs cibles que les investisseurs potentiels dans les firmes cotées en bourse.

cela s'ajoute le fait que l'investissement du CI est généralement entrepris sur le moyen ou long terme. Dans ce contexte, la syndication peut être un moyen de partager le risque projet par projet et concourt à la réduction du risque de leur portefeuille de participations. Brander et al. (2002) ont à ce titre montré que la volatilité de la rentabilité des co-investissements canadiens est plus élevée que celle des investissements non-syndiqués, ce qui implique que la syndication s'effectue sur les projets les plus risqués.

Une troisième explication liée à la perspective financière, avancée par Lerner (1994), tient à la nécessité de mobiliser de nouvelles ressources financières dans les périodes futures. Pour éviter d'être systématiquement moins performants que leurs confrères, les CI peuvent chercher à syndiquer leurs investissements pour effectuer un *window-dressing* de leur performance : ils chercheraient alors à investir dans des projets de stade avancé (expansion, transmission, LBO...) dans lesquels le processus de création de richesse est largement assuré.

1.2. Les approches ressources et cognitives

Bien que le CI soit traditionnellement défini comme un intermédiaire financier, il peut être aussi perçu comme un « réceptacle de ressources productives » (Penrose, 1959). Une ressource peut être appréhendée en termes de forces et de faiblesses pour une organisation donnée (Wernefelt, 1984). Dans ce cadre d'analyse, la syndication est un mode d'accès aux ressources spécifiques détenues par un autre CI. Nous pouvons alors distinguer parmi celles-ci les ressources financières des autres ressources, de nature largement intangible, comme la connaissance de leurs marchés par les firmes financées et du potentiel managérial de leurs dirigeants.

L'acquisition de ces ressources est un préalable à la réduction des différentes dimensions du risque spécifique au processus du capital-investissement, que ce soit dans la phase pré-contractuelle ou post-contractuelle de celui-ci. La première phase est liée à la sélection et à l'évaluation des projets à financer alors que la seconde a trait à la mise en place de contrats incitatifs et au contrôle rigoureux de l'évolution de la performance de la firme et du comportement des entrepreneurs, une fois le financement accordé (Desbrières, 2001). Dans ce contexte, la syndication permet d'accéder aux informations détenues par d'autres co-investisseurs potentiels (Lerner, 1994 ; Ferrary, 2010 ; Hopp et Reider, 2011), et de créer conjointement de nouvelles connaissances, tant dans les phases préalable que postérieure à l'investissement.

Ainsi, le risque de sélection contraire peut être limité par la syndication (Chiplin et al., 1997) dès le choix des projets ou des firmes à financer, sans attendre les tours de tables ultérieurs (Sah et Stiglitz, 1986). Ceci est particulièrement pertinent lorsqu'un CI n'est pas à même d'identifier le

niveau de qualité du projet que des entrepreneurs lui demandent de financer, et qu'il recherche d'autres avis "informés" pour prendre la décision d'acceptation ou de rejet de cette proposition (Brander et al., 2002).

Évidemment, la réputation des parties impliquées dans la syndication est une variable importante (Sorenson et Stuart, 2001 ; Wright et Lockett, 2003). Les CI montrant la meilleure performance passée (implicitement, qui ont fait preuve du meilleur jugement et ont le mieux géré leurs investissements) seront les plus réputés et les partenaires potentiels les plus attractifs. La réputation constitue donc un estimateur des ressources managériales d'un CI. Cette vision est supportée par l'étude de Lerner (1994) réalisée sur des firmes appartenant au secteur des biotechnologies, qui montre que dans les premiers tours de financement, les CI réputés co-investissent ensemble et n'intègrent les CI moins réputés que lors des financements ultérieurs. Ce résultat est conforme avec la thèse selon laquelle la syndication permet aux CI réputés d'obtenir et de partager des connaissances lors de l'évaluation de projets particulièrement risqués. En revanche, la théorie d'une meilleure sélection des investissements ne tient pas lorsque le CI souscrit dans un premier temps à la totalité des fonds propres nécessaires à la firme financée, pour céder dans un second temps une partie des titres entre plusieurs autres CI intéressés. C'est en effet la perspective financière qui prévaudrait ici.

Par-delà celles qui sont liées à la sélection des projets, la syndication peut viser l'acquisition de compétences dans la phase post-contractuelle (Sapienza et al., 1996). L'expertise concernant la gestion des investissements peut être mobilisée en interne, par le CI, ou auprès de spécialistes externes du secteur d'activité, notamment dans le cadre d'un co-investissement. Pour Brander et al. (2002), le co-investissement serait même davantage motivé par la recherche de ressources spécifiques en matière de gestion des investissements en fonds propres que concernant la sélection de ces derniers.

A partir de plusieurs études de cas, Stévenot (2007) trouve que l'existence de représentations divergentes au sein des syndications « peut favoriser les progrès cognitifs et la découverte de solutions innovantes et pertinentes... Dans ces conditions, les dirigeants apprécient les avantages cognitifs de la syndication qui favoriserait l'échange et la création de ressources cognitives nouvelles. Plus que d'un apprentissage direct en dehors des questions strictement financières, les dirigeants rencontrés, pour la plupart expérimentés dans leur métier, profitent de "l'effet-tuteur", c'est-à-dire d'être obligés de formaliser et d'approfondir la réflexion stratégique en cherchant à convaincre les CI qui opposent des contre-arguments ». Mais l'auteur met en évidence que « ... cet effet positif apparaît largement limité aux situations où le dirigeant est majoritaire ou détient une

minorité de blocage lui assurant le pouvoir de décision en dernier lieu et où la situation économique et financière de l'entreprise est satisfaisante pour les CI, c'est-à-dire dans un contexte où aucune pression disciplinaire particulière n'est exercée sur le dirigeant ». Dans le cas contraire, des comportements stratégiques ou des biais comportementaux ont été observés, impliquant des ajustements et des mécanismes de gouvernance coûteux.

Au total, il apparaît clairement que l'approche « ressources » enrichit considérablement l'approche financière que nous avons développée dans un premier temps. Dans le cadre de cette dernière, la syndication est essentiellement une réponse à des problèmes de nature informationnelle. Mais le processus proprement dit de création de richesse est occulté. La RBV permet d'appréhender ce processus puisqu'elle présente la syndication comme une mode d'appropriation par les CI des informations et des connaissances nécessaires au processus de sélection puis de gestion de leurs investissements dans les firmes non cotées. Ainsi, cette approche fait apparaître un véritable rôle cognitif de la syndication, puisqu'elle conduit à accorder une place centrale à la construction des compétences et aux capacités des CI à innover, percevoir, à créer leurs opportunités d'investissement et à modifier leur environnement.

1.3. L'accès à un flux d'affaires

Il est important pour chaque CI de disposer d'opportunités d'investissements en nombre suffisant afin de pouvoir sélectionner les meilleurs parmi ceux-ci. Un flux d'affaires de bonne qualité est donc fortement valorisant car il apporte au CI d'importantes ressources intangibles. Un solide portefeuille d'opportunités d'investissement est donc essentiel pour le CI. Sorensen et Stuart (2001) montrent cependant que la probabilité d'investissement d'un CI se réduit fortement avec les distances géographique et industrielle³ du projet étudié. Ils expliquent ce résultat par la plus grande possibilité d'interagir et d'échanger des informations entre acteurs évoluant dans la même zone géographique ou dans des secteurs identiques ou liés. Ce qui suggère que les CI sont peu susceptibles d'identifier des opportunités d'investissement intéressantes hors de leur « habitat naturel ». Aussi, la propension à investir « localement » est moins prononcée pour les CI les plus réputés et expérimentés (Sorenson et Stuart, 2001).

Dans ce cadre d'analyse, la syndication est un moyen efficace d'élargir l'aire spatiale ou sectorielle d'investissement des CI, tout en accroissant leur statut et leur visibilité (Lerner, 1994). Ceci peut avoir son importance, comme l'indique l'étude de Manigart et al. (1994) qui a montré que

³ Pour ces auteurs, la distance industrielle est d'autant plus faible que l'expérience industrielle acquise par le CI lors de ses investissements antérieurs est proche de celle requise par l'investissement dans une cible donnée.

les CI à faible rayonnement géographique sont moins performants que ceux dont la zone d'investissement est plus large. Le développement du co-investissement va créer un réseau inter-CI de plus en plus dense qui disséminera l'information et les connaissances pertinentes au travers des frontières géographiques et sectorielles (Sorenson et Stuart, 2001). Un CI bien « connecté » au réseau aura plus de chances d'être invité à participer aux futurs co-investissements, même si le projet à financer est distant, et accroîtra ainsi ses opportunités d'investissement sur des régions et des secteurs auxquels, seul, il n'aurait pas pu accéder (ou avec difficulté) et alors même qu'il n'en serait pas à l'origine. Sorenson et Stuart (2001) ont ainsi montré que la probabilité qu'un CI investisse dans un projet distant augmente lorsqu'un autre CI avec lequel il a déjà co-investi est proche, spatialement ou sectoriellement parlant, de la firme à financer. Ce phénomène sera d'autant plus fort que les co-investissements sont fréquents dans le temps et parmi les mêmes CI. Fritsch et Schilder (2011) montrent en complément que le nombre de co-investisseurs augmente avec la présence d'un CI à proximité géographique de la firme innovante à financer. Cet effet est particulièrement significatif pour les CI qui rejoignent la syndication lors des tours de table ultérieurs. Pour les auteurs, ce CI de proximité est plus à même d'assumer les missions de surveillance et de conseil qui doivent être accomplies sur site. Ces résultats semblent tout autant pertinents dans le cadre de syndications internationales, avec toutefois quelques nuances. Tykvová et Schertler (2011) montrent en effet que les CI locaux expérimentés dans la profession invitent dans les tours de tables des co-investisseurs étrangers eux-mêmes expérimentés, les CI locaux inexpérimentés invitant des co-investisseurs étrangers moins expérimentés. Ainsi les CI peu expérimentés peuvent débiter leur expansion internationale via la syndication avec des co-investisseurs locaux inexpérimentés sur des investissements de faible dimension, avant de se développer progressivement avec des CI locaux plus expérimentés, sur des investissements de plus grande ampleur.

Au total, pour que ces réseaux fonctionnent et soient pérennes, nous anticipons qu'en accueillant des confrères nationaux et étrangers dans leurs tours de table, et quand bien même ils en resteraient *leader*, les CI attendent une réciprocité en étant invités à leur tour dans de futures syndications, de manière à maintenir ou à accroître leur propre flux d'affaires⁴, et que cette espérance de réciprocités ne sera pas contrariée par des comportements opportunistes, pour des raisons de réputation (Wright et Lockett, 2003).

⁴ Il y a d'autres motivations au co-investissement que nous n'envisagerons pas dans cet article. Par exemple, un CI peut favoriser le co-investissement afin de réduire la concurrence sur une opération particulière, ou pour accroître le pouvoir de négociation de la syndication (Brander et al., 2002). Ou ce peut être l'entrepreneur qui l'impose, afin de conserver un plus grand pouvoir relatif en diluant la participation individuelle de chaque financier.

Nous offrons à cette motivation du co-investissement un statut spécifique car, bien que les arguments développés dans les deux premiers paragraphes pourraient se référer aux approches « ressources » et cognitive, il faut reconnaître que le strict argument « réciprocité » relève de l'approche financière, car il qualifie davantage une sorte de « réduction du risque intertemporelle » de rupture du flux d'affaires.

Au terme de cette première partie, il convient de préciser que les recherches consacrées aux motivations du co-investissement aboutissent à des résultats montrant que celles-ci se complètent plus qu'elles ne s'opposent, avec des nuances temporelles et spatiales. Par exemple, Bygrave (1987, 1988) trouve pour les Etats-Unis que la syndication entre CI provient aussi bien d'une recherche de répartition des risques (approche financière) que d'un impératif de partage de l'information (approche ressources), l'incertitude et le co-investissement étant positivement liés. Cependant, une recherche plus récente effectuée au Royaume-Uni montre que l'approche financière a un plus grand pouvoir explicatif de la décision de co-investir, l'approche fondée sur les ressources semblant plus importante pour les CI impliqués dans les investissements de démarrage (*seed, start-up*) (Lockett et Wright, 2001). Généralisant cette approche dans six pays d'Europe continentale, Manigart et alii (2006) confirment la primauté de l'approche financière : le partage des risques, la diversification du portefeuille et l'accès à de plus grosses opérations sont des motivations plus importantes que l'acquisition et le partage de compétences en matière de sélection et de surveillance des investissements, ainsi que l'accès à de nouvelles opportunités d'investissement ou la nécessité d'en apporter à d'autres CI, par réciprocité. Ces résultats sont valables quel que soit le stade d'investissement considéré (démarrage, expansion, LBO...).

II. LA SYNDICATION DU FINANCEMENT PAR FONDS PROPRES DES FIRMES OU PROJETS INNOVANTS

Si la littérature académique consacrée à la syndication s'est essentiellement développée autour des problématiques développées dans la première partie, certains travaux ont intégré spécifiquement, mais non exclusivement, le financement de l'innovation dans les entreprises industrielles et le rôle que peut y jouer le co-investissement. Cette partie s'adresse dans un premier temps aux CI organisant la syndication du financement des entreprises innovantes ou participant à celle-ci. Dans un second temps, sont présentés les secteurs d'activités et les firmes les plus représentatifs du caractère innovant des investissements financés par syndication.

2.1. Les capital-investisseurs finançant l'innovation par syndication

En général, la littérature sur la syndication considère implicitement les CI comme étant une population homogène, avec un statut commun et des objectifs identiques. En fait, comme le souligne Ferrary (2010), cette profession est très hétérogène. Reprenant plusieurs sources professionnelles nord-américaines⁵, l'auteur distingue quatre catégories de capital-investisseurs : 1) les CI « purs », dont l'activité est entièrement dédiée au capital-investissement, contrairement aux autres catégories qui n'y consacrent qu'une partie, parfois minoritaire, de leurs ressources ; 2) les « private equity firms » ; 3) les grandes sociétés industrielles, généralement cotées, pratiquant le « corporate venturing » ; 4) les banques d'investissement.

Nous pouvons ajouter une cinquième catégorie d'investisseurs, ou plutôt une catégorie « 0 » : celle des *business angels*, qui interviennent généralement en amont des CI « purs ».

Cette diversité de CI reflète pour Ferrary une division implicite du travail. Par exemple, lorsqu'ils interviennent en phase d'ensemencement (« seed capital ») les CI « purs », utilisent souvent la syndication comme un mode d'apprentissage (« learning by collaborating ») et d'appropriation des connaissances nécessaires à la conversion en risque de l'incertitude propres aux projets innovants à financer. Pour soutenir leurs *start-ups* et développer leur stratégie de sortie, ces CI « purs » peuvent aussi trouver intérêt à développer des liens avec d'autres catégories de CI (banques d'investissement, grandes sociétés industrielles...) et à les inviter à participer à des syndications.

Ces arguments s'inscrivent en cohérence avec ceux qui ont été développés en première partie de cet article, mais ils sont plus fondamentalement tournés vers le financement de l'innovation. A ce titre, au travers du co-investissement, les sociétés industrielles parviennent elles-mêmes à avoir accès à de l'information privée dans leurs domaines technologiques et d'affaires auprès des CI « purs » qui sont généralement encastés socialement dans des régions innovantes (Sorenson et Stuart, 2001) et qui ont pu collecter des connaissances tacites et spécifiques. Leur intégration dans ces réseaux de financement permet à ces grandes entreprises de haute technologie de pallier les limites de leur R&D interne et de renforcer leur capacité à créer durablement de la valeur en se concentrant sur la construction d'architectures produits susceptibles d'intégrer rapidement l'innovation en provenance des jeunes firmes innovantes financées (Braune et Grand, 2013). Cette

⁵ La National Venture Capital Association et le Galante's Venture Capital and Private Equity Directory publié chaque année par by Dow Jones.

activité de « corporate venturing » est à ce point stratégique que la quasi-totalité des entreprises industrielles cotées ont créé leur propre filiale de capital-investissement.

D'autres caractéristiques des CI finançant l'innovation par syndication ont été mises en évidence. Par exemple, Chiplin et al. (1997) montrent qu'au Royaume-Uni, les sociétés de capital-investissement les plus importantes en taille et les mieux établies dans la profession sont les plus approchées pour participer à des syndications. Manigart et al. (2006) mettent aussi en évidence que les CI d'Europe continentale ont une propension à d'autant plus co-investir que leur taille est importante. Ce résultat, qui s'inscrit en contradiction avec la motivation financière du co-investissement selon laquelle les VC de petite taille devraient davantage profiter de la syndication qui leur permet d'atteindre un meilleur niveau de diversification, est aussi interprété par les auteurs comme étant un indicateur de visibilité et de réputation des CI de grande taille.

Par ailleurs, Chiplin et al. (1997) trouvent que les CI les moins expérimentés, en d'autres termes qui ont le plus besoin d'expertise externe et de partager des connaissances, sont les plus enclins à supporter les coûts de surveillance et de coordination qu'induit la syndication. Ce résultat est corroboré par Dimov et Milanov (2010)⁶ pour les Etats-Unis et par Hopp et Reider (2011) pour l'Allemagne, les auteurs prenant en compte l'expérience préalable des CI dans les secteurs d'activité (pour la plupart de hautes technologies) auxquels appartiennent les investissements étudiés. Manigart et al. (2006) parviennent à des résultats cohérents en mettant en évidence pour l'Europe continentale que les « jeunes » CI participent à davantage de syndications que les CI plus anciens ou établis, ce qui peut témoigner de leur volonté d'accroître leurs légitimité et réputation dans la profession du capital-investissement et à atteindre une position centrale dans ce réseau de financement. Ces différents résultats offrent une validité externe à plusieurs des prescriptions du modèle de Casamatta et Haritchabalet (2007).

D'autres travaux complètent ces résultats en distinguant le statut dans la syndication des différents CI y intervenant. Par exemple, Manigart et al. (2006) montrent que la motivation « ressources » présentée en première partie de cet article est d'autant plus forte que le CI intervient en tant que minoritaire dans la syndication. Inversement, les CI sont d'autant plus enclins à former des syndications en tant que *leader* qu'ils sont mus par des motivations financières⁷. De plus, les CI investissant de grosses sommes dans un tour de table ne réalisent pas plus de syndication que ceux

⁶ La propension des CI à syndiquer leurs investissements dans des secteurs d'activités où ils sont peu expérimentés apparaît de plus dans cette étude d'autant plus forte qu'ils sont bien insérés dans la profession via des co-investissements antérieurs.

⁷ Par delà l'argument financier, Hopp et Rieder (2011) soulignent l'intérêt pour les *leaders* de la syndication de bénéficier des apports de compétences des CI minoritaires.

qui investissent de moindres montants, mais ils interviennent plus souvent en tant qu'initiateur et *leader* de la syndication. Le montant investi est donc un bon estimateur du pouvoir du CI dans la syndication⁸. Enfin, contrairement aux prédictions de la RBV et aux pratiques observées aux États-Unis⁹, les directeurs d'investissements des CI d'Europe continentale participent à un nombre d'autant moins élevé de syndications, en tant que *leader* ou comme minoritaire, qu'ils gèrent un nombre élevé de participations. Manigart et al. (2006) interprètent ce résultat comme pouvant être un révélateur de dynamiques de création de valeur différentes dans les syndications organisées par les CI aux USA et en Europe continentale et/ou du caractère sous-optimal de la stratégie de co-investissement en Europe continentale. Enfin, Bertoni et Tykvová (2012) montrent que les syndications hétérogènes, surtout lorsqu'elles combinent un *leader* privé et parmi les minoritaires, un CI public, sont les plus efficaces et favorisent la production d'innovations.

2.2. Les secteurs d'activité et les firmes innovants financés par le co-investissement

Plusieurs auteurs ont étudié empiriquement dans quels secteurs d'activité les CI investissent plus particulièrement en syndication. Tous soulignent le choix des secteurs de hautes technologies¹⁰, soulignant l'importance de la syndication dans le financement de l'innovation.

La première étude fut à notre connaissance celle produite par Bygrave (1987) qui mit en évidence que la syndication des CI est positivement liée au niveau d'incertitude des investissements à financer, qu'il a notamment appréhendé au travers du degré d'innovation des secteurs d'activité¹¹, en l'occurrence le secteur informatique relativement à des industries plus traditionnelles comme celle de la mécanique.

Plus récemment, Meuleman et al. (2009) confirment pour Royaume-Uni que les financements des firmes appartenant aux secteurs des hautes technologies¹² sont plus souvent syndiqués. Plus

⁸ Les auteurs précisent que le *leader* perdra inéluctablement son statut s'il ne réinvestit pas dans les mêmes proportions lors des tours de table suivants alors que des montants plus élevés seront injectés dans l'entreprise. Berggren et al. (2010) évoquent aussi le cas des CI de faible taille qui, bien qu'à l'origine de la syndication, sont contraints à inviter des CI de plus grande taille pour fournir la totalité du financement nécessaire à l'entreprise. Son pouvoir relatif étant affecté par son faible taux de participation, le CI à l'origine de la syndication perd généralement de fait sa capacité à déterminer la stratégie de l'entreprise financée.

⁹ Les références des articles présentant ces pratiques professionnelles sont citées par Manigart et al. (2006).

¹⁰ Ces résultats sont conformes à l'une des implications du modèle de Casamatta et Haritchabalet (2007) selon laquelle le financement devrait d'autant plus s'effectuer par syndication des CI que les innovations sont radicales.

¹¹ Bygrave a aussi considéré le risque propre aux premiers stades d'investissement (ensemencement et démarrage) relativement à celui, plus faible, des stages plus avancés (développement et transmission). Il montre qu'il y a plus de financements syndiqués dans les premiers, même si les montants requis y sont en moyenne 40 % inférieurs, que dans les seconds.

¹² Tels que définis par la *British Venture Capital Association* : biotechnologies, informatique et internet, ingénierie électrique, électronique, énergies, industries médicale et pharmaceutique, télécommunications, communications et transport.

précisément, les chances que les CI organisent une syndication sont près de 3 fois supérieures pour un investissement dans ces secteurs que pour ceux qui ne sont pas liés aux hautes technologies. Les auteurs expliquent ce résultat par le fait que les investissements technologiques requièrent plus d'expertises du fait du développement dans les firmes financées de nouveaux produits et technologies, de programmes de recherche interne ou dans le cadre d'alliances...

Berggren B., Olofsson C. et Silver L. (2010) montrent, à partir d'une étude empirique réalisée sur un échantillon de firmes suédoises, que les CI réunis en syndication pour les financer ont visé prioritairement le secteur des biotechnologies et des TIC (technologies de l'information et de la communication). Les investissements non syndiqués provenaient pour une large part de firmes matures exerçant dans les « low-tech industries » (industrie traditionnelle, distribution...). Pour les auteurs, ces résultats s'expliquent par le besoin qu'ont les CI de répartir les risques et les montants élevés à mobiliser pour financer les firmes de hautes technologies. D'ailleurs, les auteurs mesurent un taux de survie des investissements syndiqués significativement plus faible que celui des investissements non syndiqués, différence qu'ils attribuent au risque associé aux jeunes pousses innovantes à croissance rapide.

Hopp et Rieder (2011) produisent pour l'Allemagne des résultats cohérents en montrant que les caractéristiques des secteurs dans lesquels les firmes à financer évoluent déterminent grandement la propension des CI à entrer en syndication. Les auteurs trouvent en effet que les investissements dans les industries biotechnologique, pharmaceutique, internet et des logiciels informatiques font beaucoup l'objet de financements syndiqués, et dans des proportions beaucoup importantes, que ceux réalisés dans les secteurs les plus « matures »¹³ (60 % en moyenne contre 45 % dans l'industrie traditionnelle par exemple), ce avec un plus grand nombre de CI dans les tours de table.

Parallèlement, à partir d'une base de données de panel qu'elle a constituée sur 30 ans, Toldra (2012) montre que sur l'ensemble des entreprises américaines financées durant cette période par des CI (près de 32 000), 57 % l'ont été dans le cadre d'une syndication¹⁴. Les comportements de syndication apparaissent similaires entre les différentes industries, sauf pour celles qui ne relèvent pas des hautes technologies. Dans ces secteurs, les entreprises font moins l'objet de financements syndiqués et, le cas échéant, le nombre de CI est inférieur à celui observé dans les industries technologiques.

Enfin, Tian (2012) lui aussi trouve sur des données nord-américaines que les CI syndiquent plus particulièrement (en proportion et en valeur), dans les premiers tours de financement des

¹³ Et selon les tests, les services aux industries, les media et la communication.

¹⁴ La proportion des financements syndiqués augmente significativement depuis le début des années 2000.

entreprises jeunes, en phase de démarrage et risquées. De plus, l'auteur met en évidence que, postérieurement à sa mise en place, les firmes bénéficiant d'un financement syndiqué plutôt que d'un seul CI sont plus innovantes et bénéficient de perspectives de croissance plus fortes. Auprès d'un large échantillon de firmes européennes évoluant dans les secteurs pharmaceutique et des biotechnologies, Bertoni et Tykvová (2012) confirment que ces firmes sont plus innovantes¹⁵ lorsqu'elles sont financées par des CI en syndication¹⁶, ce d'autant plus que ces co-investisseurs sont hétérogènes, la structure optimale de la syndication semblant être composée d'un leader privé et parmi les minoritaires, des CI émanant de structures étatiques.

Finalement, en centrant leurs investissements dans une industrie de haute technologie, les CI réunis en syndicats sont mieux positionnés pour comprendre la complexité de cette industrie et pour fournir les conseils les plus pertinents et favoriser le développement des firmes innovantes dans lesquelles ils investissent (Norton et Tenenbaum, 1993 ; De Clerq et Dimov, 2004). Dans cette perspective, la syndication du financement de l'innovation s'inscrit clairement en perspective des arguments développés dans la première partie, en favorisant, notamment : 1) la réduction de l'incertitude inhérente à ce type d'investissement ; 2) l'acquisition, le partage et la création d'informations, de connaissances et de compétences entre les différents CI ainsi qu'entre ces co-investisseurs et les firmes financées ; 3) l'invitation du *leader* d'une syndication à de futures tours de table organisés par les CI minoritaires.

CONCLUSION

Cet article présente une synthèse des principales problématiques soulevées par la syndication, ou co-investissement, pratique devenue majoritaire dans la profession du capital-investissement et plus particulièrement des travaux traitant de son rôle dans le capital-risque destiné à financer par apport de fonds propres les entreprises innovantes non cotées à leurs premiers stades de développement (ensemencement, démarrage).

La littérature identifie pour les co-investisseurs trois motivations essentielles à la syndication : 1) le partage des risques via la diversification de leur portefeuille ; 2) le besoin d'acquérir ou de partager l'information et les connaissances pertinentes dans la sélection et la gestion de leurs

¹⁵ La mesure de l'innovation des firmes repose sur le nombre de dépôts de brevets. Notons que Lehmann (2006) n'a pas trouvé, pour l'Allemagne, que le nombre de co-investisseurs soit lié au nombre de brevets détenues par la firme financée. Les études retiennent toutefois des mesures de variables et des méthodes empiriques différentes.

¹⁶ Relativement à celles qui ne sont pas financées par des CI, ou qui ne les ont pas en syndication, ou lorsque le CI est étatique.

investissements en fonds propres ; 3) l'accroissement de leurs flux d'affaires. Si certains travaux se sont spécialisés sur l'une ou l'autre de ces théories explicatives, les études qui les ont confrontées montrent qu'elles ne sont pas mutuellement exclusives et que la syndication est mue, avec plus ou moins de force, par chacune de ces trois motivations qui se complètent plus qu'elles ne s'opposent.

Cette pluralité de motivations des membres de la syndication est vérifiée dans les travaux plus particulièrement consacrés au co-financement des secteurs des hautes technologies et des firmes innovantes. Leurs auteurs soulignent de plus le rôle de leur expérience antérieure dans les secteurs d'activité et firmes financés, de leurs notoriété et réputation, de leur statut (*leader* ou *minoritaire*) et de leur structure de propriété (public ou privé, en distinguant les industriels faisant du *corporate venturing*).

Enfin, deux études récentes montrent que l'innovation des firmes « high-tech » est stimulée par le financement en syndication. Ces derniers résultats sont particulièrement intéressants car ils dépassent le rôle de financement de l'innovation par les capital-investisseurs. Ces derniers, réunis en syndication, seraient ainsi parties prenantes du processus d'innovation lui-même. Il reste à établir une véritable modélisation de la contribution des co-investisseurs à ce processus d'innovation et à la création de valeur de celui-ci, et à la tester empiriquement.

RÉFÉRENCES

- Admati A. et Pfleiderer P. (1994), "Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists", *The Journal of Finance*, vol.49, n°2, p.371-402.
- Berggren B., Olofsson C. et Silver L. (2010), "Effect of Syndication on Performance of Venture Capitalists' Portfolio Firms: The Swedish Case", *Journal of International Finance and Economics*, vol.10, n°1, p.100-111.
- Bertoni F. et Tykvová T. (2012), "Which form of venture capital is most supportive of innovation?", ZEW Discussion Papers, No. 12-018.
- Brander J. A., Amit R. et Antweiler W. (2002), "Venture Capital Syndication: Improved Venture Selection versus the Value-Added Hypothesis", *Journal of Economics and Management Strategy*, vol.11, n°3, p.423-452.
- Braune E. et Grand B. (2013), "Les déterminants de la création de valeur des entreprises industrielles de haute technologie : la place du pouvoir de marché et des dépenses de corporate venturing", *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.16, n°3.
- Bygrave W. D. (1987), "Syndicated Investments by Venture Capital Firms: A Networking Perspective", *Journal of Business Venturing*, vol.2, n°2, p.139-154.
- Casamatta C. et Haritchabalet C. (2007), "Experience, screening and syndication in venture capital investments", *Journal of Financial Intermediation*, vol.16, p.368-398
- Chiplin B., Robbie K. et Wright M. (1997). "The Syndication of Venture Capital Deals: Buy-outs and Buy-ins", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol.21, n°4, p.9-28.

Cumming D. J. (2006), “The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence”, *Journal of Business*, vol.79, n°3, p.1083 -1126.

De Clercq D. et Dimov D. (2004), “Explaining Venture Capital Firms’ Syndication Behaviour: A longitudinal Study”, *Venture Capital*, vol.6, n°4, p.243-256.

Desbrières Ph. (2001), “La relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales”, In : *Images de l'investissement : au delà de l'évaluation financière, une lecture organisationnelle et stratégique*, Gérard Charreaux (éd.), Paris, Vuibert, p.361-392.

Dimov D. et Milanov H. (2010), “The interplay of need and opportunity in venture capital investment syndication”, *Journal of Business Venturing*, vol.25, n°3, p. 331–348.

Ferrary M. (2010), “Syndication of Venture Capital Investment: The Art of Resource Pooling”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol.23, n°5, p.885-907.

Fritsch M. et Schilder D. (2011), “The Regional Supply of Venture Capital: Can Syndication Overcome Bottlenecks? ”, *Economic Geography*, vol.88, n°1, p.59-76.

Hopp C. et Rieder F. (2011), “What drives venture capital syndication?”, *Applied Economics*, vol. 43, p.3089-3102.

Lerner J. (1994), “The Syndication of Venture Capital Investments”, *Financial Management*, vol.23, n°3, p.16-27.

Lehmann (2006), “Does Venture Capital Syndication Spur Employment Growth and Shareholder Value? Evidence from German IPO Data”, *Small Business Economics*, vol.26, p.455–464.

Lockett A. et Wright M. (2001), “The Syndication of Venture Capital Investments”, *OMEGA: The International Journal of Management Science*, vol.29, p.375-390.

Manigart S., Joos P. et De Vos D. (1994), “The Performance of Publicly Traded European Venture Capital Companies”, *The Journal of Small Business Finance*, vol.3, n°2, p.111-125.

Manigart, S., Lockett A., Meuleman M., Wright M., Landström H., Bruining H., Desbrières Ph. et Hommel U. (2006), “Venture Capitalists’ Decision to Syndicate”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol.30, n°2, p.131-154.

Meuleman M., Wright M., Manigart S. et Lockett A. (2009), “Private Equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.36, n°5 & 6, p.616–644.

Norton, E. et Tenenbaum, B. (1993), “Specialization Versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy”, *Journal of Business Venturing*, vol.8, n°3, p.431-442.

Penrose E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: Sharpe.

Reid G. (1998), *Venture Capital Investment: An Agency Analysis of Practice*, London: Routledge.

Sah R. K. et Stiglitz J.E. (1986), “The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies”, *American Economic Review*, vol.76, n°4, p.716-727.

Sahlman, W.A. (1990), “The Structure and Governance of Venture Capital Organizations”, *Journal of Financial Economics*, vol.27, n°2, p.473-524.

Sapienza H., Manigart S. et Vermeir W. (1996), “Venture Capitalist Governance and Value-Added in Four Countries”, *Journal of Business Venturing*, vol.11, n°6, p.439-470.

Smith J. K. et Smith L. S. (2000), *Entrepreneurial Finance*, New York: Wiley.

Sorenson O. et Stuart T.E (2001), “Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments”, *American Journal of Sociology*, vol.106, p.1546-1688.

Stévenot A. (2007), “Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d’une étude de cas multi-sites”, *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.10, n°4, p.141-178.

Tian X. (2012), “The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms”, *Review of Finance*, vol.16, n°1, p.245- 283

Toldra A. (2012), “Venture Capital Syndication and Firm Entry: Theory and Evidence”, Job Market Paper, <http://ssrn.com/abstract=2154453>.

Tykvová, T. et Schertler A. (2011), “Geographical and institutional distances in venture capital deals: How syndication and experience drive internationalization patterns”, ZEW Discussion Papers, No. 11-022, <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:180-madoc-31675>

Wernefelt B. (1984), “A Resource Based View of the Firm”, *Strategic Management Journal*, vol.5, n°2, p.171-180.

Wilson R. (1968), “The Theory of Syndicates”, *Econometrica*, vol.36, n°1, p.119-132.

Wright M. et Lockett A. (2003), “The Structure and Management of Alliances: Syndication in Venture Capital Investments”, *Journal of Management Studies*, vol.40, n°8, p.2073-2107.

Wright M. et Robbie K. (1998) “Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol.25, n°5 et 6, p.521-570.