

ANNEXE – TRADUCTION EN FRANCAIS

REVUE DE LA LITTERATURE RELATIVE AU FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

LITERATURE REVIEW ON THE FINANCING OF YOUNG INNOVATIVE VENTURES

RAPPORT FINAL – MARS 2014

ETUDE REALISÉE DANS LE CADRE DU PROGRAMME D'ÉVALUATION DU PLAN MARSHALL 2.VERT — EVALUATION THÉMATIQUE N°4 « SOUTIEN FINANCIER AUX SPIN-OFF ET AUTRES ENTREPRISES INNOVANTES »

IWEPS-2013/044
TRADUCTION REALISEE PAR LE BUREAU MISTY MEADOWS

LITERATURE REVIEW ON THE FINANCING OF YOUNG INNOVATIVE VENTURES



REVUE DE LA LITTERATURE RELATIVE AU FINANCEMENT DES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

IWEPS-2013/044

SOPHIE MANIGART
THOMAS STANDAERT
VERONIEK COLLEWAERT
DAVID DEVIGNE

VLERICK BUSINESS SCHOOL REEP 1, B-9000 GENT

Table des matières

Table	e des matières	1
1.	Introduction	3
Référ	rences	6
2.	Le cadre institutionnel	7
2.1	Réglementation du marché du travail	7
2.2	P. Dépenses publiques de R&D	.12
2.3	Protection de l'investisseur	.12
2.4	Régulation des fonds de pension et autres investisseurs institutionnels	15
2.5	Législation sur la faillite	. 17
2	2.5.1 Législation sur la faillite personnelle	.17
2	2.5.2 Législation sur la faillite des sociétés	21
2.6	Taxation	. 23
Référ	rences	. 27
3 .	Stimulation de la demande de capital à risque	29
Référ	rences	. 31
4 .	Stimulation de l'offre privée de capital à risque	32
4.1	Introduction	.32
4.2	Prinancement participatif	.32
4	2.1 Types de financement participatif	. 33
4	1.2.2 Le cadre juridique du financement participatif	. 33
4.3	Business angels	. 34
4	3.1 L'importance du financement par les business angels	35
4	1.3.2 Incitants fiscaux	. 37
4	.3.3 Réseaux de business angels	. 37
4	1.3.4 Angel groups ou consortiums	. 38
4	1.3.5 Programmes de co-investissement	. 38
4	1.3.6 Formation des business angels	. 39
4.4	Capital à risque formel	. 39
Référ	rences	42
5.	L'État dans le rôle de l'investisseur de capital à risque	44
5.1	Introduction	44
5.2	2 Capital à risque public (GVC) direct ou indirect	46

	5.2.1 Pièges des investissements GVC directs et comparaison avec les investissements GVC indirects	46
	5.2.2 Sélection, surveillance et création de valeur dans les GVC directs et indirects	
Ę	5.3 Résumé	48
Ré	férences	64
6 .	Capital à risque et jeunes entreprises vertes	66
ć	6.1 Introduction	66
ć	6.2 Financement des projets de technologies propres	66
ć	6.3 Risques liés aux investissements dans les technologies propres	68
ć	6.4 Conclusions	70
Ré	férences	73
Lis	ste complète des références	74
An	nnexe	79
ا م	Aiunia	86

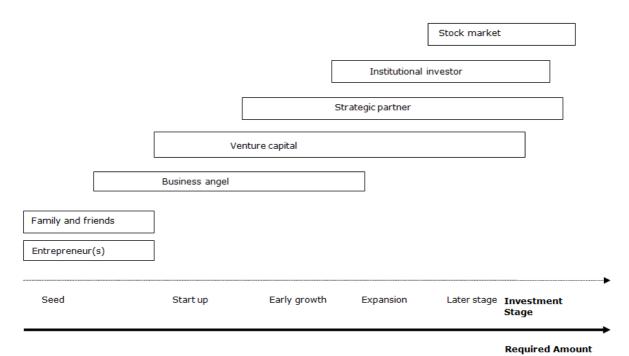
1. Introduction

Comme il est stipulé dans l' « appel d'offre IWEPS 2013/044 », le présent rapport a pour but de passer en revue la littérature universitaire (surtout en matière de finance et entrepreneuriat) qui concerne le financement des PME et en particulier des jeunes entreprises innovantes. Plus précisément, le rapport cherche à répondre à la question suivante : « Dans quelle mesure le soutien financier public, en complément à l'offre privée, répond-il aux besoins des spinoffs et autres entreprises innovantes (dont les entreprises actives dans les technologies environnementales ou vertes) ? ».

Le rapport est presque exclusivement consacré aux participations en capital et au capital à risque, bien que les PME traditionnelles se financent surtout par le crédit bancaire. Une entreprise innovante, néanmoins, se caractérise souvent par (i) un haut degré de risque et d'incertitude; (ii) des investissements immatériels en R&D et développement de marché; (iii) un besoin de liquidités relativement important et certain à la phase de démarrage, suivi par des revenus incertains et une faible probabilité de réussite (Vanacker, Manigart et Meuleman, 2013). Le manque de cash-flow positif et d'immobilisations corporelles pouvant servir de nantissement fait que les sources de financement traditionnelles, notamment le crédit bancaire, ne se prêtent pas au financement des jeunes entreprises innovantes. Le financement des jeunes entreprises innovantes est donc encore plus aléatoire que celui des PME traditionnelles (Vanacker et Manigart, 2010).

D'autres modes de financement ont été imaginés à cette fin, spécialement adaptés aux spécificités des entreprises concernées : business angels, capital à risque, et plus récemment le financement participatif. Les compétences et les modèles financiers qui vont de pair avec ces formules de financement (y compris l'apport de capital ou quasi-capital et de créances subordonnées) offrent des solutions aux problèmes évoqués plus haut. Telle est la raison pour laquelle ce rapport est centré sur le capital à risque et le financement par participation.

La figure 1 illustre les sources de financement typiques auxquelles les entreprises innovantes ont recours durant leur développement, dans une perspective de cycle de vie financier. Au stade du prédémarrage, ou de l'exploration des opportunités, le financement provient généralement des économies du chef d'entreprise, de sa famille ou de ses amis. Depuis peu, le financement participatif s'est imposé comme une nouvelle alternative. Les business angels, des particuliers nantis sans relations avec les entrepreneurs, peuvent apporter du capital au démarrage ou aux premiers stades du développement. C'est seulement plus tard, quand la croissance est amorcée et nécessite des fonds plus importants, que les investisseurs en capital entrent en scène. Les bailleurs de capital à risque sont des investisseurs professionnels, qui recueillent des fonds auprès de tiers pour les investir dans des entreprises orientées vers une forte croissance dans le but de réaliser des plus-values à la sortie ou de revendre leurs parts après cinq à sept ans. Les partenaires stratégiques et les investisseurs institutionnels n'interviennent que quand l'entreprise est en pleine croissance, même si des acteurs de la biotechnologie sont en mesure d'intéresser des partenaires stratégiques à un stade bien plus précoce. Enfin, une introduction en bourse peut générer des fonds, mais il faut pour cela que l'entreprise ait atteint une certaine maturité.



Source : Adapté de Timmons et al. (1990) et Manigart et al. (1997)

Figure 1 : Le cycle de vie financier de l'entreprise innovante

Une tâche importante incombe aux États: mettre sur pied un cadre institutionnel qui crée des marchés financiers fonctionnant correctement. Dans ce rapport, nous verrons d'abord comment le cadre institutionnel affecte l'offre et/ou la demande de capital à risque dans les nouvelles entreprises, en mettant l'accent sur l'organisation des marchés financiers et du marché du travail (voir par exemple Manigart, Heughebaert, Devigne et Vanacker, 2011). Nous analyserons ensuite la demande de capital à risque (Seghers, Vanacker et Manigart, 2012): comment l'entrepreneur peut-il apprendre à mettre au point une bonne stratégie financière?

Cela fait, nous passerons à l'offre de capital à risque : analyse des différentes sources de financement des jeunes entreprises innovantes, suivant une approche basée sur le cycle de vie financier. Nous examinerons les sources de capital à risque les plus courantes : famille, amis, financement participatif et business angels. Nous analyserons ensuite le financement par capital à risque, une importante source de capital à risque pour les entreprises innovantes plus développées.

Malgré un environnement institutionnel dans lequel les marchés financiers peuvent fonctionner de manière optimale, certaines inefficacités font que ces marchés ne sont pas parfaits. En particulier, l'imperfection des marchés financiers pour les jeunes entreprises innovantes suscite des inquiétudes : les projets intéressants risquent de ne pas trouver auprès des partenaires privés des fonds suffisants pour développer leur potentiel (Lerner, 1999 ; 2002 ; Lerner

et al., 2005 ; Cumming et al., 2009). Les gouvernements du monde ne doivent pas seulement s'attacher à optimiser le cadre institutionnel : il faut aussi qu'ils interviennent directement pour stimuler le marché du capital à risque. Une priorité spéciale ira aux initiatives de capital de démarrage lancées par les États, aussi appelées fonds publics de capital à risque. Enfin, nous mettrons en évidence les spécificités des jeunes entreprises qui opèrent dans les secteurs verts et l'écologie.

À la fin du rapport, le lecteur trouvera un lexique des principaux termes utilisés.

Références

- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2009). Style Drift in Private Equity. *Journal of Business Finance & Accounting*, *36*(5-6), 645-678.
- Lerner, J. (1999). The government as VCist: The long-run impact of the SBIR program. *Journal of Business*, 72(3), 285-318.
- Lerner, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public VC' programmes. *Economic Journal*, 112(477), F73-F84.
- Lerner, J., Moore, D., & Shepherd, S. (2005). A study of New Zealand's venture capital market and implications for public policy. Report to the Ministry of Research Science & Technology, LECG Limited, New Zealand.
- Manigart, S., Heughebaert, A., Devigne, D., & Vanacker, T. (2011). Financiering van ondernemerschap: Een vergelijkende studie van het financieringsgedrag in Belgische en Europese ondernemingen. In Clarysse B. (Ed.), Ondernemen tussen wetenschap en beleid in Vlaanderen. Steunpunt Ondernemen en Internationaal Ondernemen: Gent, 210-232.
- Seghers, A., Manigart, S., & Vanacker, T. (2012). The Impact of Human and Social Capital on Entrepreneurs' Knowledge of Finance Alternatives. Journal of Small Business Management, 50(1), 63-86.
- Vanacker, T., & Manigart, S. (2010). Incremental financing decisions in high growth companies: Pecking order and debt capacity considerations. *Small Business Economics*, *35*(1); 53-69.
- Vanacker, T., Manigart, S., & Meuleman, M. (2013). Path-dependent evolution versus intentional management of investment ties in science-based entrepreneurial firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*.

2. Le cadre institutionnel

Le cadre institutionnel est important lorsqu'il s'agit de stimuler ou de freiner l'offre ou la demande de capital à risque. L'offre de capital à risque est influencée par les conditions contextuelles liées au développement potentiel des nouvelles entreprises, notamment la régulation du marché du travail et les investissements en R&D. Plus directement, l'offre de capital à risque est aussi conditionnée par les réglementations des marchés financiers, notamment en matière de protection des investisseurs, ou encore la réglementation sur les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance. D'autres aspects du cadre institutionnel affectent la demande de capital à risque dans le chef des entrepreneurs, par exemple la législation sur la faillite personnelle ou celle des sociétés. Enfin, la fiscalité influence à la fois l'offre et la demande de capital à risque. Ces dimensions importantes du cadre institutionnel et leur impact seront évoqués plus bas. Chaque partie se termine par un bref aperçu des publications académiques les plus pertinentes sur le sujet. En annexe, on trouvera un état des paramètres institutionnels importants et du positionnement belge par rapport à d'autres pays. Nous ferons ainsi apparaître les dimensions que la Belgique peut améliorer particulièrement.

2.1 Réglementation du marché du travail

Les lois qui régissent le marché du travail affectent la disponibilité du capital à risque, donc la croissance des nouvelles entreprises. Les faits montrent amplement que les rigidités du marché du travail, à savoir les restrictions à l'embauche et au licenciement, entravent le développement du marché du capital à risque (Jeng & Wells, 2000; Da Rin et al., 2006; Bonini & Alkan, 2011; Cumming & Li, 2013). En général, les pays d'Europe continentale protègent plus leurs travailleurs que les économies anglo-saxonnes. Mais même entre les pays d'Europe continentale, on constate d'importantes différences dans la place faite à la protection de l'emploi par rapport aux dépenses pour le marché du travail en tant que techniques d'assurance des travailleurs. Si la protection de l'emploi et les dépenses pour le marché du travail sont deux facteurs de sécurité d'emploi interchangeables, les implications sont différentes en termes de coût pour les entreprises. La protection de l'emploi grève les marges d'ajustement d'effectif. Les ajustements coûtent cher et découragent les investisseurs de capital à risque. Le capital à risque étant attiré par les secteurs volatiles en croissance, les investisseurs de capital à risque cherchent des opportunités généralement plus sensibles à ces taxes sur les ajustements d'effectif. Les figures 2 et 3 illustrent comment les choix politiques sont corrélés aux investissements de capital à risque en Europe continentale.

Les chiffres montrent que si la Belgique se comporte relativement bien dans les dépenses pour le marché du travail, un élément positif, elle obtient aussi des scores élevés en termes de protection du marché du travail, un facteur négatif qui freine les ajustements d'effectif dans les entreprises innovantes. Lorsque la protection de l'emploi cède du terrain aux dépenses pour le marché de l'emploi en guise d'assurance des travailleurs, la disponibilité du capital à risque s'en trouve améliorée (Bozkaya & Kerr, 2013).

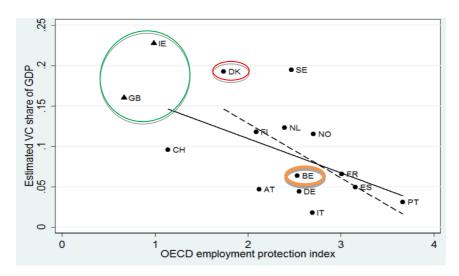


Figure 2 : Capital à risque et protection de l'emploi (Source : Bozkaya & Kerr, 2013)

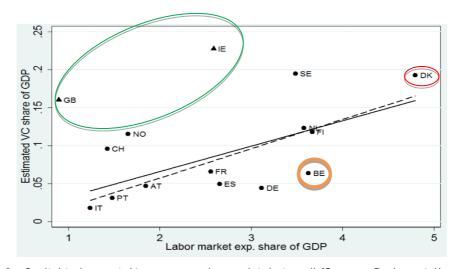


Figure 3 : Capital à risque et dépenses pour le marché du travail (Source : Bozkaya & Kerr, 2013)

L'approche danoise, appelée « flexicurity », est citée parmi les bonnes pratiques (Bozkaya & Kerr, 2013).

La flexicurity danoise associe un marché du travail **flexible**, une **sécurité sociale** généreuse et une **politique active sur le marché du travail**. La souplesse des règles de recrutement et de licenciement facilite la réduction d'effectif en cas de besoin. Dans le chef du salarié, la sécurité revêt la forme d'une allocation garantie et fixée par la loi à un niveau relativement élevé. Une politique active de marché du travail consiste en un système efficace pour donner à tous les chômeurs un accompagnement, une formation ou un emploi (Bozkaya & Kerr, 2013).

Tableau 1 : La réglementation du marché du travail en tant que facteur déterminant du développement des marchés du capital à risque

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Niveau des investissements de capital à risque
Jeng & Wells (2000)	(1986-1995) Autriche, Australie, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Israël, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle- Zélande, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États- Unis	Rigidité du marché de la main-d'œuvre qualifiée (ancienneté moyenne du salarié avec une formation supérieure partielle ou complète) Rigidité du marché du travail total (pourcentage de l'effectif ayant dépassé 10 ans d'ancienneté)	Les rigidités du marché du travail influencent négativement le niveau des investissements de capital à risque aux stades initiaux.
Da Rin, Nicodano & Sembenelli (2006)	(1988-2001) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays- Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni	Flexibilité des pratiques de recrutement et de licenciement (World Competitiveness Yearbook)	La réduction des restrictions à l'embauche et au licenciement exerce un effet positif sur la part des investissements hi-tech dans le total des investissements de capital à risque
Bonini & Alkan (2011)	(1995-2002) Australie, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle- Zélande, Norvège, Pologne, Espagne, Suède, Royaume-Uni et États-Unis	Indice de protection de l'emploi (OCDE) ¹	L'augmentation des rigidités dans la réglementation du marché du travail affecte négativement le niveau des investissements de capital à risque aux stades initiaux
Cumming & Li (2013)	(1995-2010) États-Unis	Labour Freedom Index (Economic Freedom of North America) ²	Un haut degré de liberté du travail exerce un effet positif sur le niveau des investissements de capital à risque
Bozkaya & Kerr (2013)	(1990-2008) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays- Bas, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni	Indice de protection de l'emploi (OCDE) ³ Dépenses pour le marché du travail ⁴ Indice mécanisme ⁵ Indice niveaux ⁶	Une forte protection de l'emploi est liée à des investissements de capital à risque moins importants dans les secteurs 7 volatiles. Des dépenses plus importantes pour le marché du travail sont liées à davantage d'investissement de capital à risque dans les secteurs volatiles L'importance des mécanismes d'assurance, avec une évolution vers des politiques plus souples, est liée au développement des investissements de capital à risque dans les secteurs volatiles L'évolution vers des marchés plus flexibles est liée à une

¹ Les indicateurs OCDE de la protection légale de l'emploi mesurent les procédures et les coûts du licenciement individuel ou collectif ainsi que les procédures d'engagement de travailleurs à durée déterminée ou dans le cadre d'un contrat d'intérimaire.

² Le Labour Freedom Index (indice de liberté du travail) reflète la législation sur le salaire minimum, l'emploi public en pourcentage de l'emploi total du territoire, et la syndicalisation.

³ L'indice de protection de l'emploi prend en compte une variété de législations sur le licenciement individuel et

collectif des travailleurs temporaires et autres.

Dépenses pour les programmes d'activation du marché du travail. Les allocations d'assurance chômage forment la majeure partie des dépenses.

⁵ L'indice mécanisme de l'assurance du marché du travail indique dans quelle mesure les politiques nationales favorisent les dépenses pour le marché du travail (p.ex. allocations d'assurance chômage) par rapport à la protection de l'emploi en tant que mécanismes de protection des travailleurs. ⁶ L'indice niveaux mesure l'assurance totale offerte par les deux politiques.

⁷ La volatilité désigne le changement absolu moyen de l'emploi des établissements de l'année précédente divisé par l'emploi moyen de l'année en cours et des années antérieures.

augmentation des
investissements de capital à
risque dans tous les secteurs
(surtout les plus volatiles)

2.2 Dépenses publiques de R&D

Deuxième facette du cadre institutionnel : l'investissement du secteur public dans la R&D. Les dépenses publiques de R&D génèrent des effets de débordement technologique, qui créent à leur tour des débouchés pour les nouvelles entreprises (Gompers & Lerner, 1999). Une augmentation des dépenses publiques de R&D se traduit donc par une élévation des investissements de capital à risque (Da Rin et al., 2006; Bozkaya & Kerr, 2013), surtout dans les secteurs les plus volatiles (les plus risqués) (Bozkaya & Kerr, 2013).

Si les dépenses publiques de R&D représentent 0,27% du PIB dans l'UE20, voire 0,30% dans la zone euro en 2010, la proportion ne dépasse pas 0,19% en Belgique (Eurostat, 2013). La Belgique, autrement dit, devrait viser une hausse considérable de ses dépenses de R&D dans le but de stimuler le capital à risque.

Tableau 2 : Le niveau des dépenses publiques de R&D en tant que facteur déterminant du développement des
marchés du capital à risque

Auteur(s)	Auteur(s) Échantillon		ur(s) Échantillon Variable indépendante		Niveau des investissements de capital à risque
Da Rin, (1988-2001) Autriche,		Dépenses publiques de	Une augmentation des dépenses		
Nicodano &	Belgique, Danemark,	R&D	publiques de R&D se traduit par		
Sembenelli	Finlande, France,		une élévation des		
(2006)	Allemagne, Grèce,		investissements de capital à		
	Irlande, Italie, Pays-		risque		
	Bas, Portugal, Espagne,				
	Suède, Royaume-Uni				
Bozkaya & Kerr	(1990-2008) Autriche,	Part de la R&D publique	Des dépenses publiques plus		
(2013)	Belgique, Danemark,	dans le PIB	importantes en R&D sont liées à		
	Finlande, France,		davantage d'investissement de		
	Allemagne, Irlande,		capital à risque, surtout dans les		
	Italie, Pays-Bas,		secteurs volatiles		
	Norvège, Portugal,				
	Espagne, Suède,				
	Suisse, Royaume-Uni				

2.3 Protection de l'investisseur

Pour l'investisseur de capital (investisseur de capital à risque ou business angel), il est très important de pouvoir compter sur une certaine protection légale en tant qu'actionnaire minoritaire dans les entreprises de son portefeuille. La Porta et al. (1998) ont comparé la protection de l'investisseur dans les entreprises cotées de 49 pays, y compris les voix liées aux actions, la protection du droit de vote des actionnaires contre les abus du management et les droits de recours des actionnaires minoritaires. La Porta et al. (1998) constatent que la protection de l'investisseur varie systématiquement avec le système juridique en place, dont ils distinguent quatre grandes variantes : anglaise, française, allemande et scandinave. Les pays de « common law » (le système anglais) protègent l'investisseur plus que les autres et appliquent les lois en la matière avec le plus d'efficacité. C'est dans les pays où règne le droit français (Belgique comprise) que la protection de l'investisseur est la moins solide.

L'étude sans précédent de La Porta et al. (1997) est à l'origine de diverses recherches quant à l'effet de la législation sur le développement des marchés des capitaux publics. Ces enquêtes concluent en général que les marchés du

« public equity » sont plus développés dans les pays qui protègent mieux l'investisseur et appliquent leurs lois, ce qui facilite le financement des entreprises par la participation. Les marchés des capitaux publics, cependant, sont rarement accessibles aux PME.

Plus récemment, des chercheurs se sont penchés sur le rapport entre la législation et les marchés des capitaux du point de vue des PME. Leleux & Surlemont (2003) ont montré que les dimensions du marché du capital à risque dépendent plus de la nature des systèmes juridiques de protection de l'investisseur que de la manière dont les règles sont appliquées. Groh, von Liechtenstein & Lieser (2010) ont mis au point un indice qui mesure spécifiquement l'attrait relatif qu'un pays exerce sur le capital à risque. Ils ont constaté que si le Royaume-Uni est proche des pays européens à maints égards, la protection de l'investisseur renforce son attrait pour le capital à risque et explique pourquoi le marché du capital à risque y est plus développé. Ici encore, soulignent les experts (Groh et al., 2010), le « common law » est le point commun des pays qui encouragent le plus le marché du capital à risque.

Par ailleurs, Djankov et al. (2008) ont élaboré un indice de protection de l'investisseur qui privilégie la protection juridique des actionnaires minoritaires contre l'expropriation par les actionnaires de contrôle, une disposition qui concerne particulièrement le financement des PME. Une meilleure protection des droits des actionnaires (mesurée suivant l'indice Djankov) augmente la capacité des PME européennes à lever des capitaux importants sous la forme de participations (Vanacker, Heughebaert & Manigart, 2013). La propriété du capital à risque resserre cette relation.

Tableau 3 : Le niveau de protection de l'investisseur en tant que facteur déterminant du développement des marchés du capital à risque

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Offre de capital à risque	Niveau des investissements de capital à risque
Leleux & Surlemont (2003)	(1990-1996) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume- Uni	Système juridique (La Porta et al., 1997)	Les pays qui protègent mal l'investisseur attirent moins de capital à risque par habitant	
Groh, von Liechenstein & Lieser (2010)	(2000-2005) UE25, Suisse, Norvège	Protection de l'investisseur (données Banque mondiale)	La capacité à attirer le capital à risque dans les investissements institutionnels est liée à la protection de l'investisseur	
Vanacker, Heughebaert & Manigart (2013)	(1990-2008) Belgique, Finlande, France, Italie, Espagne, Royaume- Uni	Indice anti-délit d'initié (Djankov et al., 2008)		La disponibilité et l'utilisation des capitaux extérieurs augmentent avec une bonne législation de protection de l'actionnaire; la propriété du capital

		à risque resserre
		cette relation

2.4 Régulation des fonds de pension et autres investisseurs institutionnels

Parmi les investisseurs de capital à risque, les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les autres investisseurs institutionnels occupent une place importante. Aussi la régulation des fonds de pension et autres investisseurs institutionnels affecte-t-elle étroitement l'offre de capital à risque. La dérégulation des investissements des fonds de pension et autres investisseurs institutionnels est de nature à augmenter les liquidités investissables sous la forme de capital à risque (Gompers & Lerner, 2004; Jeng & Wells, 2000). Parallèlement, l'harmonisation de la réglementation des investisseurs institutionnels peut également améliorer la disponibilité du capital à risque (Cumming & Johan, 2007).

La Belgique réserve une large place à son régime de retraite par répartition, au détriment des fonds de pension. Ces investisseurs institutionnels sont largement absents, ce qui limite les investissements possibles sur le marché belge du capital à risque. Quant aux compagnies d'assurance, leurs investissements de capital à risque sont découragés par les règles imminentes Solvabilité II (Solvency II), qui réguleront leurs stratégies d'investissement mais ne sont pas encore finalisées.

Face à ces difficultés, les investisseurs institutionnels sont à peu près absents du marché belge du capital à risque. Tandis que 18% de tous les investissements dans les fonds européens de capital à risque de 2012 émanaient de fonds de pension, compagnies d'assurance et autres gestionnaires d'actifs, ce pourcentage tombe à zéro pour la Belgique en 2012, une situation en place depuis de nombreuses années (EVCA, 2013). Ces investisseurs sont donc largement absents du marché belge du capital à risque, ce qui limite considérablement la disponibilité des ressources.

Tableau 4 : La régulation des fonds de pension et autres investisseurs institutionnels en tant que facteur déterminant du développement des marchés du capital à risque

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Offre de capital à risque
Gompers & Lerner (2004)	(1978-1994) US	Clarification ERISA 8	Engagements dans les partenariats de capital à risque indépendants	L'assouplissement des restrictions sur les fonds de pension a développé les engagements sur le marché du capital à risque
Jeng & Wells (2000)	(1986-1995) Autriche, Australie, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Israël, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle- Zélande, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États-Unis	Niveau des fonds de pension divisé par le PIB ⁹	Fonds private equity levés	Le niveau des fonds de pension exerce un impact positif marqué sur les capitaux PE recueillis
Cumming & Johan (2007)	2005 Enquête sur les investisseurs institutionnels néerlandais	Type d'investisseur institutionnel Total des actifs gérés par l'investisseur institutionnel	Probabilité qu'un investisseur institutionnel affecte des capitaux au private equity en 2006-2010 Pourcentage prévu des capitaux à affecter aux fonds de private equity en 2006-2010	L'harmonisation de la réglementation sur les investisseurs institutionnels favorise les investissements de private equity 10 Les grands investisseurs institutionnels sont plus enclins à investir dans le PE et y investissent un plus grand pourcentage de leurs actifs Les fonds de pension sont plus enclins que les banques et les compagnies d'assurance à investir dans le PE et y investissent un plus grand pourcentage de leurs actifs

_

⁸ La clarification du principe de gestion prudente dans la loi Employment Retirement Income Security Act (ERISA) en 1979 a permis aux fonds de pension d'investir dans le capital à risque.

⁹ Les fonds de pension sont réglementés différemment selon le pays. L'effet du pays individuel est absorbé dans une régression à effet fixe.

¹⁰ L'harmonisation de la réglementation peut faciliter les investissements en private equity de deux manières. D'abord, lorsque différents types d'investisseurs institutionnels sont soumis aux mêmes contraintes réglementaires, cela permet à des institutions de plusieurs types d'intervenir comme associés commanditaires dans le même fond de private equity. Ensuite, quand la réglementation est harmonisée entre pays, les investisseurs institutionnels de pays différents sont plus à même d'intervenir comme investisseurs institutionnels dans la même société en commandite de private equity.

2.5 Législation sur la faillite

Les lois sur la faillite personnelle comme sur la faillite des sociétés influencent fortement la demande de capital à risque. Nous analyserons d'abord la législation relative à la faillite personnelle, avant de passer à la faillite des sociétés.

2.5.1 Législation sur la faillite personnelle

Les lois sur la faillite personnelle portent sur le chef d'entreprise ou cadre en tant qu'individu après une faillite (Armour, 2004). Le traitement réservé aux individus par la loi sur la faillite personnelle exerce un effet sur la création d'entreprises et la demande de capital à risque, donc sur le niveau des investissements en capital à risque observé dans les différents pays. Bien que la limitation de responsabilité par la constitution en société protège le patrimoine personnel du chef d'entreprise (protection qui peut faire apparaître la législation sur la faillite personnelle comme relativement peu déterminante dans le contexte du capital à risque), il ne faut pas négliger les charges financières potentielles qui pèsent sur l'entrepreneur avant la création de la société ni l'incidence des sûretés personnelles des dettes de l'entreprise. Le défaut d'une société peut souvent entraîner la faillite personnelle de ses fondateurs. Le traitement des individus dans la législation sur la faillite grève donc ex ante les incitants à la création d'entreprises, et par là la demande de capital à risque (Armour, 2004; Armour et Cumming, 2006). Mais le traitement du failli individuel peut aussi exercer un effet ex post. Avec une législation sur la faillite trop sévère, l'entrepreneur en défaut sans avoir commis de faute, et qui représente souvent un capital humain précieux, est exclu du réservoir de talents dans lequel les bailleurs de capital à risque souhaitent investir. Cela peut avoir une incidence sur la demande de capital à risque.

Des études empiriques ont confirmé que des lois strictes en matière de faillite personnelle affectent négativement l'activité indépendante et la création d'entreprises (Armour & Cumming, 2008), et réduisent les investissements de capital à risque (Armour & Cumming, 2006; Bozkaya & Kerr, 2013). L'impossibilité de prendre un nouveau départ après une faillite, en réduisant la demande de financement, limite le recours à la dette extérieure et la quantité de fonds levés (Vanacker, Heughebaert & Manigart, 2013). En Belgique, l'entrepreneur honnête qui fait faillite peut bénéficier d'une réhabilitation complète (Commission européenne, 2011), une mesure positive pour le financement des PME.

Les exemptions en cas de faillite, ou les biens personnels que l'entrepreneur failli peut conserver, varient également d'un pays à l'autre. Généralement, le débiteur ne peut garder que de modestes effets personnels, ainsi que ses outils de travail. Aux États-Unis, le débiteur est autorisé à conserver un intérêt dans son habitation, bien que la limite maximale de cette « homestead exemption » varie selon l'État. Des exemptions généreuses peuvent cependant affaiblir le lien entre l'investisseur de capital à risque et l'entrepreneur. Toujours aux États-Unis, on a montré que l'importance de l'exemption de l'habitation influençait *négativement* la disponibilité du financement pour les PME, à la fois en termes de capital à risque (Hasan & Wang, 2008) et de crédit aux petites entreprises (Berkowitz and White, 2004). Dans les États où l'exemption de l'habitation est illimitée, les prêts consentis aux petites entreprises sont moins importants et plus chers (Berkowitz

and White, 2004). L'exemption de l'habitation limite fortement la disponibilité du capital à risque.

Tableau 5.1 : La sévérité de la législation sur la faillite personnelle en tant que facteur déterminant du développement des marchés du capital à risque

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante 11	Création d'entreprises	Demande de capital à risque	Offre de capital à risque	Niveau des investissements
Armour (2004)	(1997-2000) Belgique, Danemark, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays- Bas, Espagne, Suède, Royaume-Uni, États- Unis	Délai de réhabilitation	•			Corrélation négative entre la sévérité de la législation sur la faillite personnelle et le niveau des investissements de capital à risque via une moindre demande de financement
Armour & Cumming (2006)	(1990-2003) Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni, États-Unis	Délai de réhabilitation		Une législation plus sévère sur la faillite personnelle – en termes de délai de réhabilitation plus long – réduit la demande de capital à risque		Une législation plus sévère sur la faillite personnelle réduit les investissements de capital à risque
Armour & Cumming (2008)	(1990-2005) Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays- Bas, Espagne, Suède, Royaume-Uni, États- Unis	Possibilité de réhabilitation 12 Délai de réhabilitation Actifs échappant aux créanciers (exemption) 13 Restrictions imposées aux droits civiques et économiques du débiteur (incapacités) Difficulté pour le débiteur d'obtenir sa réhabilitation via un accord avec les créanciers	La création d'activités d'indépendant est liée à : - possibilité de réhabilitation - délai de réhabilitation plus court - exemptions plus généreuses			

Pour un aperçu des variables qui mesurent la sévérité des lois sur la faillite personnelle, voir l'annexe.
 Possibilité d'une réhabilitation de l'entrepreneur endetté personnellement après une faillite : une deuxième chance ou pas ?.
 La plupart des pays autorisent le débiteur à conserver des effets personnels modestes et des outils ou équipement de travail. Aux États-Unis, le débiteur est autorisé à conserver un intérêt dans son habitation, bien que la limite maximale de cette « homestead exemption » varie selon l'État.

Tableau 5.1 : (suite)

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante 14	Création d'entreprises	Demande de capital à risque	Offre de capital à risque	Niveau des investissements
Bozkaya & Kerr (2013)	(1990-2008) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays- Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni	Possibilité de réhabilitation Délai de réhabilitation Actifs échappant aux créanciers (exemption) Restrictions imposées aux droits civiques et économiques du débiteur (incapacités) Difficulté pour le débiteur d'obtenir sa réhabilitation via un accord avec les créanciers	a entreprises	a risque	risque	Une législation plus sévère sur la faillite personnelle réduit les investissements de capital à risque
Vanacker, Heughebaert & Manigart (2013)	(1990-2008) Belgique, Finlande, France, Italie, Espagne, Royaume- Uni	Possibilité de réhabilitation Délai de réhabilitation Capital minimum Exemption Incapacités Compromis				L'impossibilité de prendre un nouveau départ après une faillite limite le recours à la dette extérieure et la quantité de fonds levés
Hasan & Wang (2008)	(1984-2003) États- Unis	Somme des exemptions « habitation » et « biens personnels »			Impact négatif des exemptions des États sur la disponibilité du financement à risque pour les entreprises en portefeuille	.5.05

-

¹⁴ Pour un aperçu des variables qui mesurent la sévérité des lois sur la faillite personnelle, voir l'annexe.

2.5.2 Législation sur la faillite des sociétés

La législation sur la faillite des sociétés règle le sort des entreprises en tant qu'entités juridiques vis-à-vis de leurs parties prenantes. La législation sur la faillite des sociétés se caractérise par des mesures plus ou moins favorables aux créanciers (« creditor friendliness ») ou aux débiteurs (« debtor friendliness ») (Lee, Peng & Barney, 2007). La législation peut imposer des entraves *ex post* à la sortie. Lorsque ces barrières sont défavorables aux entrepreneurs (p.ex. impossibilité d'échapper à une lourde dette), ceux-ci peuvent tout tenter pour éviter la sortie. Simultanément, une législation défavorable aux entrepreneurs peut créer des entraves *ex ante* à l'entrée, en décourageant l'entrepreneur de se lancer par peur des conséquences possibles d'une faillite. Corollairement, une législation favorable à l'entrepreneur facilite la prise de risque en encourageant la création de nouvelles entreprises. Ce type de législation va de pair avec un plus grand nombre d'entrées nouvelles (Lee et al., 2011).

Une législation sévère sur la faillite des entreprises réduit le recours à la dette extérieure et la quantité des fonds levés (Vanacker, Heughebaert & Manigart, 2013), sans limiter pour autant la disponibilité du capital à risque (Armour, 2004).

Tableau 5.2 : La sévérité de la législation sur la faillite des entreprises en tant que facteur déterminant du développement des marchés du capital à risque

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante 15	Création d'entreprises	Demande de capital à risque	Offre de capital à risque	Niveau des investissements
Lee, Yamakawa, Peng & Barney (2011)	(1990-2008) 29 pays	Durée de la procédure de faillite Coût de la procédure de faillite Possibilité de prendre un nouveau départ après une faillite Possibilité de sursis automatique sur les actifs Possibilité pour les cadres de rester en fonction après le début de la procédure de faillite	Un plus grand nombre de nouvelles sociétés va de pair avec - une procédure de faillite plus courte - une procédure de faillite moins coûteuse - un plus grand nombre d'entrepreneurs réhabilités (disposant d'une nouvelle chance) - aucune possibilité de sursis sur les	a risque	risque	investissements
Vanacker, Heughebaert & Manigart (2013)	(1990-2008) Belgique, Finlande, France, Italie, Espagne, Royaume- Uni	Délai avant clôture Coût de la clôture	actifs			La probabilité du recours à la dette et la quantité de fonds levés sont influencées positivement par - une clôture plus rapide - une clôture moins coûteuse

 $^{^{15}}$ Pour un aperçu des variables qui mesurent la sévérité des lois sur la faillite personnelle, voir l'annexe.

2.6 Taxation

L'imposition des sociétés affecte à la fois la demande et l'offre de capital à risque. Poterba (1989) et Gompers & Lerner (1999) suggèrent que l'effet des changements de taux d'imposition des plus-values va probablement se répercuter sur la demande de capital à risque. Une taxation plus lourde des plus-values influence négativement la création d'entreprises et la demande de capital à risque (Poterba, 1989; Bruce & Gurley, 2005; Armour & Cumming, 2006). Pourtant, les investissements de capital à risque ne sont corrélés ni au taux de l'impôt des sociétés ni aux taxes sur les plus-values (Groh, Liechtenstein & Lieser, 2011). Cela s'explique: les sociétés de capital à risque s'appuient en général sur des structures transparentes en termes fiscaux, qui neutralisent les effets respectifs des différents régimes de taxation. En conséquence, pour stimuler l'investissement de capital à risque, il est recommandé d'agir sur les taux d'imposition des revenus des sociétés (Groh, Liechtenstein & Lieser, 2013; Bonini & Alkan, 2011).

En Belgique, les plus-values sont exonérées à certaines conditions, mais l'impôt des sociétés se situe à 33,99% (plus qu'en Finlande (24,5%), aux Pays-Bas (20-25%) et en Suède (22%)), et le taux marginal d'imposition sur la plus haute tranche revenus des personnes physiques est de 54,5% (comparable à la Finlande (53,75%), aux Pays-Bas (52%) et à la Suède (60%). Une réduction de ces impôts peut stimuler les investissements de capital à risque.

Tableau 6 : La fiscalité en tant que facteur déterminant du développement des marchés du capital à risque

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Création d'entreprises	Demande de capital à risque	Offre de capital à risque	Niveau des investissements de capital à risque
Poterba (1989)	Modèle théorique			Une plus grande différence entre le taux d'impôt sur le revenu des personnes physiques et sur les plus-values encourage à quitter un emploi pour créer une entreprise	Une réduction du taux d'imposition des plus-values personnelles pourrait stimuler la demande de capital à risque dans le chef des entrepreneurs		
Gompers & Lerner (1999)	(1972-1994) États-Unis	Les plus hauts taux marginaux d'impôt sur les plus-values	Engagements sur le marché du capital à risque			Une hausse du taux d'imposition des plus-values exerce un effet négatif sur la contribution aux investissements de capital à risque, bien que l'effet ne soit significatif que pour les contributions à l'échelle du marché	
Bruce & Gurley (2005)	(1979-1990) États-Unis	Taux marginal d'imposition des personnes physiques Taux marginal d'imposition des sociétés Taux d'imposition différentiel (taux marginal personnes physiques - taux marginal sociétés)	Présence d'une ou plusieurs formes de revenus de type entreprise : propriété exclusive, partenariat, petite entreprise	La probabilité d'entrée dans une activité d'entreprise augmente avec : - l'augmentation du taux d'imposition marginal sur les revenus salariaux - la diminution du taux d'imposition marginal des sociétés			
Armour & Cumming	(1990-2003) Autriche,	Taux d'imposition des plus-values	Capital risque stade initial/PIB		Les taux d'imposition des	Les taux d'imposition des	Le niveau de l'impôt sur les

(2006) Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni, États-Unis	Capital risque stade expansion/PIB	plus-values sont corrélés négativement avec la demande de capital à risque	plus-values sont corrélés négativement avec l'offre de capital à risque	plus-values est corrélé négativement avec la quantité d'investissements en capital à risque
--	--	--	---	--

Tableau 6 : (suite)

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Création d'entreprises	Demande de capital à risque	Offre de capital à risque	Niveau des investissements de capital à risque
Bonini & Alkan (2011)	(1995-2002) Australie, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle- Zélande, Norvège, Pologne, Espagne, Suède, Royaume- Uni et États-Unis	Taux d'imposition des sociétés	Total des investissements en capital à risque Investissements de capital à risque au stade initial				Le taux de l'impôt des sociétés exerce un impact négatif significatif sur les investissements de capital à risque au stade initial
Da Rin, Nicodano & Sembenelli (2006)	(1988-2001) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni	Impôt sur les plus-values des sociétés	Investissements high- tech/total des investissements de capital à risque (ratio high-tech) Investissements stade initial/total des investissements de capital à risque (ratio stade initial)				Une réduction de l'imposition des plus-values des sociétés exerce un effet positif sur le ratio high-tech et sur le ratio stade initial.

Références

- Armour, J. (2004). Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital. *European.Business Organization Law Review (EBOR)*, 5(01), 87-118.
- Armour, J., & Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, *58*(4), 596-635.
- Armour, J., & Cumming, D. (2008). Bankruptcy Law and Entrepreneurship. American Law and Economics Review, 10(2), 303-350.
- Berkowitz, J., & White, M. J. (2004). Bankruptcy and small firms' access to credit. *RAND Journal of Economics*, 69-84.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Bonini, S., & Alkan, S. (2012). The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics*, *39*(4), 997-1016.
- Bozkaya, A., & Kerr, W. R. (2013). Labor regulations and European venture capital. *Journal of Economics & Management Strategy* (forthcoming).
- Bruce, D. & Gurley, T. (2005). Taxes and entrepreneurial activity: an empirical investigation using longitudinal tax return data. Small Business Research Summary 252.
- Cumming, D. (2011). Measuring the effect of bankruptcy laws on entrepreneurship. *Journal of Entrepreneurial Finance* (forthcoming).
- Cumming, D., & Johan, S. (2007). Regulatory harmonization and the development of private equity markets. *Journal of Banking & Finance, 31*(10), 3218-3250.
- Cumming, D., & Li, D. (2013). Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States. *Journal of Corporate Finance*, *23*(0), 345-367.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, *90*(8–9), 1699-1723.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- European Commission (2011). Business dynamics: start-ups, business transfers and bankruptcy, Published by the European Commission, DG Enterprise and Industry.
- EVCA (2013). EVCA Yearbook: Activity data.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fundraising? : National Bureau of Economic Research.
- Gompers, P. P. A., & Lerner, J. (2004). The venture capital cycle: MIT press.
- Groh, A. P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2010). The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224.
- Groh, A.P., von Liechtenstein, H. & Lieser, K. (2011). The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2011 Annual.
- Groh, A.P., von Liechtenstein, H. & Lieser, K. (2013). The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2013 Annual.
- Hasan, I., & Wang, H. (2008). The US bankruptcy law and private equity financing: empirical evidence. *Small Business Economics*, *31*(1), 5-19.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, *6*(3), 241-289.

- Lee, S.-H., Peng, M. W., & Barney, J. B. (2007). Bankruptcy law and entrepreneurship development: A real options perspective. *Academy of Management Review*, 32(1), 257-272.
- Lee, S.-H., Yamakawa, Y., Peng, M. W., & Barney, J. B. (2011). How do bankruptcy laws affect entrepreneurship development around the world? *Journal of Business Venturing*, 26(5), 505-520.
- Leleux, B. t., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 18(1), 81-104.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The journal of finance, 52*(3), 1131-1150.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- Poterba, J. M. (1989). Venture capital and capital gains taxation: National Bureau of EconomicResearch Cambridge, Mass., USA.
- Vanacker, T., Heughebaert, A. & Manigart, S. (2013). Institutional frameworks, venture capital and the financing of European New Technology-based firms. UGent Working Paper Series.

3. Stimulation de la demande de capital à risque

Tout marché se caractérise par une offre et une demande. Une faiblesse du côté de la demande peut se traduire par un moindre recours des entreprises innovantes au capital à risque. Premier problème identifié dans la littérature : la plupart des personnes concernées souffrent d'un manque de connaissances financières. Elles ne possèdent pas l' « expertise quant à la bonne gestion de leurs affaires financières » (Fernandes, Lynch & Netemeyer, 2013), surtout quand on sait à quel point le monde financier se fait complexe. En particulier, les entrepreneurs connaissent souvent mal les alternatives financières qui s'offrent à eux (Seghers, Manigart & Vanacker, 2012). Les entrepreneurs qui ont une formation ou une expérience en matière de décisions financières dans l'entreprise ou qui entretiennent de bonnes relations avec la communauté financière disposent d'une meilleure connaissance des alternatives (Seghers et al., 2012).

Une connaissance médiocre des alternatives financières affecte négativement les choix des entrepreneurs en limitant l'éventail des options prises en considération (Van Auken, 2001; Vanacker, Manigart & Meuleman, 2013). Cela se traduit par des choix sous-optimaux dans la stratégie financière des nouvelles entreprises, y compris en ce qui concerne les sources et les modes de financement utilisés. Ces entreprises ont tendance à rechercher le financement initial auprès des seuls investisseurs qui font partie de leur contexte institutionnel à cause des normes institutionnelles (Vanacker, Manigart & Meuleman, 2013). Les spin-offs des universités, par exemple, s'adressent souvent en priorité aux universités pour trouver des fonds.

Les compétences financières déficientes des entrepreneurs les handicapent aussi dans la négociation de l'investissement et la fixation des prix. Cela peut les conduire à l'échec dans la quête de financement, à l'obtention d'un montant inadéquat ou à une mauvaise combinaison de modes de financement (Van Auken, 2001). Les chances d'accéder aux financements ultérieurs sont également réduites (Vanacker et al., 2013). Par exemple, il n'est pas rare que les entreprises sollicitant les business angels produisent des plans d'affaires incomplets et des idées mal développées à propos du modèle économique, des marchés ou de l'accès aux marchés, ou formulent des attentes irréalistes à l'égard des investisseurs, sans parler des techniques de présentation souvent déficientes (Mason, 2007). Il est urgent d'aider les entrepreneurs à devenir « investment ready » (Mason & Harrison, 2001). Pour cette raison, plusieurs pays ont lancé des programmes de préparation pour aider les entrepreneurs à développer leur plan d'affaires et leurs techniques de présentation de manière à pouvoir répondre aux questions les plus courantes des investisseurs (Mason & Kwok, 2010; OCDE, 2011).

On constate également un manque criant de connaissance des alternatives de financement proposées par le secteur public (Van Auken, 2001; Seghers et al., 2012). Cela nous rappelle que les nouvelles initiatives publiques doivent être communiquées clairement au groupe cible.

Lorsque les entrepreneurs manquent de connaissances financières, les intermédiaires et conseillers peuvent contribuer à y remédier (Seghers et al., 2012). Les comptables, mais aussi les banquiers et les avocats, sont les principaux conseillers des entrepreneurs en matière financière. Mais ces acteurs ne sont pas nécessairement au fait du capital à risque. Les auteurs plaident donc en faveur d'une plus large place pour le capital à risque dans la formation (continue) de ces intermédiaires (Mason, 2009).

En conclusion, les observations ci-dessus soulignent l'importance de la formation aux alternatives financières, non seulement pour les entrepreneurs, mais aussi pour les intermédiaires tels que les comptables. Une formation de base aux concepts financiers est nécessaire, bien que son efficacité soit limitée dans le temps, ces connaissances perdant rapidement leur à-propos (Fernandes et al., 2013). Une formation spécifique en fonction des besoins du moment semble plus adéquate (Fernandes et al., 2013). Les programmes de « investment readiness » pour entrepreneurs sont peut-être particulièrement importants (Mason & Harrison, 2001), parallèlement aux formations spécifiques pour comptables, avocats et banquiers (Mason, 2009). Ces tâches ne doivent pas rester l'apanage des services spécialisés comme les réseaux de business angels ou les incubateurs d'entreprises : elles incombent aussi aux écoles de commerce (Mason, 2001).

Références

- Fernandes, D., Lynch, J.G., & Netemayer, R.G. (2013). Financial Literacy, Financial Education and Downstream Financial Behaviors. *Management Science*, forthcoming.
- Mason, C. M. (2007). Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures (Vol. 3, pp. 259-299): Springer US
- Mason, C. M. (2009). Public policy support for the informal venture capital market in Europe: A critical review. *International Small Business Journal*, 27(5), 536-556.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2001). 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. *Regional Studies*, *35*(7), 663-668.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287.
- Mason, C., & Kwok, J. (2010). Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical Review of Design Issues. *Local Economy*, *25*(4), 269-292
- OECD (2011). Financing high-growth firms: The role of angel investors, OECD Publishing.
- Seghers, A., Manigart, S., & Vanacker, T. (2012). The Impact of Human and Social Capital on Entrepreneurs' Knowledge of Finance Alternatives. *Journal of Small Business Management, 50*(1), 63-86.
- Van Auken, H. E. (2001). Financing Small Technology-Based Companies: The Relationship between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment. *Journal of Small Business Management*, *39*(3), 240-258.
- Vanacker, T., Manigart, S., & Meuleman, M. (2013). Path-Dependent Evolution Versus Intentional Management of Investment Ties in Science-Based Entrepreneurial Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*.

4. Stimulation de l'offre privée de capital à risque

4.1 Introduction

Les nouvelles entreprises adoptent souvent une approche « cycle de vie » pour financer leurs activités. Avant le démarrage officiel, elles font généralement appel aux fonds des entrepreneurs, de leur famille et de leurs amis. Au moment du lancement, elles sollicitent les business angels. Le capital à risque leur devient accessible avec une certaine maturité.

L'argument selon lequel les finances des petites entreprises sont exagérément affectées par les conditions macroéconomiques (Berger & Udell, 1998) trouve son illustration dans les péripéties de la récente crise financière. Plus que jamais, les banques ont rechigné à prêter aux PME, pour diverses raisons : perspectives économiques médiocres de ces entreprises, stagnation du crédit interbancaire, hausse du coût du capital, obligation faite aux banques de rééquilibrer leur bilan (OCDE, 2009). Simultanément, devant la réduction des possibilités de sortie due à la dégradation du climat économique, le secteur du capital à risque souffrait d'un sérieux recul de la quantité de fonds levés (EVCA, 2013). On note cependant que l'activité des business angels semble moins cyclique (Mason & Harrison, 2013). Il faut ajouter à cela que la crise financière a vu l'avènement du financement participatif (« crowdfunding »), dans leguel les nouvelles entreprises ont vu un moyen pour se financer sans devoir recourir au capital à risque ni aux autres investisseurs traditionnels (Schwienbacher & Larralde, 2010). Ce mode de financement est particulièrement intéressant à la phase de prédémarrage ou de démarrage. Le comportement des différents types d'investisseurs pendant la récente crise financière et économique rappelle à quel point il est important de disposer d'un bon mix de sources de financement.

Nous allons voir comment la politique publique peut stimuler l'offre de capital à risque, suivant une approche « cycle de vie financier ». Après le financement participatif, nous évoquerons les business angels, puis le financement par le capital à risque. Notons cependant que les investissements directs des États dans le secteur du capital à risque seront abordés dans un chapitre séparé.

4.2 Financement participatif

Le financement participatif consiste pour les entrepreneurs - individuels ou regroupés - à financer leurs initiatives par des contributions relativement réduites d'un nombre relativement grand de particuliers, par l'intermédiaire d'une plate-forme Internet, et sans intermédiaires financiers standard (Mollick, 2013). À ce titre, le financement participatif est un outil hautement démocratique, qui transforme de grands groupes de personnes normalement sans accès à la finance traditionnelle en entrepreneurs à petite échelle. Le financement participatif s'est surtout développé dans les arts et les autres activités créatives (p.ex. musique enregistrée, film, jeux vidéo) (Agrawal et al., 2013). Aujourd'hui, le financement participatif soutient des projets et des entreprises dans divers secteurs (Schwienbacher & Larralde, 2010).

Si les plates-formes de financement participatif sont multiples, le procédé est en général le même. Le demandeur commence par présenter sa requête,

normalement en précisant le montant espéré, la destination des fonds et - le cas échéant - ce qu'il propose en contrepartie. L'investisseur potentiel consulte les offres. Si l'une d'elles l'intéresse, il mise une petite somme qui contribue au montant demandé. Le site de financement participatif gère la plate-forme technique d'échange de fonds, les droits de vote, etc.

4.2.1 Types de financement participatif

La littérature identifie quatre grands types de financement participatif. Le critère de distinction entre ces modèles se situe dans ce que l'investisseur reçoit (ou ne reçoit pas) en contrepartie de sa contribution (Agrawal et al., 2011, 2013; Ahlers, Cumming, Günther & Schweizer, 2012; Mollick, 2013).

- Dans le financement participatif à base de dons, le bailleur donne à une cause qu'il veut soutenir, sans attendre de compensation financière ni autre contrepartie matérielle. Cela peut être considéré comme de la philanthropie ou du mécénat;
- Le financement participatif **avec récompense** offre au bailleur un avantage non financier en échange de son investissement ;
- Dans le financement participatif **par prêt**, le bailleur perçoit un revenu périodique fixe et compte sur le remboursement du principal qu'il a investi ;
- Dans le financement participatif à base de capital, l'investisseur reçoit des actions ou un titre comparable (p.ex. une part du bénéfice) dans l'entreprise qu'il supporte.

Si les deux premiers modèles (don et récompense) ciblent les petites entreprises, ils sont aussi focalisés sur les questions de société, santé et environnement, ainsi que sur l'enseignement, la communauté et la religion (De Buysere et al., 2012). L'approche « récompense » est souvent retenue pour financer des produits ou des projets créatifs, en particulier dans le cinéma et la musique, mais la technologie n'est pas exclue. Quant à l'approche « prêt » (et « dette »), il s'agit généralement de plates-formes de pairs, où les particuliers se prêtent mutuellement de l'argent dans des buts spécifiques, à des taux plus intéressants que ceux des banques. Le modèle « capital », enfin, est encore relativement rare. Il est centré sur les entreprises débutantes ou les PME qui sont en mesure de tirer parti d'un investissement de quelques dizaines de milliers d'euros. Cela concerne en particulier les concepteurs de logiciels et autres entreprises Internet, mais aussi l'informatique en général et les télécommunications, les produits de grande consommation, les médias et l'environnement (De Buysere et al., 2012).

4.2.2 Le cadre juridique du financement participatif

En général, les modèles de financement participatif à base de dons et à base de récompense ne répondent pas à la définition des services financiers et des instruments financiers ou d'investissement. Ils ne relèvent pas davantage de la loi sur les prospectus. Ces modèles échappent donc aux aspects les plus restrictifs de la réglementation financière belge, pourvu que l'on prête attention à la question de la collecte de l'épargne privée (European Crowdfunding Network, 2013).

Si la part du modèle à base de capital est encore relativement faible, c'est aussi cette forme de financement participatif qui enregistre la plus forte croissance (Crowdsourcing.org, 2012). C'est la raison pour laquelle ce mode de financement

attire depuis peu l'attention des décideurs politiques du monde entier. D'abord, le financement participatif par le capital est un marché étroitement conditionné par le cadre juridique de son pays. Le procédé passe par la vente d'un titre et est donc soumis à diverses dispositions réglementaires. Aussi a-t-il été restreint jusqu'à présent dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis. Le 5 avril 2012, cependant, le président Obama a signé le JOBS Act, qui légalise le financement participatif par capital en assouplissant les restrictions sur la vente de titres aux investisseurs non accrédités et sur le nombre d'actionnaires qu'une entreprise peut compter sans s'ouvrir au public (Stemler, 2013). Tandis que le JOBS Act attend sa concrétisation, l'Italie prend les États-Unis de vitesse en votant une loi sur le financement participatif par capital, une première mondiale (Aschenbeck-Florange et al., 2013).

La législation sur le financement participatif par capital et par prêt est inscrite dans de multiples instruments du niveau européen et fédéral. On en trouvera un résumé dans le « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowd funding » (FSMA, 2012). La réglementation sur l'offre de produits et services financiers se situe dans une large mesure au niveau européen. Par exemple, la Directive européenne sur les prospectus fixe à 5 millions d'euros le plafond audelà duquel les entreprises qui émettent des actions ou des créances dans le public doivent publier un prospectus. Les États membres, cependant, sont libres d'abaisser ce plafond. La publication d'un prospectus impose des frais à l'entrepreneur; l'abaissement du plafond facilite l'accès à ce type de financement pour les petites entreprises. En Belgique, les placements privés, c'est-à-dire les offres dont le montant total est inférieur à 100.000 euros, sont dispensés de l'obligation de publier un prospectus. Telle est en conséquence la limite qui s'applique aux initiatives de financement participatif. Plusieurs pays d'Europe imposent un plafond plus élevé : 1,5 million d'euros en Finlande ; 2,5 millions d'euros aux Pays-Bas ; 5 millions d'euros en Italie et au Royaume-Uni.

Au stade actuel, la Belgique ne possède pas encore de cadre juridique spécifiquement conçu pour le financement participatif par capital ou par prêt. Les bailleurs du financement participatif ne sont toujours pas en mesure d'obtenir une participation directe dans le capital d'une entreprise (European Crowdfunding Network, 2013). Le financement passe par des voies indirectes : des véhicules d'investissement qui alourdissent les frais de transaction. Ces véhicules d'investissement émettent des titres hybrides – les « notes » – indexés sur la performance économique des actions émises par la jeune entreprise à l'intention de la « foule » (crowd). Avantage pour l'investisseur en financement participatif : il bénéficie du même revenu brut que s'il était actionnaire de l'entreprise. Mais il n'est pas actionnaire et n'a donc pas son mot à dire dans la société financée.

Pour stimuler le financement participatif, la Belgique a besoin d'un cadre juridique adéquat, pouvant s'inspirer de celui de pays comme l'Italie ou les États-Unis.

4.3 Business angels

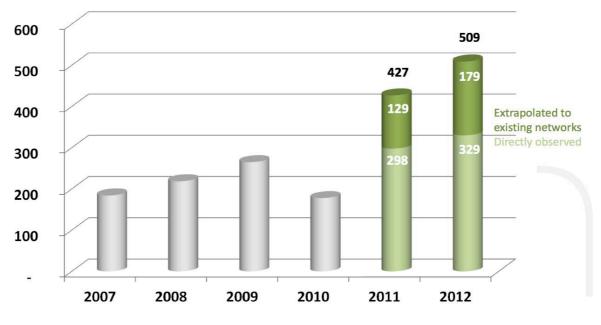
Selon la méthodologie Global Enterprise Monitor, l'investisseur informel est un particulier qui investit personnellement dans une entreprise débutante qui ne lui appartient pas et qui n'est pas un fonds d'action ni un fonds commun de placement. Le financement informel peut apporter des capitaux provenant de la

famille et des amis (« love money ») ou d'autres personnes sans relation préexistante avec l'entrepreneur, les « business angels ». Dans cette partie, nous allons nous pencher sur le deuxième groupe. Le business angel est un particulier nanti qui investit son propre argent, seul ou avec d'autres, directement dans des entreprises non cotées, sans qu'il soit question de relations familiales ou amicales, dans l'espoir de réaliser un rendement financier important (Mason, Botelho & Harrison, 2013).

4.3.1 L'importance du financement par les business angels

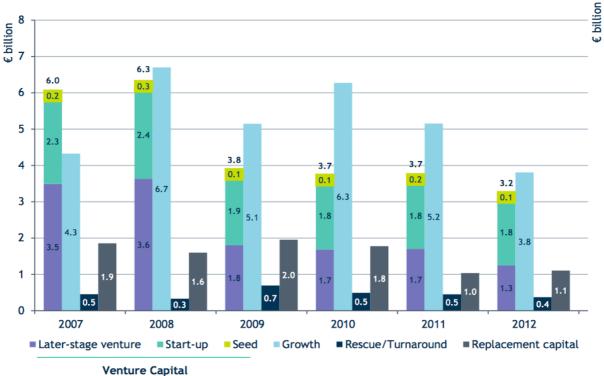
Dans le monde, les business angels sont la première source de capital en dehors des familles et des amis pour les entreprises en démarrage ou en croissance. Ils investissent dans des entreprises nettement plus nombreuses que les investisseurs institutionnels de capital à risque (Sohl, 2012). Dans l'Europe de 2012, les bailleurs de capital à risque ont investi 1,9 milliard d'euros dans le prédémarrage et le démarrage (dont 61 millions d'euros en Belgique), dans 2243 entreprises (dont 65 en Belgique) (EVCA, 2013). Si ces chiffres représentent plus que le marché visible des business angels européens, qui se monte à 0,51 milliard d'euros, c'est moins que le marché total, estimé à 5,1 milliards d'euros (EBAN, 2013). Au stade du prédémarrage et du démarrage, les business angels s'imposent comme la première source de capital à risque. Les causes principales sont au nombre de deux. D'abord, les investisseurs institutionnels de capital à risque ont déplacé leur effort vers les stades ultérieurs, car les coûts de l'évaluation et de la surveillance de l'investissement sont fixes, quelle que soit la taille de l'investissement. Pour cette raison, les petits investissements dans des entreprises en prédémarrage ou en démarrage ne sont pas économiques pour ces investisseurs (Mason, 2007). Ensuite, les business angels sont plus dispersés géographiquement que les investisseurs institutionnels de capital à risque et préfèrent investir localement, ce qui leur permet de combler les lacunes régionales dans la disponibilité des fonds pour les jeunes entreprises.

Les business angels n'apportent pas que de l'argent aux jeunes entreprises. Ce sont souvent des investisseurs actifs (« hands-on »), qui font aussi profiter les plus jeunes de leur expérience, de leur savoir et de leurs contacts. Certains auteurs parlent de « smart money » (Mason, 2007). Les business angels peuvent aussi aider les PME à accéder par la suite aux finances des capitalistes institutionnels en présentant à ces derniers un ensemble intéressant d'opportunités d'investissement. Cela souligne la complémentarité entre les business angels et les investisseurs institutionnels de capital à risque (Mason, 2000). Enfin, les business angels semblent moins sensibles aux cycles du marché que les investisseurs institutionnels de capital à risque (Mason & Harrison, 2013). Bien que la somme totale investie par les réseaux européens de capital à risque ait nettement reculé en 2010 (voir figure 4), le marché des business angels s'est redressé sans tarder, atteignant des niveaux supérieurs à ceux d'avant les années de crise. Par contraste, le niveau des investissements aux stades de prédémarrage et de démarrage restent encore en-deçà des chiffres d'avant la crise (voir figure 5).



(Source : EBAN (2013))

Figure 4 : Montants investis par les membres des réseaux européens de business angels (en millions d'euros)



(Source : EVCA (2013))

Figure 5 : Les investissements européens de capital à risque par stade privilégié

L'importance des business angels pour les PME au stade du prédémarrage ou du démarrage doit inciter les gouvernements à prendre des mesures à l'appui de ce marché, d'autant que l'investissement européen ne représente encore que 30% de ce qu'il est aux États-Unis (EBAN, 2013). La section qui suit résume les

diverses politiques que les États peuvent mener pour encourager l'action des business angels.

4.3.2 Incitants fiscaux

Lorsqu'il s'agit de stimuler le marché informel du capital à risque, la plus ancienne approche est l'incitation fiscale (Mason, 2009). En général, dans ces régimes, des particuliers bénéficient de réductions d'impôts s'ils réalisent certains types d'investissement dans les entreprises des types concernés. Les avantages concernent les investissements, les plus-values et les pertes (y compris radiations et reports). Ces dispositifs ont pour but d'améliorer le ratio risquerécompense, afin d'attirer davantage d'anges investisseurs et de capitaux à investir. L'incitation fiscale, cependant, est un instrument peu précis (OCDE, 2011), difficile à cibler, avec un poids mort potentiellement important. Elle déforme les comportements et les intermédiaires financiers sont tentés de s'en servir comme de formules de placement fiscalement intéressantes et peu risquées. La conception, la surveillance et l'évaluation des régimes d'incitation fiscale sont donc des aspects critiques. Ajoutons que les incitants fiscaux sont moins efficaces dans les pays qui ne taxent pas les plus-values comme la Belgique. Enfin, l'octroi d'avantages fiscaux aux particuliers nantis est une affaire surtout dans l'environnement économique difficile que nous délicate, connaissons.

4.3.3 Réseaux de business angels

Le caractère fragmenté du marché et l'invisibilité des business angels (très soucieux d'anonymat) entraînent des frais de recherche très lourds dans leurs tentatives de se rencontrer (Collewaert, Manigart & Aernoudt, 2010). C'est ce qui a donné naissance aux « réseaux de business angels » (BAN ou « business angel network »). La principale fonction de ces organismes (sortes d' « agences matrimoniales ») est de faciliter la circulation de l'information sur le marché. À cette fin, ils mettent en place un canal de communication qui permet aux entrepreneurs en quête de financement d'entrer en contact avec les business angels. À leur tour, ceux-ci peuvent être informés des opportunités d'investissement sans renoncer à leur discrétion (Mason & Harrison, 1996; Collewaert et al., 2010). Dans ces conditions, les réseaux stimulent la disponibilité des capitaux en réduisant les déficiences sur le plan de l'information.

Bon nombre de pays accordent des subventions publiques à la création et à l'exploitation des réseaux de business angels (BAN). On pensait initialement que les BAN pourraient devenir financièrement autonomes en s'appuyant sur diverses sources de revenus, notamment les cotisations des investisseurs et des entrepreneurs, le mécénat et le fruit des succès obtenus. Ces recettes, cependant, ne suffisent pas à couvrir les frais de fonctionnement, même à long terme. La majorité des BAN ne sont pas devenus autosuffisants ; leur existence reste liée aux subventions publiques (Aernoudt, San José & Roure, 2007). La question de savoir si les BAN doivent vivre de l'argent du contribuable fait débat (Knyphausen-Aufsess & Westphal, 2008 ; Christensen, 2011).

Dans l'évaluation de l'efficacité des subventions octroyées aux BAN, il faut tenir compte des effets directs et indirects de ces réseaux (Collewaert et al., 2010; Christensen, 2011). Les effets directs dépendent de la capacité des BAN à remédier aux déficiences de l'information pour faciliter les investissements,

créateurs d'emplois, d'innovation et de croissance économique. Parmi les effets positifs indirects des BAN, on peut citer une sensibilisation générale au financement par les business angels, la formation des entrepreneurs et des investisseurs, ou l'accès à d'autres modes de financement.

Une évaluation du soutien public aux réseaux flamands de business angels (Collewaert et al., 2010) confirme que les BAN de la région améliorent la circulation de l'information entre les business angels et les entrepreneurs. Les BAN flamands parviennent aussi à stimuler le développement économique et la croissance de l'emploi. Des enquêtes menées parmi les business angels et les entrepreneurs soulignent les effets positifs indirects que l'initiative publique suscite en complément.

4.3.4 Angel groups ou consortiums

Les investisseurs institutionnels de capital à risque intervenant au stade du prédémarrage et du démarrage se faisant moins nombreux, l'écart se creuse entre les investissements des bailleurs individuels et les investissements formels de capital à risque. Les sommes que le business angel individuel est capable d'investir sont limitées. Quant aux investisseurs de capital à risque, ils préfèrent se concentrer sur des opérations de plus en plus importantes. Les angel investors cherchent à combler cet écart en s'alliant avec d'autres angel investors dans des groupes ou consortiums qui permettent d'augmenter le montant des investissements dans les entreprises en quête de financement initial. L'émergence de ces angel groups ou consortiums – des anges qui investissent ensemble plutôt qu'à titre individuel ou en petits groupes de circonstance - est un des changements structurels les plus importants qu'ait traversés le marché du capital à risque informel (Mason, 2007). Aptes à combler le fossé croissant dont il est question plus haut, les angel groups présentent d'autres caractéristiques qui pourraient faciliter l'accès des PME au financement (Mason, Botelho & Harrison, 2013). D'abord, comme les réseaux de business angels, les angel groups sont plus visibles, donc plus abordables que les investisseurs individuels pour les entrepreneurs. Ensuite, dans certains cas, les angel groups permettent à des particuliers nantis, qui n'investiraient pas autrement dans des PME, de se joindre à un groupe. Troisièmement, le volume accru des ressources disponibles ouvre la voie au financement de la croissance, après le démarrage. Enfin, l'éventail de compétences que les membres du consortium mettent en commun représente une valeur ajoutée bien supérieure pour le bénéficiaire de l'investissement. En conclusion, il est permis de dire que l'importance avérée des angel groups justifie un soutien financier public en leur faveur pour compenser leurs frais de lancement et de fonctionnement (Mason, 2009).

4.3.5 Programmes de co-investissement

Les programmes de co-investissement apportent des fonds publics à hauteur de la mise des business angels (Mason, 2009). Ce type de programme a connu un succès croissant ces dernières années, en partie sous l'effet de la réussite du Scottish Co-Investment Fund (SCF) (Harrison, 2009), dont plusieurs pays se sont inspirés pour lancer leurs propres programmes de co-investissement. En Belgique, le Fonds de Participation applique depuis longtemps le modèle business angel + prêt. Cet organisme public investit un maximum de 125.000 euros sous la forme d'un prêt subordonné, parallèlement à la mise d'un business angel accrédité. Cette compétence a récemment été transférée aux régions. Les

avantages du financement par les business angels, exposés plus haut, appellent un soutien en faveur du dispositif.

Notons que le SCF cible les angel groups pour profiter de leurs atouts par rapport aux business angels isolés. En ce qui concerne le lancement de fonds de co-investissement avec des angel groups, la difficulté est que ces groupes doivent déjà exister ou qu'il faut les créer pour que les co-investisseurs puissent interagir avec une entité plutôt qu'avec divers investisseurs individuels, un investisseur principal assurant la liaison.

4.3.6 Formation des business angels

Argent, temps et expérience sont les trois ingrédients du bon business angel. La majorité, pourtant, hésite devant un premier investissement. De plus, nombreux sont les réseaux (BAN) à constater que leurs membres, pourtant intéressés par une activité de business angel, ne font jamais le pas et décrochent après quelques années. Dans le but d'intensifier l'activité des business angels potentiels, une formation spécifiquement conçue pour les « virgin angels » peut avoir un effet positif notable (Aernoudt, 2005). Les business angels peuvent aussi tirer parti d'une formation spécialisée pour améliorer leurs compétences en investissement (San José et al., 2005). La formation des anges investisseurs (actifs) est un domaine souvent négligé par les responsables politiques (OCDE, 2011). Les business angels étant généralement des chefs d'entreprise et hommes d'affaires expérimentés, on suppose souvent qu'ils en savent assez pour investir. Mais l'investissement dans une start-up est une opération spécifique, différente d'un investissement financier ou de la création d'une entreprise. Il faut une combinaison de compétences techniques et d'autres aptitudes, notamment en matière de diligence due (vérification préalable) et d'évaluation des entreprises. Tout business angel en puissance ne maîtrise pas nécessairement ces techniques particulières (Aernoudt, 2005).

4.4 Capital à risque formel

Le capital à risque formel désigne les investissements opérés par des investisseurs professionnels dans de jeunes entreprises pour soutenir leur croissance. En Europe, les bailleurs de capital à risque indépendants s'abstiennent d'investir dans les petites entreprises très jeunes au stade du prédémarrage (Cumming, Fleming & Schwienbacher, 2009 ; Bertoni, Colombo & Quas, 2012 ; voir aussi figure 5), préférant le private equity ultérieur et les buyouts. Cela s'explique en partie par le fait qu'en Europe, le rendement des investissements de capital à risque aux stades initiaux est systématiquement très faible. Bien que l'investissement de capital à risque soit plus aléatoire que le buy-out (une forme de private equity), il génère des rendements presque toujours inférieurs en Europe. La figure 6 compare la rentabilité du capital à risque en Europe et aux États-Unis.



Figure 6 : Fonds de capital à risque et buy-out en Europe et aux États-Unis : TRI sur les 5 dernières années

Deux grands facteurs expliquent la faible rentabilité des investissements de capital à risque en Europe par rapport aux États-Unis : (i) la croissance intrinsèquement plus lente des jeunes entreprises européennes, freinée par un marché fragmenté du point de vue juridique, culturel et linguistique. Ces diverses barrières entravent la croissance des nouvelles entreprises européennes en comparaison avec leurs homologues américaines ; (ii) le manque de marchés de sortie attrayants comme le Nasdaq, où les investisseurs peuvent revendre leurs parts à bon prix. Au vu de ces conditions, les États s'efforcent à tous les niveaux - européen, fédéral et régional - d'encourager le marché du capital à risque.

L'absence d'un marché de sortie attrayant est un facteur important, car les investisseurs de capital à risque et les business angel ont pour but de générer un profit en revendant leurs parts au stade de la sortie. Le mode de sortie le plus lucratif est la vente d'actions dans le cadre d'une introduction en bourse (IPO). L'existence d'un marché d'actions bien développé, propice aux nouvelles introductions, offre une voie de sortie attrayante, augmentant le rendement potentiel du capital à risque misé par les investisseurs comme par les business angels. Il n'est donc pas étonnant de constater que la présence d'un marché financier développé produit un effet positif à la fois sur le niveau des capitaux à risque levés (Jeng & Wells, 2000; Groh et al., 2010) et sur la quantité d'investissements de capital à risque (Black & Gilson, 1998; Jeng & Wells, 2000; Da Rin et al., 2006).

Bien qu'Euronext Brussels ait grandi au point de devenir le hub régional des nouvelles entreprises biotechnologiques, la place n'a pas attiré beaucoup de sociétés innovantes opérant dans d'autres secteurs. Les initiatives tendant à copier le modèle Nasdaq en Europe, un modèle de sortie très intéressant pour les investisseurs de capital à risque, n'ont pas suscité l'enthousiasme à ce jour. Il faut donc d'autres initiatives au niveau européen dans le sens d'un marché d'actions paneuropéen pour les entreprises innovantes. À notre avis, un marché local n'a pas de sens. Son échelle limitée réduirait son attrait aux yeux des analystes et des investisseurs financiers.

Les auteurs croient également que la réglementation sur les fonds de capital à risque et de private equity pourrait augmenter la disponibilité des fonds dans le secteur du capital à risque. En particulier, une plus grande transparence encouragerait les investisseurs institutionnels à miser davantage sur le private equity (Cumming & Johan, 2007). En Europe, la directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs poursuit ce but de transparence. À ce titre, elle devrait améliorer la disponibilité des ressources. Les investisseurs de capital à risque, cependant, craignent qu'une plus grande transparence limite la demande émanant des entrepreneurs.

Vu l'importance du marché du capital à risque pour les nouvelles entreprises, vu la difficulté de générer des rendements attrayants pour les investisseurs privés de capital à risque, de nombreux États ont fait leur entrée sur le marché du capital à risque en tant qu'investisseurs au stade précoce. Cet aspect sera examiné en détail au chapitre suivant.

-Références

- Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). The geography of crowdfunding. NBER Working Paper, No. 16820.
- Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding. NBER Working Paper, No. 19133.
- Ahlers, G., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2012). Signaling in Equity Crowd funding. Working paper.
- Aschenbeck-Florange, T., Blair, D., Beltran, J., Nagel, T., Piattelli, U., & Quintavalla, L. (2013). Regulation of crowd funding in Germany, the UK, Spain and Italy and the impact of the European single market. European Crowd funding Network.
- Aernoudt, R. (2005). Business angels: the smartest money for starters? *international Journal of Business, 10,* 3.
- Aernoudt, R., San José, A., & Roure, J. (2007). Executive forum: Public support for the business angel market in Europe a critical review. *Venture Capital*, *9*(1), 71-84.
- Berger, A., & F. Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance, 22*(6–8), 613-673.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Christensen, J. L. (2011). Should government support business angel networks? The tale of Danish business angels network. *Venture Capital*, *13*(4), 337-356.
- Collewaert, V., Manigart, S., & Aernoudt, R. (2010). Assessment of Government Funding of Business Angel Networks in Flanders. *Regional Studies*, 44(1), 119-130.
- Cumming, D., & Johan, S. (2007). Regulatory harmonization and the development of private equity markets. *Journal of Banking & Finance, 31*(10), 3218-3250.
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., & Marom, D. (2012). A framework for European crowd funding. European Crowd funding Network.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, *90*(8–9), 1699-1723.
- EBAN (2013). European angel investment overview 2012.
- European Commission (2012). Evalution of EU member states' business angel markets and policies. Centre for Strategy & Evaluation Services.
- European Crowd funding Network (2013). Review of crowd funding regulation: Interpretations of existing regulation concerning crowd funding in Europe, North America and Israel.
- EVCA (2013). 2012 Pan-European private equity and venture capital activity: Activity data on fundraising, investments and divestments.
- FSMA (2012). Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowd funding. http://www.fsma.be/~/media/Files/fsmafiles/circ/fr/fsma_2012_15.ashx.
- Groh, A. P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2010). The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224.
- Harrison, R. T. (2009). Strenghtening the angel ecosystem: A case analysis of the Scottish Co-Investment Fund. NESTA.

- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2000). Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, *2*(3), 223-242.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, *6*(3), 241-289.
- Knyphausen-Aufseß, D. Z., & Westphal, R. (2008). Do business angel networks deliver value to business angels? *Venture Capital*, *10*(2), 149-169.
- Mason, C. M. (2007). Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures (Vol. 3, pp. 259-299): Springer US.
- Mason, C. M. (2009). Public policy support for the informal venture capital market in Europe a critical review. *International Small Business Journal*, 27(5), 536-556.
- Mason, C. M., Botelho, T., & Harrison, R. T. (2013). The transformation of the busines angel market: evidence from Scotland. Working paper.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2013). Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications. Working paper.
- Mollick, E. (2013). The dynamics of crowd funding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- OECD (2009). The impact of the global crisis on SME and entrepreneurship financing and policy responses. Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development.
- OECD (2011). Financing high-growth firms: The role of angel investors, OECD Publishing.
- San José, A., Roure, J., & Aernoudt, R. (2005). Business angel academies: Unleashing the potential for business angel investment. *Venture Capital*, 7(2), 149-165.
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2012). Crowd funding of small entrepreneurial ventures. In: Cumming, D.J. (Ed.); The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press, Oxford.
- Sohl, J. (2012). *The changing nature of the angel market*. Cheltenham, UK: 'Edward Elgar Publishing, Inc.'.
- Stemler, A. R. (2013). The JOBS Act and crowd funding: Harnessing the power—and money—of the masses. *Business Horizons*, *56*(3), 271-275.

5. L'État dans le rôle de l'investisseur de capital à risque

5.1 Introduction

En réaction au vide laissé par les investisseurs de capital à risque privé au stade du prédémarrage et du démarrage, la plupart des États européens sont intervenus activement en organisant des programmes financés par le secteur public. Ces programmes peuvent investir *directement* dans des PME ou *indirectement* via les fonds de capital à risque privé. Dans ce dernier cas, le soutien est indirect : l'État (ou d'autres instances publiques régionales ou locales) investit en tant qu'associé commanditaire dans un ou plusieurs fonds de capital à risque indépendants. Avec ces programmes dits « GVC » (government venture capital ou capital à risque public), les États sont devenus les premiers investisseurs en termes de capitaux levés en Europe : leurs « fonds de capital à risque » investissent dans le prédémarrage, le démarrage ou les autres stades initiaux de la nouvelle entreprise (voir figures 7 et 8).

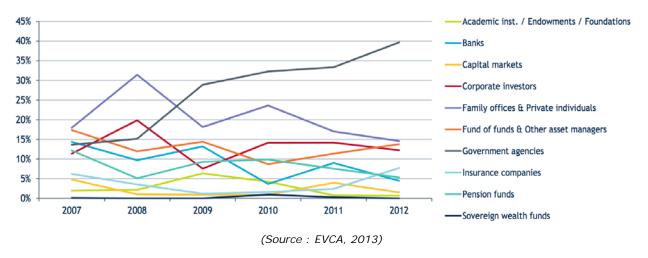
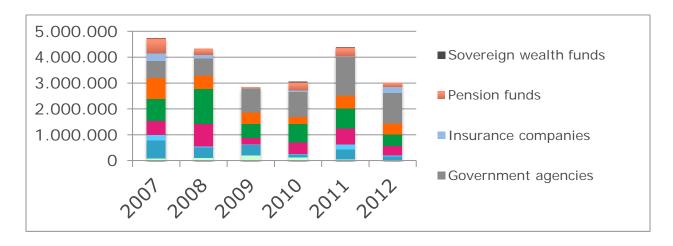


Figure 7 : Capital à risque levé par type d'investisseur, années 2007-2012, en % du total



(Source: EVCA, 2013)

Figure 8 : Capital à risque levé par type d'investisseur, années 2007-2012, en milliers d'euros

Si les investissements publics représentaient 10% à 15% de tout le capital à risque levé en Europe durant les années d'avant la crise, le pourcentage a grimpé à 40% en 2012 (Figure 7). Cette évolution spectaculaire est due à l'augmentation des sommes investies par les organismes publics en même temps qu'à la baisse des autres sources de financement (figure 8).

Dans la partie suivante, nous nous pencherons sur la littérature relative aux programmes de capital à risque directs et indirects. Les programmes indirects comprennent les investissements dans les fonds de fonds, les fonds de coinvestissement ainsi que les consortiums de GVC et IVC (indépendants). Un fonds de fonds est une stratégie d'investissement consistant à détenir un portefeuille d'autres fonds d'investissement plutôt que d'investir directement dans les entreprises concernées. Les fonds de co-investissement investissent l'argent public à hauteur de la mise du secteur privé. Dans ces programmes, le public investit généralement au même niveau que les investisseurs privés agréés par le programme. Le programme flamand de co-investissement Arkimedes, géré par Participatie Maatschappij Vlaanderen (PMV), est un exemple de soutien d'un gouvernement à l'industrie du capital à risque. Souvent, les programmes de coinvestissement ne sont pas seulement considérés comme des instruments pour lever des fonds privés : on y voit aussi un moteur pour construire, développer et professionnaliser le marché de l'investissement aux stades initiaux grâce à un processus d'investissement plus structuré. Les programmes de co-investissement peuvent aussi contribuer à attirer efficacement les investisseurs étrangers (OCDE, 2013).

Les premiers travaux sur le capital à risque public (GVC) ne faisaient pas de distinction entre les interventions directes et indirectes (Leleux & Surlemont, 2003; Armour & Cumming, 2006; Da Rin et al., 2006). Nous supposerons ci-dessous que les programmes évoqués dans ces études sont surtout des programmes directs: les programmes de GVC indirects n'ont gagné du terrain que plus tard. Des études plus récentes distinguent les programmes de GVC directs et indirects (Cumming, Grilli & Murtinu, 2013; Brander, Egan & Hellmann, 2010; Brander, Du & Hellmann, 2013; Bertoni & Tykvová, 2012; Grilli & Murtinu, 2013). Cependant, le type de programme GVC indirect (fonds de fonds, fonds de co-investissement ou consortiums) n'est malheureusement jamais précisé dans ces études. 16 Cela appelle de nouvelles analyses.

¹⁶ On rencontre souvent des termes vagues comme « IVC-GVC mixte » (Brander, Egan & Hellmann, 2010; Brander, Du & Hellmann, 2013), « cofinancement » (Grilli & Murtinu, 2013) ou « consortiums IVC-GVC » (Bertoni & Tykvová, 2012).

5.2 Capital à risque public (GVC) direct ou indirect

5.2.1 Pièges des investissements GVC directs et comparaison avec les investissements GVC indirects

Bien que conçus pour combler le fossé laissé par les investisseurs de capital à risque privés, les programmes GVC posent de nombreuses difficultés, parmi lesquelles l'éviction des fonds privés du marché, la question de la régulation, et une insuffisance de compétences. Nous allons aborder ces aspects successivement.

Les fonds GVC (capital à risque public) poursuivent des objectifs différents des fonds indépendants : emploi, développement régional, lutte contre le changement climatique... Pour cette raison, les fonds GVC peuvent renoncer à un rendement financier au profit de leurs objectifs plus politiques. Cela peut les inciter à financer des projets à des taux en dessous du marché. Résultat : ils sont en mesure de se réserver les meilleurs projets, laissant les autres aux acteurs privés, ce qui ne facilite pas l'entrée de nouveaux indépendants sur le marché (Leleux & Surlemont, 2003). Dans cette situation, l'argent public évince l'argent privé. Face à cela, argumentent Heughebaert et Manigart (2012), les fonds GVC ciblent des créneaux où la concurrence est faible, non desservis par les investisseurs indépendants (notamment les projets en prédémarrage), et négocient même de ce fait des valorisations inférieures (autrement dit un meilleur potentiel de rendement) par rapport aux indépendants.

Les preuves d'une éventuelle éviction sont mitigées. D'un côté, les résultats d'Armour & Cumming (2006), Cumming & MacIntosh (2006) et Da Rin et al. (2006) vont dans le sens d'un effet d'éviction en Europe, aux États-Unis et au Canada. D'autre part, Leleux & Surlemont (2003), Cumming (2011), del-Palacio, Zhang & Sole (2012), Cumming & Li (2013) & Brander, Du & Hellmann (2013) montrent que le GVC influence positivement le développement des marchés de capital à risque privé en Europe et aux États-Unis.

Il se peut également que l'implication de l'État soit affectée par les vœux de groupes d'intérêts (ou des politiciens eux-mêmes), désireux de maximiser leur propre bénéfice privé (Lerner, 2002). Par exemple, certaines entreprises ont montré qu'elles étaient capables d'engranger un nombre disproportionné d'awards SBIR (un programme du gouvernement américain), comme l'a montré Lerner (1999). Cela peut rendre les programmes GVC moins efficaces que leurs homologues indépendants.

Enfin, pour plusieurs raisons, il est permis de croire que les gestionnaires des programmes GVC possèdent moins de compétences que leurs collègues privés en termes de sélection, de surveillance et de création de valeur :

 Les gestionnaires des fonds publics sont souvent des fonctionnaires et des employés de l'État, qui n'ont ni l'expérience ni la motivation pour sélectionner et supporter les nouvelles entreprises (Leleux & Surlemont, 2003). Les incitants offerts aux gestionnaires publics sont souvent très différents de ce qui se passe dans les structures privées traditionnelles, où les associés se partagent une part des bénéfices suivant une formule prédéfinie (le « carry ») liée aux performances. La rémunération basée sur le salaire, courante dans le secteur public, crée des incitants différents du secteur privé, où les fonds de capital à risque rémunèrent leurs dirigeants en fonction du profit (Leleux & Surlemont, 2003). En d'autres termes, les meilleurs gestionnaires peuvent être tentés de courir le risque d'une rémunération à base de profit dans le privé, laissant les GVC aux professionnels moins performants.

5.2.2 Sélection, surveillance et création de valeur dans les GVC directs et indirects

De nombreuses recherches ont comparé les effets des programmes GVC à ceux des investissements indépendants. Les investisseurs GVC certifient les entreprises de leur portefeuille. Cela a pour effet d'améliorer l'accès des jeunes entreprises technologiques au capital à risque privé par la réduction des asymétries de l'information qui les concerne. Il en va ainsi aux États-Unis (Lerner, 2002) et en Europe (Guerini & Quas, 2012). Par exemple, en Amérique, les lauréats des awards SBIR ont plus de chances de bénéficier d'un financement à risque (Lerner, 1999).

En particulier, les entreprises en portefeuille soutenues à la fois par des fonds GVC (publics) et IVC (indépendants) sont mieux placées pour accéder aux ressources des indépendants (Munari & Toschi, 2011; Brander, Du & Hellmann, 2013). Les investissements mixtes GVC-IVC sont également de nature à impliquer les investisseurs dans des consortiums, ce qui suggère un bon processus de sélection (Cumming, 2007; Munari & Toschi, 2011). Dans les consortiums mixtes, les GVC peuvent donc tirer parti des meilleures capacités des IVC en termes de sélection, de surveillance et de création de valeur.

Postérieurement au stade de l'investissement, les résultats des entreprises en portefeuille sont les suivants d'après des observations empiriques.

- La valeur ajoutée globale¹⁷ des bénéficiaires de GVC est comparable à celle des bénéficiaires d'IVC en Europe ; mais les IVC apportent généralement plus de soutien que les GVC en vue de la professionnalisation 18 et du mode de sortie (Luukkonen, Deschryvere & Bertoni, 2013);
- Les lauréats SBIR américains voient leur chiffre d'affaires croître plus vite que les autres entreprises (Lerner, 1999). Cependant, les fonds GVC n'influencent positivement la croissance des ventes que s'ils interviennent aux côtés de fonds privés (Grilli & Murtinu, 2013);
- Les lauréats SBIR américains créent des emplois plus vite que les autres entreprises (Lerner, 1999);

réaliser des changements dans l'équipe de management.

¹⁷ La création de valeur a été examinée en relation avec 28 domaines d'activité classés en 8 grandes catégories : (1) stratégie ; (2) place technologique ; (3) place sur le marché ; (4) professionnalisation ; (5) fonction financière ; (6) qualité ; (7) internationalisation et (8) mode de sortie.

18 La professionnalisation concerne la mise en place de systèmes de gouvernance d'entreprise et la capacité de

- Les entreprises du portefeuille des GVC belges (Sowalfin, SRIB & LRM) sont moins efficientes que celles du portefeuille des IVC belges (Alperovych, Hübner & Lobet, 2011);
- Les entreprises bénéficiaires des GVC déposent seulement moins de brevets que les entreprises des IVC (Brander, Egan & Hellmann, 2010) et n'augmentent pas plus leur stock de brevets que les entreprises sans capital à risque des secteurs pharmaceutique et biotechnologique (Bertoni & Tykvová, 2012). Cependant, les consortiums d'investisseurs IVC et GVC dirigés par le privé constituent la meilleure option pour promouvoir l'innovation, dans une perspective de brevets plus nombreux (Bertoni & Tykvová, 2012).

Rendement des fonds et sortie

- Les entreprises canadiennes et européennes soutenues par les GVC sont seulement moins aptes à réaliser une sortie positive (entrée en bourse ou vente commerciale) que les entreprises bénéficiaires des IVC (Brander et al., 2010; Cumming, Grilli & Murtinu, 2013). Cela dit, les entreprises appuyées sur un consortium mixte GVC-IVC ont plus de chances de déboucher sur une sortie positive que si l'IVC ou le GVC sont seuls (Cumming et al., 2013; Brander et al., 2013);
- Les rendements du programme GVC canadien LSVCC ont été extrêmement faibles, avec un net retard sur les fonds privés américains, mais aussi sur les indices boursiers canadiens pertinents et même sur les bons du trésor à court terme (Cumming & MacIntosh, 2006).

5.3 Résumé

Le passage en revue de la littérature dresse un tableau mitigé de l'efficience et des effets des programmes GVC, suggérant que la qualité des effets dépend de la qualité de la conception des programmes. Les investissements purement GVC ont une certaine tendance à l'inefficience, mais dès que les GVC co-investissent avec des collèques privés, les effets sont souvent très positifs. On trouve en tout cas des exemples de réussite dans les programmes GVC, notamment le programme américain Small Business Innovation Research (SBIR) (Lerner, 1999). Les lauréats SBIR vendent et recrutent beaucoup plus que les entreprises comparables ; mais leur performance supérieure est confinée à des régions où le capital à risque est très actif et privilégie les entreprises technologiques. Le fait d'emporter plusieurs récompenses n'augmente cependant pas les performances. Cela permet de soupçonner des distorsions dans le processus d'attribution des awards. En outre, les awards SBIR ne semblent pas avoir évincé les investisseurs privés, d'autant que le financement est basé sur le potentiel en termes de recherche. Cumming & Li (2013) montrent en effet que le programme SBIR a influencé favorablement les niveaux d'investissement de VC (capital à risque).

Par contraste, le programme Canadian Labour Sponsored VC Corporation (LSVCC) semble moins fructueux. Les généreuses subventions fiscales qui sous-tendent les programmes LSVCC réduisent leurs exigences de rendement, ce qui les aide à devancer d'autres types de fonds, à faire monter le prix des deals et à abaisser les

rendements sur le marché. Dans le fil de cet argument, Cumming & MacIntosh (2006) estiment que l'introduction du programme LSVCC n'a pas agrandi le réservoir de capital à risque au Canada; au contraire, ce réservoir s'est plutôt contracté. De plus, alors que de nombreux fonds basent leur fonctionnement sur le seul profit, les rendements générés par les LSVCC sont médiocres. En conséquence, l'éviction des fonds de capital à risque privés par les LSVCC n'a pas renforcé mais affaibli l'industrie canadienne du capital à risque, en transférant le contrôle de la disponibilité des capitaux à une forme d'organisation inférieure (Cumming & MacIntosh, 2006).

Les faits empiriques tendent à montrer que les effets des investissements GVC sont plus positifs lorsque les investisseurs GVC font équipe avec des investisseurs IVC. Cumming (2007) et Cumming & Johan (2009) se sont penchés sur la performance de l'Innovation Investment Fund (IIF) et du Pre-seed Fund (PSF) australiens. Le fonctionnement de ces programmes est comparable à celui du SBIR américain. Il repose sur un processus de sélection compétitive pour les licences de gestion des fonds partiellement apportés par l'État. Les IIF financent plus souvent que les autres fonds privés des entreprises au stade du prédémarrage ou du démarrage et des entreprises technologiques. Les IIF devancent aussi les autres fonds privés en termes de capacité de sélection et de création de valeur pour les bénéficiaires de l'investissement. De même, les PSF ont largement contribué au financement des entreprises en prédémarrage; mais ils réussissent moins bien que les IIF lorsqu'il s'agit de stimuler les investissements de haute technologie. Il convient de noter à cet égard que le programme PSF a limité les dispositifs incitant les IIF à investir dans les entreprises en prédémarrage. Cette observation confirme la nécessité de concevoir les programmes GVC de manière complémentaire, afin d'éviter des programmes similaires mais concurrents. On fera également attention à la sélection des managers chargés du processus d'investissement du capital à risque.

D'autres recherches concluent à la supériorité des financements mixtes GVC-IVC sur le pur GVC in en termes d'investissement à l'échelle de l'entreprise (Brander, Du & Hellmann, 2013), de croissance du chiffre d'affaires (Grilli & Murtinu, 2013), de brevets (Bertoni & Tykvová, 2012) et de sortie (Cumming, Grilli & Murtinu, 2013; Brander et al., 2013).

Enfin, lorsque des investisseurs publics souhaitent aiguiller le capital à risque privé vers un domaine où le marché est en échec, une structure associant investisseurs publics et privés aux mêmes conditions n'est pas nécessairement attrayante pour les acteurs privés (Jääskeläinen, Maula & Murray, 2013). Les investissements publics et privés qui ne sont pas réalisés en même temps (le public se retire entièrement avant le recours au privé) sont les meilleurs moyens pour inciter les investisseurs privés à participer aux consortiums de GVC et IVC.

Tableau 7 : Capital à risque public et éviction des fonds de capital à risque privé

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Programme public	Constatations
Armour & Cumming (2006)	(1990-2003) Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume- Uni, États-Unis	Quantité de private equity public de l'année, dans le pays, divisée par le total du private equity de l'année, dans le pays (en pourcentages)	Investissements VC/GDP aux stades initiaux Offre de VC/GDP aux stades initiaux Offre de VC/GDP au stade de l'expansion		L'investissement de fonds publics n'augmente pas le total du capital à risque investi dans un pays donné : les fonds publics ont plutôt tendance à évincer les fonds privés, de sorte que le montant total investi ne change pas
Cumming & MacIntosh (2006)	(1977-2001) Canada	Adoption de la législation provinciale LSVCC Adoption de la législation fédérale LSVCC	Nombre d'investissements (offre/demande) Dollars investis (offre/demande)	Labour Sponsored VC Corporation (LSVCC)	Les LSVCC provinciaux et fédéraux ayant évincé les autres formes de fonds de capital à risque, le réservoir de VC n'a pas augmenté au Canada 19; de plus, au niveau fédéral, les LSVCC ont entraîné une contraction du réservoir de VC Les LSVCC ont plus de frais de délégation que les fonds privés, au détriment du rendement (de nombreux fonds fonctionnent sur la seule base du profit) Les réductions d'impôt offertes à certains types de fonds de VC peuvent exacerber les trous dans l'offre de fonds plutôt que de les atténuer L'éviction des fonds privés par les LSVCC semble avoir affaibli plutôt que renforcé le secteur canadien du VC en transférant le contrôle de l'offre de VC à une forme d'organisation inférieure

_

¹⁹ Les LSVCC évincent les autres fonds parce que les LSVCC consentent aux investisseurs des avantages fiscaux généreux qui ne sont pas accessibles aux autres investisseurs. En conséquence, le rendement attendu sur le capital du LSVCC sera inférieur à celui des fonds privés comparables. Le LSVCC pourra donc payer plus pour une affaire donnée qu'un fonds d'investisseurs taxables tout en continuant à respecter l'exigence de rendement du LSVCC. Les LSVCC font monter les prix et réduisent le rendement des fonds d'investisseurs taxables, ceux-ci devenant moins enclins à investir.

Tableau 7 : (suite)

Da Rin, Nicodano & Sembenelli (2006)	(1988-2001) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni	Montant des fonds publics	Investissements high- tech/total des investissements de capital à risque (ratio high-tech) Investissements stade initial/total des investissements de capital à risque (ratio stade initial)	Une augmentation de l'offre de fonds publics est sans effet sur le ratio high- tech et sur le ratio stades initiaux
Leleux & Surlemont (2003)	(1990-1996) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Royaume- Uni	Pourcentage des investissements de VC opérés par les acteurs VC publics	Cumul des fonds VC levés dans chaque pays Cumul des fonds VC levés, standardisés suivant le PIB du pays Total des nouveaux fonds pour investissements VC	L'hypothèse selon laquelle un État interventionniste réduit la taille des acteurs VC n'est pas étayée. En d'autres termes, les faits ne confirment pas que les VC publics évincent les VC privés du marché. La dimension relative du marché VC entraîne une plus forte participation des VC public (l'hypothèse du prédémarrage n'est pas étayée) La participation du secteur public au marché VC augmente le montant des sommes à lever pour les investissements VC en général (l'hypothèse de l'éviction n'est pas étayée) Les VC publics semblent surtout liés aux investissements des stades tardifs
Cumming (2011)	(1988-2001) Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni	Montant des fonds publics	Niveau des investissements VC - high-tech - low-tech - stade initial - stade ultérieur	L'impact de l'offre publique de VC influence fortement et positivement les niveaux d'investissement de VC (l'hypothèse de l'éviction n'est pas étayée)

Tableau 7 : (suite)

del-Palacio, Zhang & Sole (2012)	(1997-2008) Espagne		Nombre d'investissements aux stades initiaux Nombre d'investissements high-tech		Les bailleurs de VC qui ont récemment investi activement ont réalisé plus d'investissements aux stades initiaux et dans des entreprises technologiques que ceux qui étaient actifs avant ou vers 2001; l'intervention publique a contribué positivement à stimuler le marché du capital à risque privé en Espagne
Cumming & Li (2013)	(1995-2010) États- Unis	Nombre d'awards SBIR/Population	Naissances d'établissements Transactions VC/population VC en dollars/population	Small Business Innovation Research (SBIR)	Les awards SBIR exercent un effet positif sur l'entrepreneuriat (via les nouveaux établissements) et sur les niveaux d'investissement de VC Les awards SBIR ne semblent pas évincer les investissements privés, d'autant que le financement est basé sur le potentiel de recherche. Les signaux de qualité émis par les awards sont utiles aux investisseurs du secteur privé qui peuvent prendre des décisions mieux fondées
Brander, Du & Hellmann (2013)	(2000-2008) États- Unis, Royaume-Uni, Corée du sud, Chine, Inde, Japon, France, Australie, Allemagne, Canada, Israël, Suède, Espagne, Finlande, Brésil, Danemark, Singapour, Belgique, Irlande, Pays-Bas, Italie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Suisse, Malaisie	VC public VC mixte public et privé Total des investissements GVC	Investissement au niveau entreprise Investissement au niveau marché		Niveau entreprise Les entreprises à financement mixte (GVC et IVC) reçoivent plus de financement que les entreprises soutenues par les seuls IVC Les entreprises à financement purement GVC reçoivent beaucoup moins d'investissements au total que les entreprises soutenues par un financement purement IVC La présence du financement GVC au premier round influence positivement le round suivant de financement IVC → Les entreprises qui reçoivent des fonds IVC et GVC bénéficient au total de financements plus importants que les autres entreprises. Cette constatation corrobore l'hypothèse que le financement GVC ajoute au réservoir

		total de financement plutôt que de
		déplacer simplement l'investissement
		privé

Tableau	7 :	(suite)

Niveau marché Les marchés avec plus d'investissements GVC se distinguent aussi par plus d'investissements IVC On observe une corrélation positive entre les investissements GVC et le nombre d'entreprises soutenues par des financements IVC → Au niveau marché, les faits n'accréditent pas l'hypothèse de l'éviction, mais penchent en faveur de l'hypothèse de l'addition Comparaisons entre pays Le financement mixte exerce un effet positif plus marqué sur les investissements et les sorties dans les pays de droit civil que dans les pays de « common law ». Corollairement, le financement purement GVC a moins d'effet négatif dans les pays où règne le droit civil. GOVC²⁰ et GSVC²¹ Les entreprises soutenues par des GOVC recoivent sensiblement moins de fonds Le financement mixte exerce un effet plus positif sur le total des investissements lorsque l'élément GVC émane des GSVC que lorsqu'il émane des GOVC → Le financement mixte GOVC-IVC génère plus d'investissements que le financement purement IVC, tandis que le financement purement GOVC en

²⁰ Les bailleurs de capital à risque appartenant à l'État (GOVC) sont des fonds directement détenus par les pouvoirs publics

²¹ Les bailleurs de capital à risque soutenus par l'État (GSVC) sont des fonds privés dans lesquels un associé commanditaire ou un autre investisseur important est un organisme public.

		génère moins. La principale différence est que le financement mixte GOVC-IVC ne génère pas de meilleure performance en sortie
--	--	--

Tableau 8 : Sélection, surveillance et création de valeur dans les GVC directs et indirects

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Programme public	Constatations
Lerner (1999)	(1985-1995) États- Unis	Lauréat SBIR Phase II	Croissance du chiffre d'affaires Croissance de l'emploi Probabilité du financement VC	Small Business Innovation Research (SBIR)	Les lauréats SBIR vendent et recrutent beaucoup plus que les entreprises comparables ; mais leur performance supérieure est confinée à des régions où le capital à risque (VC) est très actif et privilégie les entreprises technologiques. Le fait d'emporter plusieurs récompenses n'augmente cependant pas les performances. Cela permet de soupçonner des distorsions dans le processus d'attribution des awards. Les lauréats des awards SBIR ont plus de chances de bénéficier d'un
Guerini & Quas (2012)	(2010) Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Espagne et Royaume-Uni	Réception de GVC Montant cumulé investi par GVC	Probabilité de recevoir un premier round de IVC Probabilité de recevoir un deuxième round de IVC pour les entreprises avec financement IVC Probabilité de réaliser une bonne sortie IVC dans les entreprises à financement IVC		financement à risque La réception de GVC augmente la probabilité de recevoir un investissement IVC , même après contrôle du montant investi par GVC → Le GVC certifie les entreprises lorsqu'elles s'adressent à des investisseurs IVC Les IVC investissent plus volontiers dans un deuxième round de financement et en vue d'une bonne sortie si l'investissement est le fruit d'une certification par GVC→ Accrédite l'idée que le GVC est capable d'opérer une bonne sélection sur le marché et que ses entreprises en portefeuille peuvent faire l'objet d'investissements IVC réussis

Tableau 8 : (suite)

Munari & Toschi	(1998-2007)	Fonds VC hybride	Prédémarrage/démarrage	Les fonds hybrides ont plus de
(2011)	Royaume-Uni	_		probabilité de
			Secteur high-tech	- financer des entreprises au
				stade du prédémarrage,
			Phasage	surtout dans les régions peu
				technologiques
			Consortium	- investir dans des secteurs
				high-tech mais seulement dans
			Consortium étranger	des régions low-tech
				que les fonds privés
			Consortium d'entreprises	
				La capacité d'impliquer d'autres
			Entrée en	investisseurs dans le consortium est
			bourse/acquisition	plus grande dans les entreprises des
				régions high-tech avec financement VC
			Échec	hybride que dans les entreprises avec
				financement VC privé
				Las familia VO miliota a anti-accionata il las
				Les fonds VC privés sont souvent plus
				performants en termes de phasage
				quand ils opèrent dans des régions
				high-tech mais pas lorsqu'ils opèrent
December Div 0	(2000 2000) Étata	VC multip	Cambia mérrasia (ambuéa am	dans des régions low-tech
Brander, Du &	(2000-2008) États-	VC public	Sortie réussie (entrée en	Le financement mixte est associé à une
Hellmann (2013)	Unis, Royaume-Uni, Corée du sud,	VC mixte public et	bourse ou acquisition par tiers)	plus forte probabilité de sortie réussie ; mais il s'agit essentiellement d'un effet
	Chine, Inde, Japon,	· ·	tiers)	d'addition (davantage de financement)
	France, Australie,	privé		lié au financement mixte
	Allemagne,	Investissement		lie au illiancement mixte
	Canada, Israël,	GVC cumulé		La performance des investissements
	Suède, Espagne,	GVC cumule		purement GVC en termes de sortie
	Finlande, Brésil,			réussie diffère sensiblement entre
	Danemark,			régions ; la performance relative est
	Danemark,	1		regions, la performance relative est

Singapour,		nettement meilleure en Europe
Belgique, Irlande,		qu'ailleurs.
Pays-Bas, Italie,		
Hong Kong,		
Nouvelle-Zélande,		
Suisse, Malaisie		

Tableau 8 : (suite)

Cumming (2007)	(1982-2005)	Innovation	Stado do dóvoloppoment	Innovation	Los IIE cráés en 1007 financent plus
Cultilling (2007)	Australie	Investment Fund	Stade de développement au premier investissement	Investment Fund	Les IIF créés en 1997 financent plus souvent les entreprises au stade du
	Australie	mvestment rund	au premier investissement	(IIF)	prédémarrage. Les IIF créés en 2001
		Innovation	Secteur	(1117)	interviennent plus souvent aux stades
		Investment Fund	Secteui		initiaux. En général, tous les IIF
		Affiliate	Phasage		financent plus souvent que les autres
		Ailliate	Filasaye		fonds le stade du prédémarrage et du
			Consortium		, ,
			Consortium		démarrage
			Taille		Les IIF ont joué un rôle important dans
			portefeuille/gestionnaire		le financement des entreprises high-
			porteredille/gestionilaire		tech
			Sortie		tecn
			Sortie		Les gestionnaires des IIF ont développé
					une expertise dans le financement des
					entreprises high-tech: leurs autres
					fonds financent plus souvent des
					entreprises high-tech que les autres
					types de fonds privés
					types de folias prives
					Les IIF et fonds affiliés à un IIF
					- procèdent plus souvent par
					phases
					- réunissent plus d'investisseurs
					en consortium pour chaque
					entreprise bénéficiaire
					- financent moins d'entreprises
					par gestionnaire
					que les autres types de fonds privés
					que les autiles types de follos prives

		Phasage et consortiums plus fréquents appuient l'idée que les bénéficiaires de l'investissement font l'objet d'une meilleure sélection et de plus de création de valeur. De même, le moindre nombre d'entreprises en portefeuille par gestionnaire confirme la meilleure qualité des conseils donnés aux bénéficiaires en matière de création de valeur.
		Pas de différence statistiquement significative dans les résultats à la sortie pour les IIF, les fonds affiliés aux IFF et les autres types de fonds (résultat préliminaire)

Tableau 8 : (suite)

Luukkonen,	(1994-2004)	GVC/IVC	Total création de valeur		a création de valeur cumulée dans les
Deschryvere & Bertoni (2013)	Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Espagne et		Stratégie		entreprises à financement GVC n'est as inférieure à celle des entreprises à financement IVC
	Royaume-Uni		Place technologique		
					Cependant, les IVC apportent
			Place sur le marché		énéralement plus de support que les
			Professionnalisation	G\	VC en termes de professionnalisation et de mode de sortie
			Fonction financière		
			Qualité		
			Internationalisation		
			Mode de sortie		
Grilli & Murtinu	(1992-2009)	Fonds VC public	Croissance du chiffre		Les fonds VC privés influencent
(2013)	Belgique, Finlande,	•	d'affaires		positivement et sensiblement la

	France, Allemagne, Italie, Espagne et Royaume-Uni	Fonds VC privé Co-financement			croissance du chiffre d'affaires des NTBF ²² , indépendamment de l'âge de la société au moment du premier investissement VC
					Les fonds VC publics n'influencent pas de manière statistiquement significative la croissance du chiffre d'affaires des NTBF
					Les fonds VC publics influencent positivement la croissance du chiffre d'affaires seulement s'ils cofinancent avec des fonds VC privés en ciblant des NTBF relativement jeunes NTBF
Alperovych, Hübner & Lobet (2011)	(1998-2007) Belgique	Type d'investisseur (public/privé)	Efficience du fonctionnement	SRIW, Sowalfin, SRIB, LRM	Les nouvelles entreprises soutenues par des investisseurs VC privés se montrent plus efficientes que leurs homologues soutenues par des acteurs publics
					On observe un fort impact, statistiquement significatif, de Sowalfin, SRIB et LRM sur l'efficience de leurs entreprises en portefeuille, comparée aux autres entreprises financées par VC

Tableau 8 : (suite)

Bertoni & Tykvová (2012)	(1994-2004) Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Espagne et Royaume-Uni	Type d'investisseur	Augmentation du stock de brevets	Les entreprises bénéficiaires des GVC n'augmentent pas plus leur stock de brevets que les autres entreprises Les consortiums hétérogènes dirigés pa le privé sont la formule de VC la plus bénéfique pour promouvoir l'innovation dans la biotechnologie et la pharmacie Le VC public ne doit pas investir seul mais en consortium avec des partenaires privés. Les partenaires VC publics doivent laisser les partenaires privés diriger le consortium	oar on
Brander, Egan & Hellmann (2010)	(1996-2004) Canada	VC privé	Sortie réussie (entrée en bourse ou acquisition par	Les entreprises dont le VC provient seulement des GVC sont associées à :	

_

 $^{^{\}rm 22}$ NTBF : New Technology-Based Firms ou nouvelles entreprises technologiques

VC soutenu par le public	un tiers)	- une moindre probabilité de sortie réussie
	Valeur de sortie	- une moindre valeur de sortie
VC mixte	Investissement par	- moins d'attrait pour les investisseurs américains
	investisseurs américains	- moins de propension à déposer des brevets
	Nombre de brevets canadiens	que les entreprises soutenues par le VC privé
		Les faits suggèrent que la performance inférieure des entreprises financées par
		GVC est une question de traitement plutôt que de sélection

Tableau 8 : (suite)

Cumming, Grilli & Murtinu (2013)	(1991-2010) Belgique, Finlande, France, Allemagne, Italie, Espagne et Royaume-Uni	IVC (capital à risque indépendant) GVC (capital à risque public) SYND (consortium mixte IVC-GVC)	Type de sortie - Entrée en bourse ou vente commerciale (sortie positive) - Liquidation (sortie négative)	Les entreprises financées par IVC ont plus de chances de réaliser une sortie positive que les entreprises financées par GVC sur le marché VC européen Les consortiums mixtes IVC-GVC améliorent la probabilité de sortie positive par rapport au seul financement IVC (ou GVC). Cet impact positif des consortiums IVC-
				Cet impact positif des consortiums IVC- GVC n'est apparemment pas lié à la composition du consortium en termes de taille (nombre d'investisseurs VC soutenant l'entreprise) ni par

			l'hétérogénéité institutionnelle
			(affiliation) ²³

²³ VC indépendant, corporate, bancaire, universitaire, public

Tableau 9 : Programmes de GVC indirect avec effet positif en Australie

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Programme public	Constatations
Cumming (2007)	(1982-2005) Australie	Innovation Investment Fund Innovation Investment Fund Affiliate	Stade de développement au premier investissement Secteur Phasage Consortium Taille portefeuille/gestionnaire Sortie	Innovation Investment Fund (IIF)	Les IIF créés en 1997 financent plus souvent les entreprises au stade du prédémarrage. Les IIF créés en 2001 interviennent plus souvent aux stades initiaux. En général, tous les IIF financent plus souvent que les autres fonds le stade du prédémarrage et du démarrage Les IIF ont joué un rôle important dans le financement des entreprises high-tech Les gestionnaires des IIF ont développé une expertise dans le financement des entreprises high-tech : leurs autres fonds financent plus souvent des entreprises high-tech que les autres types de fonds privés Les IIF et fonds affiliés à un IIF - procèdent plus souvent par phases - réunissent plus d'investisseurs en consortium pour chaque entreprise bénéficiaire - financent moins d'entreprises par gestionnaire que les autres types de fonds privés Phasage et consortiums plus fréquents appuient l'idée que les bénéficiaires de l'investissement font l'objet d'une meilleure sélection et de plus de création de valeur. De même, le moindre nombre d'entreprises en portefeuille par gestionnaire confirme la meilleure qualité des conseils donnés aux bénéficiaires en matière de création de valeur. Pas de différence statistiquement significative dans les résultats à la sortie

		pour les IIF, les fonds affiliés aux IFF et les autres types de fonds (résultat
		préliminaire)

Tableau 9 : (suite)

Cumming & Johan	(2002-2005)	Pre-seed Fund	Stade de	Pre-seed Fund	Les Pre-seed Funds ont apporté une
(2009)	Australie		développement au	(PSF)	contribution importante au financement
, ,		Fonds de	premier investissement	,	des entreprises en phase de
		prédémarrage			prédémarrage
		affilié ²⁴	Secteur		p. casage
					Le programme PSF est moins
			Phasage		performant que le programme IIF dans
					la promotion de l'investissement high-
			Consortium		tech en Australie
			Taille		Les PSF
			portefeuille/gestionnaire		 procèdent moins souvent par
					phases
			Location		 ne réunissent pas plus souvent
					des investisseurs en consortium
					 financent moins d'entreprises
					par gestionnaire
					 investissent moins souvent
					dans les entreprises d'autres
					États
					que les autres types de fonds
					La maramana DCE limita la diamantifa
					Le programme PSF limite les dispositifs
					qui incitent les IIF à investir dans les
					entreprises en prédémarrage. Pour cette
					raison, les différents programmes
					publics semblent se faire concurrence
					L'impact des fonds VC publics ne dépend
					pas seulement de la conception du
					programme mais aussi de la sélection
					des gestionnaires chargés de mener à
					bien les investissements

²⁴ Un fonds de prédémarrage affilié fait partie d'une organisation de VC et compte un fonds jumeau qui est un fonds de prédémarrage, mais le fonds qui investit est le fonds jumeau plutôt que le fonds de prédémarrage jumeau.

Références

- Alperovych, Y., Hübner, G. & Lobet, F. (2011). VC-backing and public investor: Belgian evidence. Working paper.
- Armour, J., & Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, *58*(4), 596-635.
- Bertoni, F., Colombo, M.G. & Quas, A. (2012). Patterns of VC investments in Europe. Working paper.
- Bertoni, F. & Tykvová, T. (2012). Which form of VC is most supportive of innovation? ZEW Discussion Papers, No. 12-018.
- Brander, J.A., Du, Q. & Hellmann, T. (2013). The effects of government-sponsored VC: international evidence. Working paper.
- Brander, J.A., Egan, E. & Hellmann, T. (2010). Government sponsored versus private VC: Canadian evidence. in J. Lerner & A. Schoar (Eds.), *International Differences in Entrepreneurship*, 275-320. University of Chicago Press
- Cumming, D. (2007). Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing*, *22*(2), 193-235.
- Cumming, D. (2011). Public policy and the creation of active VC markets. *VC*, 13(1), 75-94.
- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2009). Style Drift in Private Equity. Journal of Business Finance & Accounting, 36(5-6), 645-678.
- Cumming, D., Grilli, L. & Murtinu, S. (2013). Governmental and independent VC investments in Europe: A firm-level performance analysis. Working paper.
- Cumming, D., & Johan, S. (2009). Pre-seed government VC funds. *Journal of International Entrepreneurship*, 7(1), 26-56.
- Cumming, D. & Johan, S. (2013). Venture's economic impact in Australia. *Journal of Technology Transfer* forthcoming).
- Cumming, D., & Li, D. (2013). Public policy, entrepreneurship, and VC in the United States. *Journal of Corporate Finance*, 23(0), 345-367.
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, *21*(5), 569-609.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active VC markets. *Journal of Public Economics*, *90*(8–9), 1699-1723.
- del-Palacio, I., Zhang, X., & Sole, F. (2012). The capital gap for small technology companies: Public venture capital to the rescue?. *Small Business Economics*, 38(3), 283-301.
- Grilli, L. & Murtinu, S. (2013). Government, VC and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. Working paper.
- Guerini, M. & Quas, A. (2012). Does governmental VC certify the value of new technology based firms? Evidence from Europe. Working paper.
- Heughebaert, A., & Manigart, S. (2012). Firm Valuation in VC Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 500-530.
- Jääskeläinen, M., Maula, M., & Murray, G. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid VC funds. *Research Policy*, 36(7), 913-929.
- Leleux, B. t., & Surlemont, B. (2003). Public versus private VC: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, *18*(1), 81-104.
- Lerner, J. (1999). The government as VCist: The long-run impact of the SBIR program. *Journal of Business*, 72(3), 285-318.
- Lerner, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public VC' programmes. *Economic Journal*, *112*(477), F73-F84.
- Luukkonen, T., Deschryvere, M., & Bertoni, F. (2013). The value added by government VC funds compared with independent VC funds. *Technovation*, *33*(4–5), 154-162.
- Munari, F. & Toschi, L. (2011). Assessing the impact of public VC programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter?. Working paper.

OECD (2013). Policies for seed and early stage finance: Findings from the 2012 OECD financing questionnaire. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers No. 9.

6. Capital à risque et jeunes entreprises vertes

6.1 Introduction

Partout dans le monde, les décideurs politiques comprennent l'importance de la lutte contre le changement climatique. Plus de 80% de l'approvisionnement mondial en énergie repose sur les combustibles fossiles, considérés comme premiers responsables du changement climatique, ou sur le nucléaire, qui pose des problèmes de sécurité et de traitement des déchets (Wüstenhagen & Teppo, 2006). De plus, les ressources énergétiques sont inégalement réparties entre les régions du monde, ce qui engendre d'immenses défis pour la sécurité énergétique. Des investissements accrus dans les technologies des énergies renouvelables et dans l'efficience énergétique - les « technologies propres » - peuvent contribuer à satisfaire la future demande d'énergie tout en minimisant les risques de l'approvisionnement traditionnel.

Ce chapitre porte sur les investissements de capital à risque dans les technologies propres. Par « technologies propres », nous entendons tout produit, service ou procédé qui génère de la valeur à partir de ressources limitées ou nulles et/ou qui crée sensiblement moins de déchets que les offres traditionnelles (Pernick & Wilder, 2007).

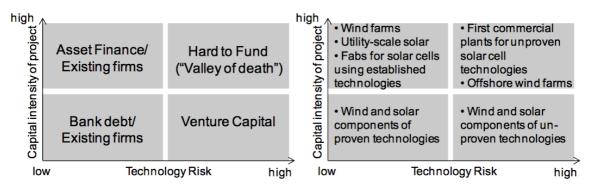
Une particularité des technologies et services des énergies durables réside dans les bénéfices à la fois privés et sociaux. En termes de valeur privée, ces technologies et services concurrencent directement les sources d'énergie conventionnelles. Mais c'est leur valeur sociétale – éviter les émissions et réduire la dépendance aux importations – qui fait leur attrait aux yeux des États. Contrairement à ces derniers, les investisseurs de capital à risque cherchent des investissements qui créent de la valeur privée plutôt que sociétale. La section qui suit est une présentation générale des difficultés que pose le financement des technologies propres. Ensuite, nous nous pencherons sur les risques de ces technologies du point de vue du capital à risque.

6.2 Financement des projets de technologies propres

Les projets de technologies propres présentent des besoins spécifiques en termes de financement et de sources de financement tout au long de leur cycle de vie (OCDE, 2011). Au premier stade du développement, la recherche technologique fondamentale, les technologies nouvelles et émergentes sont normalement financées par des fonds de R&D publics et privés, ainsi que par d'autres subventions. À mesure que le projet de technologies vertes progresse vers l'aval de son cycle de développement, son risque technologique diminue, ce qui peut attirer d'autres sources de financement.

Selon le risque technologique du projet et son intensité en capital, des sources de financement différentes sont disponibles (figure 9). Les projets à faible risque technologique avec peu d'intensité en capital, p.ex. la fabrication de composants éoliens et solaires pour des technologies éprouvées, représentent souvent des innovations incrémentielles dans des entreprises existantes. Le financement bancaire est accessible à ces projets. Les projets à faible risque technologique mais à forte intensité en capital réalisent des investissements qui attirent surtout le financement des actifs. Citons par exemple les parcs éoliens ou les fabricants de panneaux solaires.

Quant aux projets à forte intensité en capital et faible risque technologique, ils concernent notamment la fabrication et le déploiement de technologies de production énergétique plus avancées. Le risque technologique est minime une fois que l'équipement a fait ses preuves à l'échelle commerciale, mais le financement reste extrêmement onéreux. Les investisseurs en actifs sont prêts à miser des sommes importantes dès le moment où les technologies sont testées avec fruit depuis quelques années.



(Source: Ghosh & Nanda, 2010)

Figure 9 : La cible prioritaire des investissements de capital à risque

Parmi les projets à faible intensité en capital et à haut risque technologique, on trouve la production et le transport d'énergie, le stockage de l'énergie, l'efficience énergétique, ou encore le développement de composants solaires et éoliens à l'aide de technologies non éprouvées. Ces initiatives peuvent être à même d'attirer du capital à risque en vue de leur commercialisation (Ghosh & Nanda, 2010). Les investisseurs de capital à risque ayant acquis une grande expérience dans les investissements informatiques, les entreprises qui opèrent au carrefour des technologies de l'information et des énergies renouvelables peuvent présenter un attrait particulier pour les investisseurs de capital à risque (Marcus, Malen & Ellis, 2013).

Les entreprises de la case supérieure droite ciblent les technologies de production d'énergies renouvelables. Ces technologies étant gourmandes en capital, les entreprises en question sont incapables d'attirer les investisseurs de capital à risque. Les besoins de financement des technologies de production énergétique dépassent souvent la capacité d'un fonds de capital à risque classique. Simultanément, les entreprises concernées sont encore trop risquées pour les investisseurs de type crédit et projets. Les investisseurs crédit sont en mesure de mobiliser des capitaux importants, mais ils ont besoin d'une viabilité commerciale confirmée avant de pouvoir se lancer. En d'autres termes, les entreprises de la catégorie sont confrontées à une pénurie de financement au stade de la démonstration et de la commercialisation. Des prototypes sont au point mais on ne sait pas encore si la technologie fonctionnera à l'échelle. Devant ce trou dans le financement, les gouvernements du monde octroient des subventions aux installations de démonstration dans le cadre des politiques de poussée technologique (Bürer & Wüstenhagen, 2009). Cette analyse suggère que le soutien public doit aller au-delà du seul financement de la R&D fondamentale.

6.3 Risques liés aux investissements dans les technologies propres

Bien que les nouvelles entreprises développant des projets à haut risque technologique mais à faible intensité en capital soient identifiées comme de bons candidats au financement par le capital à risque (Ghosh & Nanda, 2010), les investisseurs en question ne sont pas encore très actifs dans les technologies propres. Wüstenhagen & Teppo (2006) suggèrent que les risques liés aux investissements de capital à risque dans les technologies propres freinent le développement d'un secteur fort, axé sur le financement de ces technologies. Ces risques sont répertoriés ci-dessous.

- Le **risque technologique** est important dans les technologies des énergies renouvelables à cause de l'intensité en capital et du long délai technologique. Les investisseurs de capital à risque préfèrent investir dans des secteurs à moindre intensité en capital ou à des stades du cycle de produit où les besoins financiers sont moindres. Un investissement de capital à risque donné ne peut pas absorber trop de capital par rapport à la taille du fonds. Si le secteur biotechnologique est aussi intense en capital que les technologies propres, les entreprises y disposent d'une voie de sortie précoce (voir plus bas). Ensuite, les investisseurs de capital à risque préfèrent investir dans les projets dont la viabilité commerciale est établie dans un délai de trois à cinq ans, afin de pouvoir en sortir par une acquisition ou une introduction en bourse (Gompers & Lerner, 1999). Si nous comparons avec le secteur de l'informatique et des logiciels, le cycle de développement des énergies renouvelables est beaucoup plus long. À cet égard, il convient de repenser radicalement les structures de capital à risque en fonction de la nature spécifique des investissements dans les technologies propres ; investisseurs de capital à risque devraient lever des fonds plus importants, à plus long terme, et passer nettement plus de temps avec chaque entreprise individuelle de leur portefeuille (Ghosh & Nanda, 2010). Ces changements auront naturellement un impact sur le fonctionnement économique de ces structures et sur le rendement des investisseurs de VC individuels.
- Devant la courte histoire des investissements dans les technologies propres, et par contraste avec des industries plus mûres comme l'IT ou la biotechnologie, on ignore encore quels sont les segments les plus prometteurs et comment les aborder de la meilleure manière. Ce risque d'adoption du marché est accentué par les avantages incertains des énergies renouvelables du point de vue du consommateur. Une grande partie de la valeur des énergies renouvelables est de nature sociétale, sans générer de bénéfices privés de même ampleur pour l'utilisateur final.
- La récente libéralisation du marché de l'énergie a facilité l'arrivée de nouveaux acteurs désireux de concurrencer les ex-monopoles. Néanmoins, le conservatisme des industriels de l'électricité est perçu comme un frein à l'adoption des technologies innovantes, ce qui renforce le risque d'adoption du marché.
- Le **risque réglementaire** naît de la régulation officielle des marchés finaux que visent les entreprises de technologies propres ainsi que des politiques publiques d'aide aux investissements correspondants, des aides importantes

vu l'incertitude qui pèse sur les bénéfices privés et surtout sociétaux. Les politiques de promotion de l'innovation dans les énergies durables allient la poussée technologique et la traction du marché. Les politiques de poussée technologique (notamment les politiques d'innovation comme le financement public de la R&D) augmentent l' « offre » de technologies, tandis que la traction du marché (marchés publics ou crédits d'impôt à la production) intensifie la « demande » de nouvelles technologies en proposant des incitants économiques aux entreprises et aux consommateurs (Bürer & Wüstenhagen, 2009). Si une politique bien conçue doit associer ces deux types d'instruments, les investisseurs allemands de capital à risque semblent préférer la traction du marché à la poussée des technologies lorsqu'il s'agit de stimuler les investissements à risque dans les technologies propres, les tarifs de rachat étant le moyen le plus efficace (Bürer & Wüstenhagen, 2009 ; Hofman & Huisman, 2012). Les tarifs de rachat réduisent le risque de l'investissement lié à la fluctuation des prix du marché, point faible des mécanismes de négoce tels que les standards de portefeuille renouvelable ou les certificats verts. Enfin, la stabilité et la cohérence des politiques sont essentielles à la promotion des investissements dans cette industrie.

Récemment encore, le succès et la stabilité des tarifs de rachat ne paraissaient pas menacés. Mais la crise financière a contraint les gouvernements de plusieurs pays pratiquant des tarifs de rachat (Allemagne, Grèce, Espagne et Italie) à réduire leurs subventions : le coût de ces interventions était devenu trop lourd et les déficits publics trop vastes. Ces coupes dans les subventions, ajoutées à la crise financière, ont changé les préférences des investisseurs face aux énergies renouvelables et au climat. La baisse des tarifs de rachat est naturellement néfaste pour l'industrie en termes de rendement du capital à risque. Mais l'instabilité des politiques publiques a aussi renforcé considérablement la perception du risque des investissements dans ces activités.

- La jeunesse des technologies propres crée aussi un **risque humain**, à savoir le manque d'équipes de management qualifiées en matière de capital à risque et de création d'entreprises. Où va-t-on recruter les cadres des entreprises des technologies propres? Dans d'autres industries consommatrices de capital à risque, les dirigeants proviennent souvent des grands acteurs en place, mais le manque d'attrait pour l'innovation dans les compagnies entrave ce mode de recrutement. Les managers savent surtout gérer de grandes entreprises bien implantées, sans trop de concurrence, avec des liquidités abondantes, ce qui n'est pas le profil des nouvelles entreprises innovantes. Une autre option consiste à recruter les responsables de start-ups dans d'autres secteurs, mais les start-ups des technologies propres présentent un modèle spécifique et des défis différents qui limitent la valeur de l'expérience de ces personnes.
- La possibilité de sortir d'un investissement après quelques années est une clé du cycle du capital à risque: elle permet au fonds de financement de réexploiter ses compétences à un stade précoce du cycle de vie de l'entreprise, où la valeur de ces compétences est la plus grande (Black & Gilson, 1998). Les deux voies de sortie principales qui s'offrent aux investisseurs de capital à risque sont l'entrée en bourse et la vente commerciale. Cela dit, sortir d'une entreprise de technologies propres reste délicat, avec un important **risque de sortie**. En ce qui concerne les

introductions en bourse dans les énergies renouvelables, les réussites sont encore peu nombreuses. Quant à la vente commerciale, la voie de sortie la plus évidente, les entreprises les plus visibles, les compagnies d'électricité, ne sont pas considérées comme les meilleurs candidats à l'acquisition des jeunes entreprises énergétiques financées par le capital à risque, moins innovantes que leurs collègues du secteur informatique, pharmaceutique ou biotechnologique. Dans la biotechnologie, par exemple, le modèle du capital à risque a évolué de telle manière que les entreprises pharmaceutiques achètent les start-ups prometteuses avant même que leur viabilité commerciale soit établie. Les fabricants de technologies électriques pourraient constituer une voie de sortie alternative (Wüstenhagen & Teppo, 2006).

6.4 Conclusions

Les bénéfices sociétaux des investissements en technologies propres, qui ne reviennent pas aux acteurs du marché ou aux investisseurs, alliés à l'ampleur des sommes requises dans certains créneaux, justifient des politiques publiques de promotion de ces investissements.

Pour promouvoir les investissements de capital à risque dans les technologies propres, la littérature suggère les initiatives publiques suivantes :

- Subventions publiques à la R&D fondamentale en technologies propres ;
- Subventions publiques aux sites de démonstration pour franchir la « vallée de la mort » liée aux projets à haut risque technologique et à forte intensité en capital (Bürer & Wüstenhagen, 2009);
- Tarifs de rachat pour réduire les risques liés aux investissements dans les technologies propres (Bürer & Wüstenhagen, 2009; Hofman & Huisman, 2012);
- Stabilité et cohérence politiques sont essentielles (Bürer & Wüstenhagen, 2009; Ghosh & Nanda, 2010).

Des changements radicaux s'imposent aussi dans les structures et les conditions du financement par le capital à risque. En particulier, les fonds de capital à risque qui ciblent les technologies propres doivent être plus grands et durer plus longtemps pour passer plus de temps avec les entreprises du portefeuille (Ghosh & Nanda, 2010).

Tableau 10: Investir dans les entreprises vertes

Auteur(s)	Échantillon	Variable indépendante	Variable dépendante	Constatations
Wüstenhagen & Teppo (2006)	(2003-2004) 23 interviews avec les bailleurs de VC			Le secteur de l'énergie souffre d'un manque de R&D, alors que celle-ci pourrait alimenter le secteur du VC énergétique
				L'Europe compte (plus qu') assez de bons ingénieurs mais manque de cadres capables de gérer la croissance des entreprises énergétiques
				La sortie via la vente commerciale sera beaucoup plus fréquente en Europe qu'aux États-Unis dans le secteur des énergies renouvelables. Lorsqu'il s'agit de trouver des acheteurs potentiels

				pour les entreprises des technologies
				énergétiques financées par le VC, les compagnies électriques viennent spontanément à l'esprit. Cependant, ce secteur activité ne brille pas par son esprit d'innovation.
				Les compagnies électriques ne sont pas les seuls acheteurs possibles (si tant est qu'elles en fassent partie) dans le secteur du VC énergétique. En revanche, les fabricants de technologies électriques apparaissent comme une voie de sortie alternative.
Bürer & Wüstenhagen (2009)	(2007) Enquête parmi 60 investisseurs de private equity européens et nord-américains	Politiques de poussée technologique (financement de la R&D fondamentale, programmes de stimulation du marché) Politiques de traction du marché	Capacité des politiques à stimuler les acteurs VC à investir dans les technologies énergétiques vertes via des investissements PE ou VC	Les tarifs de rachat sont perçus comme la formule la plus efficace dans les énergies renouvelables. Cela confirme des recherches antérieures selon lesquelles les tarifs de rachat réduisent efficacement le risque de l'investissement, point faible des mécanismes de négoce tels que les standards de portefeuille renouvelable ou les certificats verts. Les politiques de traction du marché sont plus appréciées que les mesures de poussée technologique. Cela semble indiquer que la traction du marché est aussi importante que la poussée technologique lorsqu'il s'agit de promouvoir les investissements privés dans les technologies énergétiques vertes, alors que les États sont souvent enclins à privilégier les politiques de poussée technologique Il n'est cependant pas question de remplacer un ensemble de mesures par un autre. Au contraire, les acteurs interviewés croient en un bon équilibre
Tableau 10 : (suite	<u> </u> e)			entre les deux types d'instruments.
				Les formules de poussée technologique préférées sont les subventions publiques aux installations de démonstration. Cette observation étaie l'hypothèse de la « vallée de la mort technologique » ²⁵ : dans la chaîne de l'innovation, la partie la plus difficile se situe entre le laboratoire et le marché. Elle nécessite un soutien public au-delà du simple financement de la R&D fondamentale.
				La plupart des investisseurs interviewés soulignent l'importance de la cohérence des politiques
Hofman & Huisman (2012)	(2011) 32 des 60 investisseurs interviewés par Bürer & Wüstenhagen (2009)	Politiques de traction du marché ²⁶	Capacité des politiques à stimuler les acteurs VC à investir dans les technologies	Les tarifs de rachat restent le moyen préféré des investisseurs de VC et de private equity dans les technologies propres. À l'opposé, on trouve les mécanismes commerciaux, nettement moins appréciés. Les auteurs

²⁵ Le milieu de la chaîne de l'innovation : des prototypes sont au point, mais l'entreprise de commercialisation éprouve les pires difficultés à lancer sa technologie sur le marché. C'est à ce stade, entre la R&D soutenue par l'État et l'autofinancement, que l'entreprise technologique rencontre le plus d'écueils.

l'État et l'autofinancement, que l'entreprise technologique rencontre le plus d'écueils.

26 Priorité aux politiques de traction du marché : les auteurs croient que la crise financière peut avoir affecté les politiques de traction du marché plutôt que les mesures de poussée technologique.

	énergétiques vertes via des investissements	supposent que cela s'explique par les incertitudes que causent ces mécanismes sous l'effet des
	PE ou VC	fluctuations des prix du marché, les
		investisseurs étant moins enclins au risque en temps de crise financière

Références

- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Bürer, M. J., & Wüstenhagen, R. (2009). Which renewable energy policy is a vcist's best friend? Empirical evidence from a survey of international cleantech investors. *Energy Policy*, *37*(12), 4997-5006.
- Ghosh, S., & Nanda, R. (2010). Vc investment in the clean energy sector. Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). The vc cycle: MIT press.
- Hofman, D. M., & Huisman, R. (2012). Did the financial crisis lead to changes in private equity investor preferences regarding renewable energy and climate policies? *Energy Policy*, 47(0), 111-116.
- Marcus, A., Malen, J., & Ellis, S. (2013). The Promise and Pitfalls of Vc as an Asset Class for Clean Energy Investment: Research Questions for Organization and Natural Environment Scholars. *Organization & Environment*, 26(1), 31-60.
- OECD (2011). Sources of finance, investment policies and plant entry in the renewable energy sector. OECD Environment Working Papers, No. 37.
- Pernick, R., & Wilder, C. (2007). The cleantech revolution: The next big growth and investment opportunity. Harper Collins Publishers, New York.
- Wüstenhagen, R., & Teppo, T. (2006). Do voists really invest in good industries? Risk-return perceptions and path dependence in the emerging European energy VC market. *International Journal of Technology Management*, 34(1), 63-87.

Liste complète des références

- Aernoudt, R. (2005). Business angels: The smartest money for starters? *international Journal of Business, 10,* 3.
- Aernoudt, R., San José, A., & Roure, J. (2007). Executive forum: Public support for the business angel market in Europe a critical review. *Venture Capital*, *9*(1), 71-84.
- Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). The geography of crowdfunding. NBER Working Paper, No. 16820.
- Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding. NBER Working Paper, No. 19133.
- Ahlers, G., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2012). Signaling in Equity Crowdfunding. Working paper.
- Alperovych, Y., Hübner, G., & Lobet, F. (2011). Venture capital-backing and public investor: Belgian evidence. Working paper.
- Armour, J. (2004). Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital. *European Business Organization Law Review (EBOR)*, *5*(01), 87-118.
- Armour, J., & Cumming, D. (2006). The legislative road to Silicon Valley. *Oxford Economic Papers*, *58*(4), 596-635.
- Armour, J., & Cumming, D. (2008). Bankruptcy Law and Entrepreneurship. *American Law and Economics Review, 10*(2), 303-350.
- Aschenbeck-Florange, T., Blair, D., Beltran, J., Nagel, T., Piattelli, U., & Quintavalla, L. (2013). Regulation of crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the impact of the European single market. European Crowdfunding Network.
- Berger, A., & F. Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 613-673.
- Berkowitz, J., & White, M. J. (2004). Bankruptcy and small firms' access to credit. *RAND Journal of Economics*, 69-84.
- Bertoni, F., Colombo, M.G., & Quas, A. (2012). Patterns of venture capital investments in Europe. Working paper.
- Bertoni, F., & Tykvová, T. (2012). Which form of venture capital is most supportive of innovation? ZEW Discussion Papers, No. 12-018.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.
- Bonini, S., & Alkan, S. (2012). The political and legal determinants of venture capital investments around the world. *Small Business Economics*, *39*(4), 997-1016.
- Bozkaya, A., & Kerr, W. R. (2013). Labor regulations and European venture capital. *Journal of Economics & Management Strategy* (forthcoming).
- Brander, J.A., Du, Q., & Hellmann, T. (2013). The effects of government-sponsored venture capital: international evidence. Working paper.
- Brander, J.A., Egan, E., & Hellmann, T. (2010). Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence. in J. Lerner & A. Schoar (Eds.), *International Differences in Entrepreneurship*, 275-320. University of Chicago Press.

- Bruce, D., & Gurley, T. (2005). Taxes and entrepreneurial activity: an empirical investigation using longitudinal tax return data. Small Business Research Summary 252.
- Bürer, M. J., & Wüstenhagen, R. (2009). Which renewable energy policy is a venture capitalist's best friend? Empirical evidence from a survey of international cleantech investors. *Energy Policy*, *37*(12), 4997-5006.
- Christensen, J. L. (2011). Should government support business angel networks? The tale of Danish business angels network. *Venture Capital*, *13*(4), 337-356.
- Collewaert, V., Manigart, S., & Aernoudt, R. (2010). Assessment of Government Funding of Business Angel Networks in Flanders. *Regional Studies*, 44(1), 119-130.
- Cumming, D. (2007). Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds. *Journal of Business Venturing*, *22*(2), 193-235.
- Cumming, D. (2011). Measuring the effect of bankruptcy laws on entrepreneurship. *Journal of Entrepreneurial Finance* (forthcoming).
- Cumming, D. (2011). Public policy and the creation of active venture capital markets. *Venture Capital*, 13(1), 75-94.
- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (2009). Style Drift in Private Equity. *Journal of Business Finance & Accounting*, *36*(5-6), 645-678.
- Cumming, D., Grilli, L., & Murtinu, S. (2013). Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. Working paper.
- Cumming, D., & Johan, S. (2007). Regulatory harmonization and the development of private equity markets. *Journal of Banking & Finance, 31*(10), 3218-3250.
- Cumming, D., & Johan, S. (2009). Pre-seed government venture capital funds. Journal of International Entrepreneurship, 7(1), 26-56.
- Cumming, D., & Johan, S. (2013). Venture's economic impact in Australia. Journal of Technology Transfer (forthcoming).
- Cumming, D., & Li, D. (2013). Public policy, entrepreneurship, and venture capital in the United States. *Journal of Corporate Finance*, *23*(0), 345-367.
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2006). Crowding out private equity: Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, *21*(5), 569-609.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active venture capital markets. *Journal of Public Economics*, *90*(8–9), 1699-1723.
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., & Marom, D. (2012). A framework for European crowdfunding. European Crowdfunding Network.
- del-Palacio, I., Zhang, X., & Sole, F. (2012). The capital gap for small technology companies: Public venture capital to the rescue?. *Small Business Economics*, *38*(3), 283-301.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- EBAN (2013). European angel investment overview 2012.
- European Commission (2011). Business dynamics: start-ups, business transfers and bankruptcy, Published by the European Commission, DG Enterprise and Industry.
- European Commission (2012). Evaluation of EU member states' business angel markets and policies. Centre for Strategy & Evaluation Services.

- European Crowdfunding Network (2013). Review of crowdfunding regulation: Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel.
- EVCA (2013). 2012 Pan-European private equity and venture capital activity: Activity data on fundraising, investments and divestments.
- Fernandes, D., Lynch, J.G., & Netemayer, R.G. (2013). Financial Literacy, Financial Education and Downstream Financial Behaviors. *Management Science*, forthcoming.
- FSMA (2012). Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding. http://www.fsma.be/~/media/Files/fsmafiles/circ/fr/fsma_2012_15.ashx.
- Ghosh, S., & Nanda, R. (2010). Venture capital investment in the clean energy sector. Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper.
- Gompers, P.P.A., & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fundraising? National Bureau of Economic Research.
- Gompers, P. P. A., & Lerner, J. (2004). The venture capital cycle. MIT press.
- Grilli, L., & Murtinu, S. (2013). Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. Working paper.
- Groh, A. P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2010). The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224.
- Groh, A.P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2011). The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2011 Annual.
- Groh, A.P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2013). The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index: 2013 Annual.
- Guerini, M., & Quas, A. (2012). Does governmental venture capital certify the value of new technology based firms? Evidence from Europe. Working paper.
- Harrison, R. T. (2009). Strengthening the angel ecosystem: A case analysis of the Scottish Co-Investment Fund. NESTA.
- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2000). Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, *2*(3), 223-242.
- Hasan, I., & Wang, H. (2008). The US bankruptcy law and private equity financing: empirical evidence. *Small Business Economics*, *31*(1), 5-19.
- Heughebaert, A., & Manigart, S. (2012). Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(3-4), 500-530.
- Hofman, D. M., & Huisman, R. (2012). Did the financial crisis lead to changes in private equity investor preferences regarding renewable energy and climate policies? *Energy Policy*, 47(0), 111-116.
- Jääskeläinen, M., Maula, M., & Murray, G. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy*, 36(7), 913-929.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, *6*(3), 241-289.
- Knyphausen-Aufseß, D. Z., & Westphal, R. (2008). Do business angel networks deliver value to business angels? *Venture Capital*, 10(2), 149-169.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The journal of finance, 52*(3), 1131-1150.

- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, *106*, 1113-1155.
- Lee, S.-H., Peng, M. W., & Barney, J. B. (2007). Bankruptcy law and entrepreneurship development: A real options perspective. *Academy of Management Review, 32*(1), 257-272.
- Lee, S.-H., Yamakawa, Y., Peng, M. W., & Barney, J. B. (2011). How do bankruptcy laws affect entrepreneurship development around the world? *Journal of Business Venturing*, *26*(5), 505-520.
- Leleux, B. t., & Surlemont, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 18(1), 81-104.
- Lerner, J. (1999). The government as venture capitalist: The long-run impact of the SBIR program. *Journal of Business*, 72(3), 285-318.
- Lerner, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public venture capital' programmes. *Economic Journal*, 112(477), F73-F84.
- Lerner, J., Moore, D., & Shepherd, S. (2005). A study of New Zealand's venture capital market and implications for public policy. Report to the Ministry of Research Science & Technology, LECG Limited, New Zealand.
- Luukkonen, T., Deschryvere, M., & Bertoni, F. (2013). The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, *33*(4–5), 154-162.
- Manigart, S., Heughebaert, A., Devigne, D., & Vanacker, T. (2011). Financiering van ondernemerschap: Een vergelijkende studie van het financieringsgedrag in Belgische en Europese ondernemingen. In Clarysse B. (Ed.), Ondernemen tussen wetenschap en beleid in Vlaanderen. Steunpunt Ondernemen en Internationaal Ondernemen: Gent, 210-232.
- Marcus, A., Malen, J., & Ellis, S. (2013). The Promise and Pitfalls of Venture Capital as an Asset Class for Clean Energy Investment: Research Questions for Organization and Natural Environment Scholars.

 Organization & Environment, 26(1), 31-60.
- Mason, C. M. (2007). Informal Sources of Venture Finance. In S. Parker (Ed.), The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures (Vol. 3, pp. 259-299): Springer US.
- Mason, C. M. (2009). Public policy support for the informal venture capital market in Europe a critical review. *International Small Business Journal*, 27(5), 536-556.
- Mason, C. M., Botelho, T., & Harrison, R. T. (2013). The transformation of the business angel market: evidence from Scotland. Working paper.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2001). 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. *Regional Studies*, *35*(7), 663-668.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14(3), 271-287.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2013). Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications. Working paper.
- Mason, C., & Kwok, J. (2010). Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical Review of Design Issues. *Local Economy*, *25*(4), 269-292.
- Mollick, E. (2013). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.

- Munari, F., & Toschi, L. (2011). Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter?. Working paper.
- OECD (2009). The impact of the global crisis on SME and entrepreneurship financing and policy responses. Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development.
- OECD (2011). Financing high-growth firms: The role of angel investors, OECD Publishing.
- OECD (2011). Sources of finance, investment policies and plant entry in the renewable energy sector. OECD Environment Working Papers, No. 37.
- OECD (2013). Policies for seed and early stage finance: Findings from the 2012 OECD financing questionnaire. OECD Science, Technology and Industry Policy Papers No. 9.
- Pernick, R., & Wilder, C. (2007). The cleantech revolution: The next big growth and investment opportunity. Harper Collins Publishers, New York.
- Poterba, J. M. (1989). Venture capital and capital gains taxation: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- San José, A., Roure, J., & Aernoudt, R. (2005). Business angel academies: Unleashing the potential for business angel investment. *Venture Capital*, 7(2), 149-165.
- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2012). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In: Cumming, D.J. (Ed.); The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford University Press, Oxford.
- Seghers, A., Manigart, S., & Vanacker, T. (2012). The Impact of Human and Social Capital on Entrepreneurs' Knowledge of Finance Alternatives. Journal of Small Business Management, 50(1), 63-86.
- Sohl, J. (2012). *The changing nature of the angel market*. Cheltenham, UK: 'Edward Elgar Publishing, Inc.'.
- Stemler, A. R. (2013). The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power—and money—of the masses. *Business Horizons*, *56*(3), 271-275.
- Van Auken, H. E. (2001). Financing Small Technology-Based Companies: The Relationship between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment. *Journal of Small Business Management*, 39(3), 240-258.
- Vanacker, T., Heughebaert, A., & Manigart, S. (2013). Institutional frameworks, venture capital and the financing of European new technology-based firms. *Corporate Governance: An International Review*, forthcoming.
- Vanacker, T., & Manigart, S. (2010). Incremental financing decisions in high growth companies: Pecking order and debt capacity considerations. *Small Business Economics*, *35*(1); 53-69.
- Vanacker, T., Manigart, S., & Meuleman, M. (2013). Path-dependent evolution versus intentional management of investment ties in science-based entrepreneurial firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*.
- Wüstenhagen, R., & Teppo, T. (2006). Do venture capitalists really invest in good industries? Risk-return perceptions and path dependence in the emerging European energy VC market. *International Journal of Technology Management*, *34*(1), 63-87.

Annexe

Table 1. Summary Statistics for Bankruptcy Indices

This table summarizes the bankruptcy indices used in the empirical analyses in the subsequent tables for each country and each years. Sources: compiled from the bankruptcy statutes from each country, as presented in Armour and Cumming (2008).

- Instable sun	- Canadaptey		o in the case equent table		- The state of the	
	indebtedness availa either been trading a debts of a clos Discharge Available? Takes value 0 if discharge	as discharge from prebankruptcy ble for an entrepreneur who has as a sole proprietor or guaranteed sely-held private company. Discharge Years: If discharge available, value is number of years until typical discharge; if	Minimum capital to form private company, in 2005 Euros (1/E).	Exemptions: This relates to prebankruptcy assets which are exempted from the bankrupt estate and so retained by the debtor. Takes value 1 if exemptions of assets from the bankruptcy estate cover only personal items, tools of trade, etc. Takes value 0 if exemptions are more generous. Takes value 2 if exemptions are	Disabilities: This relates to restrictions on the debtor's civil and economic rights related to bankruptcy. Takes value 0 if no disabilities other than loss of power to deal with assets in bankrupt estate; Takes value 1 for civic disabilities (i.e. loss of right to vote, hold elected office, membership of professional groups); Takes value 2 for economic disabilities (i.e. restrictions on obtaining credit, being involved in the management of a company); Takes value 3 for interference with mail and/or travel (i.e. prohibition on	Composition: This relates to the possibility of agreeing a composition with creditors as a means of terminating an existing bankruptcy proceeding. The variable takes a value between 0 and 2, and is the sum of $(v + c)$, where v is proportion of face value of existing creditors' claims and c is proportion of
	available, 1 if not available.	discharge unavailable, value is life expectancy minus 40.		'negative', i.e. spousal property can be pulled into the estate.	travel without consent, mail opened by trustee); Takes value 4 if debtor may be incarcerated for non-payment of debts.	number of creditors, who must vote in favour to effect a compromise.
Austria	1990-1994: 1; 1995-2005: 0	1990-1994: 37; 1995-2005: 7	1990-2005: €35000	1990-2005: 2	1990-2005: 0	1990-2005: 1.25
Belgium	1990-1997: 1; 1998-2005: 0	1990-1997: 37; 1998-2005: 0	1990-1998: €6174; 1999-2005: €18500	1990-2005: 1	1990-2005: 3	1990-1997: 1.25; 1998-2005: 1
Canada	1990-2005: 0	1990-1992: 1; 1993-2005: 0.75	1990-2005: €0	1990-2005: 0	1990-2005: 2	1990-2005: 1.16
Denmark	1990-2004: .5; 2005: 0	1990-2004: 5; 2005: 3	1990-1991: €10732; 1992-1996: €26831; 1997-2005: €16769	1990-2005: 1	1990-2005: 3	1990-2004: 1.4; 2005: 1.35
Finland	1990-1992: 1; 1993-2005: 0	1990-1992: 37; 1993-2005: 5	1990-2005: €2500	1990-2005: 1	1990-2005: 3	1990-2005: 0.8
France	1990-1993: 0; 1994-2005: .5	1990-2005: 0	1990-2002: €7500; 2003-2005: €0	1990-2005: 2	1990-1994: 1; 1995-2005: 2	1990-2005: 0
Germany	1990-1998: 1; 1999-2005: 0	1990-1998: 37; 19992000: 7; 2001-2005: 6	1990-2005: €25000	1990-2005: 0	1990-1998: 3; 1999-2005: 1	1990-1998: 1.25; 1999-2005: 1
Greece	1990-2005: 1	1990-2005: 20	1990-1992: €587; 1993-1998: €8804; 1999-2002: €17608; 2003-2005: €18000	1990-2005: 1	1990-1997: 4; 1998-2005: 3	1990-2005: 1.46
Ireland	1990-2005: 0	1990-2005: 12	1990-2005: €0	1990-2005: 1	1990-2005: 2	1990-2005: 1
Italy	1990-2005: 1	1990-2005: 38	1990-2003: €10300; 2004-2005: €10000	1990-1992: 2; 1993-2005: 1	1990-2005: 3	1990-2005: 1.16
Netherlands	1990-1998: 1; 1999-2005: 0	1990-1998: 38; 1999-2005: 3	1990-2005: €18000	1990-2005: 2	1990-2005: 0	1990-1994: 1.46; 1995-2005: 1
Spain	1990-2005: 1	1990-2005: 15	1990-2005: €3000	1990-2005: 1	1990-2005: 3	1990-2003: 1.1; 2004-2005: 0.5
Sweden	1990-2005: 1	1990-2005: 10	1990-2005: €10749	1990-2005: 1	1990-2005: 2	1990-2005: 2
UK	1990-2005: 0	1990-2003: 3; 2004-2005: 1	1990-2005: €0	1990-2005: 1	1990-2005: 2	1990-2005: 1
USA	1990-2005: 0	1990-2005: 0	1990-2005: €0	1990-2005: 0	1990-2005: 1	1990-2005: 1

Figure A.1: Personal bankruptcy indices (Source: Cumming, 2011)

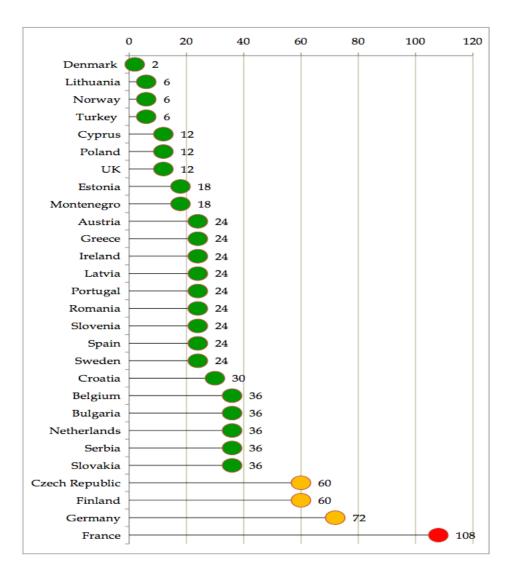
	ISSUES RELATED T	O HONEST AND DISHO	NEST BANKRUPTCY
COUNTRIES	Separate liquidation proceedings exist for liquidation firms when frauds have been committed	Special "fast track" liquidation proceedings exist in the case of an honest bankruptcy	Special discharge proceedings exist for honest bankrupt entrepreneurs*
Austria	2	2	3
Belgium	1	1	1
Bulgaria	2	2	3
Croatia	2	2	2
Cyprus	3	2	3
Czech Republic	2	2	2
Denmark	2	2	4
Estonia	1	3	3
Finland	2	1	2
France	1	1	1
Germany	2	2	1
Greece	2	2	3
Hungary	1	2	1
Iceland	2	2	3
Ireland	2	2	3
Italy	2	2	1
Latvia	2	2	3
Lithuania	1	1	3
Luxembourg	2	1	1
Malta	2	2	1
Montenegro	2	2	3
Netherlands	1	3	4
Norway	1	2	4
Poland	2	2	3
Portugal	2	2	2
Romania	2	1	1
Serbia	2	2	4
Slovakia	2	2	3
Slovenia	1	2	3
Spain	1	1	3
Sweden	2	2	3
Turkey	2	1	2
United Kingdom	1	2	3
Legend			
1	Yes		
2	No		
3	Uncertain / Not Available	2	
Legend*			
1	Yes. Full discharge (all del	ots)	
2	Yes. Partial discharge		
3	No		
4	Uncertain / Not Available	2	
Source: Business D	ynamics Survey 2010		

Source: Business Dynamics Survey 2010

Note: Data is based solely on the views and perceptions of the survey's respondents

(Source : European Commission, 2011)

Figure A.2: Discharge availability for honest entrepreneurs



Source: Business Dynamics Survey 2010

Note: Data is based solely on the views and perceptions of the survey's respondents. No data available for Hungary, Iceland, Italy, Luxembourg and Malta.

(Source : European Commission, 2011)

Figure A.3: Délai maximum entre la finalisation de la procédure de liquidation et la réhabilitation du failli (en mois)

Tableau A.1 : Législation sur la faillite des sociétés : délai de clôture. Le délai de clôture est le temps moyen (en années) que prend une procédure de faillite dans un pays. Les données proviennent de la Banque mondiale (Djankov et al., 2008).

Rang	Pays	Durée de la procédure de faillite (en années)
1	Irlande	0,4
2	Japon	0,6
3	Canada	0,8
3	Singapour	0,8
4	Belgique	0,9
4	Finlande	0,9
4	Norvège	0,9
5	Australie	1,0
5	Espagne	1,0
5	Royaume-Uni	1,0
6	Autriche	1,1
6	Hong Kong	1,1
6	Pays-Bas	1,1
7	Allemagne	1,2
8	Italie	1,3
8	Nouvelle-Zélande	1,3
9	Corée du sud	1,5
9	États-Unis	1,5
10	France	1,9
11	Grèce	2,0
11	Portugal	2,0
11	Suède	2,0
12	Thaïlande	2,7
13	Argentine	2,8
14	Suisse	3,0
15	Pérou	3,1
16	Danemark	3,2
17	Turquie	3,3
18	Chili	5,5

Tableau A.2 : Législation sur la faillite des sociétés : coût de clôture. Le coût de clôture représente le coût de la procédure de faillite (% du patrimoine). Les données proviennent de la Banque mondiale. Elles concernent le coût des dossiers de faillite (Djankov et al., 2008).

Rang	Pays	Coût de la faillite (% du patrimoine)
1	Norvège	1,0
1	Singapour	1,0
2	Allemagne	2,2
3	Belgique	4,0
3	Canada	4,0
3	Danemark	4,0
3	Finlande	4,0
3	Japon	4,0
3	Pays-Bas	4,0
3	Nouvelle-Zélande	4,0
3	Corée du sud	4,0
3	Suisse	4,0
4	Royaume-Uni	6,0
5	Pérou	7,0
5	États-Unis	7,0
6	Australie	8,0
7	France	9,0
7	Grèce	9,0
7	Hong Kong	9,0
7	Irlande	9,0
7	Portugal	9,0
7	Suède	9,0
8	Argentine	14,6
9	Espagne	15,0
9	Turquie	15,0
10	Chili	17,5
11	Autriche	18,0
12	Italie	18,7
13	Thaïlande	36,0

Tableau A.3 : Législation sur la faillite des sociétés : possibilité de prendre un nouveau départ. Lee et al. (2011) utilisent le taux de récupération après une clôture pour déterminer dans quelle mesure l'entrepreneur peut prendre un nouveau départ dans le cadre de la législation sur les faillites. Le nouveau départ s'exprime par un dollar (100 cents) moins le taux de récupération en cents par dollar par les tiers (créanciers, fisc, personnel). Les données proviennent de la Banque mondiale.

Rang	Pays	Nouvelle chance (taux de récupération : cents/\$)
1	Turquie	88,3
2	Chili	79,8
3	Argentine	75,9
4	Pérou	69,8
5	Thaïlande	59,4
6	France	53,9
7	Suisse	53,5
8	Grèce	53,3
9	Italie	52,4
10	Allemagne	44,2
11	Danemark	35,0
12	Suède	28,3
13	Autriche	26,9
14	Portugal	26,6
15	Espagne	22,6
16	Nouvelle-Zélande	21,2
17	États-Unis	20,1
18	Australie	19,9
19	Hong Kong	19,1
20	Corée du sud	18,9
21	Royaume-Uni	14,7
22	Belgique	13,9
23	Pays-Bas	12,5
24	Irlande	12,3
25	Finlande	11,6
26	Canada	10,4
27	Singapour	8,7
28	Japon	7,4
29	Norvège	6,5

Tableau A.4 : Législation sur la faillite des sociétés : sursis automatique sur les actifs. La variable fictive de ce tableau, créée dans La Porta et al. (1998) indique si la procédure de réorganisation impose un sursis automatique sur les actifs, empêchant les créanciers gagés de mettre la main sur les nantissements de leur prêt.

Pays	Sursis automatique sur les actifs (1 : oui ; 0 : non)
Argentine	1
Australie	1
Autriche	0
Belgique	О
Canada	1
Chili	1
Danemark	0
Finlande	1
France	1
Allemagne	0
Grèce	1
Hong Kong	0
Irlande	1
Italie	1
Japon	1
Pays-Bas	1
Nouvelle-Zélande	0
Norvège	1
Pérou	1
Portugal	1
Singapour	0
Corée du sud	0
Espagne	0
Suède	1
Suisse	1
Thaïlande	0
Turquie	1
Royaume-Uni	0
États-Unis	1

Lexique

Terme	Définition	Source
Acquisition	Le fait d'obtenir le contrôle, la détention ou la propriété d'une entreprise.	EVCA
Valeur ajoutée	L'expérience, le savoir-faire et les contacts professionnels d'une équipe de gestion de private equity constituent un apport déterminant pour la croissance des entreprises qui font l'objet des investissements.	EVCA
Business Angel	Un investisseur privé qui apporte à la fois des fonds et ses connaissances à entreprise bénéficiaire de l'investissement.	EVCA
Réseau de business angels	Une organisation qui met des business angels en contact avec des entrepreneurs en quête de capital à risque.	
Incubateur d'entreprises	L'incubateur d'entreprises est un programme conçu pour appuyer le développement des nouvelles entreprises à l'aide d'un ensemble de ressources et de services, élaborés et orchestrés par le management de l'incubateur, et offert à la fois dans le cadre de l'incubateur et via son réseau de contacts.	Wikipedia
Plan d'affaires / d'entreprise	Ce document décrit la gestion de l'entreprise, son modèle et ses objectifs. Le plan d'affaires est un outil vital pour tout type d'entreprise à la recherche d'un investissement de financement, mais il est aussi très utile pour clarifier la situation et la réalité sous-jacente à l'usage du management et des propriétaires eux-mêmes.	EVCA
Buy-back / rachat d'actions	Le rachat par une société de ses propres actions ou obligations.	EVCA
Buy-out	Le buy-out est une transaction financée à la fois par le crédit et la participation. Une entreprise, business unit ou société est rachetée aux actionnaires (les vendeurs) avec l'aide d'un investisseur financier.	EVCA
Plus-value	Lorsqu'un actif est revendu plus cher que son prix d'achat, il est question de plus- value.	EVCA
Intensité en capital	L'intensité en capital désigne la proportion de capital fixe ou réel par rapport aux autres moyens de production, en particulier le travail. Au niveau d'un processus de production ou de l'économie dans son ensemble, on peut estimer l'intensité en capital à partir du ratio capital/travail, par exemple suivant les points de l'isoquant capital/travail.	Wikipedia

Marchés des capitaux	Marché sur lequel les industries, le commerce, l'État et les pouvoirs locaux	EVCA
marches des capitaux	obtiennent des capitaux de long terme. Les bourses font partie des marchés des	LVCA
Capitaux gérés	capitaux. Le total des fonds dont les gestionnaires disposent pour les investissements à venir plus les fonds déjà investis (au coût nominal) et non encore désinvestis.	EVCA
Intéressement	La part du profit qui revient à la société gestionnaire d'un fonds d'investissement ou aux membres individuels de l'équipe de management du fonds, en rétribution de leur investissement en capital et du risque pris. L'intéressement (en général jusqu'à 20% des bénéfices du fonds) est payable lorsque les associés commanditaires ont remboursé l'investissement initial dans le fonds plus un taux minimum déterminé.	EVCA
Droit civil	Ce système juridique né en Europe a été formalisé dans le cadre du droit romain. Caractéristique essentielle : ses principes de base sont codifiés dans un système de référence qui forme la première source du droit. Par contraste, dans les systèmes de « common law », le cadre intellectuel est constitué par la jurisprudence, à savoir les décisions prises antérieurement par les juges. Dans ces systèmes, on estime qu'il n'est pas juste de donner aux mêmes faits un traitement différent à des moments différents (doctrine du précédent judiciaire).	Wikipedia
Technologie propre	Le terme désigne tout produit ou service qui améliore le fonctionnement, la productivité ou l'efficience tout en réduisant les coûts, les intrants, la consommation d'énergie, les déchets ou la pollution de l'environnement. Son origine se trouve dans l'intérêt croissant des consommateurs, des pouvoirs publics et des industriels pour les formes de production énergétique propre, en particulier la sensibilisation au réchauffement planétaire, au changement climatique et à l'impact des combustibles fossiles sur l'environnement naturel. Les technologies propres sont souvent associées aux fonds de capital à risque et aux organismes chargés de l'utilisation des sols.	Wikipedia
Sûreté, nantissement, garantie	Bien donné en gage au prêteur jusqu'au remboursement d'un emprunt. Si l'emprunteur ne rembourse pas son dû, le prêteur a légalement le droit de saisir la sûreté et de la vendre pour se rembourser.	EVCA

Common law	Droit élaboré par les juges dans les décisions des tribunaux (jurisprudence), à distinguer des lois et réglementations édictées par le pouvoir exécutif. Par contraste, les systèmes de droit civil (droit codifié/continental) s'appuient sur un ensemble de codes de lois organisées qui tentent de couvrir entièrement les différents domaines juridiques. Ces systèmes se caractérisent par le non-recours aux précédents dans l'application des codes.	Wikipedia
Coût du capital	Dans le domaine des investissements financiers, le terme désigne le coût des fonds dont dispose l'entreprise (dette et capital), ou, du point de vue de l'investisseur, « le rendement que l'actionnaire exige sur les titres d'une entreprise de son portefeuille ». Le concept permet d'évaluer les nouveaux projets d'une société : le coût du capital est en effet le retour minimum que l'investisseur attend pour mettre des fonds à la disposition de l'entrepreneur. C'est en quelque sorte une référence que le projet doit atteindre.	Wikipedia
Financement participatif (crowdfunding)	L'initiative collective d'un ensemble d'individus qui forment un réseau et réunissent des fonds, généralement via Internet, pour soutenir les efforts d'autres personnes ou organisations. Le financement participatif intervient dans des activités très diverses : aide en cas de catastrophe, journalisme citoyen, soutien des fans aux artistes, campagnes politiques, lancement d'entreprises, promotion de films, développement de logiciels gratuits, inventions, recherche scientifique, projets civiques	Wikipedia
Financement par la dette	Financement par la vente d'obligations ou autres titres de créance.	EVCA
Dérivé, instrument dérivé, valeur dérivée	Un titre ou instrument financier dont les caractéristiques et la valeur dépendent des caractéristiques et de la valeur d'un instrument ou actif sous-jacent (généralement une matière première, une obligation, une action ou une devise). Quelques exemples : contrats à terme, options, valeurs hypothécaires.	EVCA
Diligence due, vérification préalable	En ce qui concerne les professionnels du private equity, la diligence due peut s'entendre au sens étroit (vérification des données présentées dans un plan d'affaires ou mémorandum de vente) ou au sens large (enquête et analyse précédant un engagement d'investissement). Le but est de déterminer l'attrait, les risques et les problèmes éventuels d'une transaction avec une société à la recherche d'un investisseur. La diligence due doit permettre aux gestionnaires de fonds de décider en connaissance de cause et d'optimiser les conditions de l'accord.	EVCA
Stade initial	Le prédémarrage et le démarrage d'une entreprise.	EVCA

Capital	Participation dans une entreprise, représentée par les actions remises aux	EVCA
Sortie	investisseurs. Liquidation des parts détenues par un fond de private equity. Il existe plusieurs méthodes pour sortir d'un investissement : vente commerciale ; vente par offre publique (y compris entrée en bourse) ; radiation ; remboursement d'actions/prêts privilégiés ; vente à un autre investisseur ; vente à une institution financière.	EVCA
Stratégie de sortie	Le plan adopté par un bailleur de fonds ou investisseur à risque pour mettre fin à un investissement, liquider ses participations et réaliser une plus-value maximale.	EVCA
Climat de sortie	Les conditions qui influencent la viabilité et l'attrait des différentes stratégies de sortie.	EVCA
Capital d'expansion	Aussi appelé capital de développement. Le financement destiné à la croissance et à l'expansion de l'entreprise, que celle-ci soit ou non en équilibre ou en bénéfice. Le capital peut servir à financer une plus grande capacité de production, à développer des marchés ou des produits, ou à augmenter le fonds de roulement.	EVCA
Tarif de subventionnement, de rachat	Le tarif de subventionnement est un mécanisme d'intervention chargé d'accélérer les investissements dans les technologies des énergies renouvelables. À cette fin, des contrats de longue durée sont proposés aux producteurs d'énergie renouvelable, généralement basés sur le coût de production de chaque technologie. Plutôt qu'un prix égal pour toutes les énergies, quel que soit le mode de production, les technologies comme l'éolien, par exemple, se voient attribuer un prix au kWh inférieur, tandis que les technologies comme le photovoltaïque et l'énergie marémotrice sont mieux payées pour refléter des coûts plus importants au stade considéré.	Wikipedia
Investissement complémentaire	Nouvel investissement dans une entreprise du portefeuille qui a déjà bénéficié de fonds du même bailleur de private equity.	EVCA
Fonds	Un fonds de private equity est un véhicule qui permet de regrouper les mises de plusieurs acteurs investissant dans le capital et les valeurs connexes des entreprises (les bénéficiaires). Il s'agit généralement d'entreprises dont les actions ne sont pas cotées en bourse. Le fonds peut revêtir la forme d'une société ou d'une association sans personnalité morale comme une société en commandite. Voir société en commandite.	EVCA

Orientation du fonds (stade d'investissement)	La stratégie de spécialisation par stade d'investissement, secteur d'investissement ou région géographique. À l'opposé, on trouve le fonds généraliste, qui ne cible pas une région géographique, un secteur ou un stade particuliers.	EVCA
Fonds de fonds	Un fonds qui détient des participations dans d'autres fonds. Un fonds de fonds qui investit principalement dans de nouveaux fonds est un fonds de fonds primaire. S'il investit surtout dans des fonds existants, on parle de fonds de fonds secondaire.	EVCA
PIB	Le produit intérieur brut est la valeur marchande de tous les biens et services officiellement répertoriés qui sont produits dans un pays au cours d'une année ou d'une autre période de référence. Le PIB par tête est souvent considéré comme un indicateur du niveau de vie d'un pays.	Wikipedia
Associé commandité	Associé dans une société de management de private equity, assumant une responsabilité illimitée quant aux dettes et obligations de la société en commandite, avec le droit de prendre part à sa gestion.	EVCA
Investissement actif	Un investissement de private equity dans lequel le bailleur de capital à risque apporte une valeur supplémentaire sous la forme de capital, de conseil en gestion et d'implication personnelle.	EVCA
Période de détention	La période durant laquelle l'investissement reste dans le portefeuille. Peut aussi désigner la période durant laquelle l'investissement doit être détenu pour donner droit aux réductions fiscales sur les plus-values.	EVCA
Capital à risque indépendant	Capital à risque provenant principalement de tiers.	EVCA
Indice	Référence permettant de mesurer la performance financière ou économique (p.ex. S&P 500, FTSE 100).	EVCA
Cadre institutionnel	Un système de lois, réglementations et procédures formelles et de conventions, usages et normes informels qui façonne l'activité et les comportements socioéconomiques.	Wikipedia
Investisseur institutionnel	Un acteur tel qu'une banque, société d'investissement, fonds commun de placement, compagnie d'assurance, fonds de pension ou fonds de dotation, qui investit à titre professionnel des capitaux importants sur les marchés financiers internationaux.	EVCA

Marché du crédit	Sur le marché du crédit interbancaire, les banques se prêtent mutuellement des	Wikipedia
interbancaire	capitaux pour une durée déterminée. La plupart des crédits interbancaires sont	
	consentis pour une semaine ou moins, le plus souvent jusqu'au lendemain. Ces	
	opérations appliquent le taux interbancaire (aussi appelé le taux à un jour si le	
	terme est d'un jour). Le faible volume des transactions sur ce marché est un des	
	principaux facteurs qui ont contribué à la crise financière de 2007.	
Investissement initial	Premier investissement de private equity dans l'entreprise bénéficiaire.	EVCA
PI (propriété intellectuelle)	Brevets, copyrights, marques de commerce, secrets commerciaux et autres droits sur des idées, concepts, etc.	EVCA
Introduction en bourse	(ou émission initiale, premier appel public à l'épargne). La première vente ou distribution des actions d'une société dans le public. L'entrée en bourse de l'entreprise bénéficiaire d'un investissement de private equity est une des voies de	EVCA
	sortie pour l'investisseur.	
Stade ultérieur	Le stade du capital d'expansion, du capital de remplacement et du buy-out.	EVCA
Investisseur principal	L'investisseur qui apporte la plus grande part dans une opération de private equity conjointe ou un consortium de financement. Voir consortium.	EVCA
Responsabilité limitée	Il est question de responsabilité limitée lorsque la responsabilité financière d'une personne est limitée à une somme déterminée, en général la valeur de son	Wikipedia
	investissement dans une entreprise ou une association. Si une société à responsabilité limitée est poursuivie en justice, les plaignants attaquent la société et	
	non ses propriétaires ou ses investisseurs. L'actionnaire d'une société à	
	responsabilité limitée n'est pas personnellement responsable des dettes de la société	
	au-delà de sa propre mise.	
Associé commanditaire	Un investisseur dans une société en commandite (fonds de private equity).	EVCA
		=:071

Société en commandite	La structure juridique généralement utilisée par les fonds de capital à risque et de private equity. L'association est normalement un véhicule d'investissement à durée de vie déterminée. Elle réunit un associé commandité (chargé du management, avec une responsabilité illimitée) et des associés commanditaires (les investisseurs, dont la responsabilité est limitée et qui ne participent pas aux opérations journalières). L'associé commandité perçoit une redevance de gestion et un pourcentage des bénéfices. Les associés commanditaires touchent les revenus, les plus-values et les avantages fiscaux. L'associé commandité (société de management) gère la société conformément aux statuts. Ceux-ci couvrent les autres conditions, rémunérations ou structures convenues par les associés commandité et commanditaires.	EVCA
Liquidation	La vente des actifs d'une société du portefeuille à un ou plusieurs acquéreurs, une part du produit de la vente revenant aux bailleurs de capital à risque.	EVCA
Société cotée	Une société dont les actions sont cotées sur une bourse de valeurs mobilières.	EVCA
Fusions et acquisitions	Les fusions et acquisitions (mergers and acquisitions, M&A) sont des aspects de la stratégie, de la finance et du management d'une entreprise qui consistent à acheter, vendre, diviser et recombiner des entreprises ou autres entités pour croître plus rapidement dans le secteur ou la région d'origine, dans un nouveau domaine ou un nouveau territoire, sans créer de filiale ou autre entité rejeton et sans passer par une coentreprise.	Wikipedia
Macroéconomie	La branche de la science économique qui étudie la performance, la structure, le comportement et la prise de décision au niveau d'une économie globale plutôt que d'un marché individuel. Cela concerne l'échelle économique nationale, continentale et globale. Le macroéconomiste se penche sur des indicateurs agrégés tels que le PIB, le taux de chômage ou les indices des prix pour comprendre comment l'ensemble de l'économie fonctionne. Les macroéconomistes développent des modèles qui font apparaître les relations entre des facteurs comme le revenu national, la production, la consommation, le chômage, l'inflation, l'épargne, l'investissement, le commerce international et la finance internationale.	Wikipedia
Liquidité sur le marché	La possibilité de vendre un actif sans provoquer de mouvement significatif des prix et avec un minimum de perte de valeur.	Wikipedia
Traction du marché	Une innovation tirée par le marché (ou stimulée par le marché) est développée par la fonction R&D en réponse à un besoin identifié du marché.	Wikipedia

Part / participation / intérêt minoritaire	La situation dans laquelle le propriétaire d'une entreprise possède moins de 50% du total des actions.	EVCA
Entreprise du portefeuille	La société ou entité dans laquelle le fonds de private equity investit directement.	EVCA
Stade précédant le prédémarrage	Le stade d'investissement qui précède le prédémarrage d'une nouvelle entreprise. Les investissements d'avant le prédémarrage sont surtout le fait des universités. Ils financent des projets de recherche dans le but de créer une entreprise commerciale à un stade ultérieur.	EVCA
Private equity	Le terme désigne les fonds apportés pour alimenter le capital des sociétés non cotées. Le private equity peut servir à développer de nouveaux produits et technologies (on parle aussi de capital à risque ou capital de démarrage), à renforcer le fonds de roulement, à réaliser des acquisitions, ou à améliorer le bilan de la société. Il peut aussi résoudre des problèmes impliquant les actionnaires ou le management. Le financement par private equity peut faciliter la succession dans les entreprises familiales ou le buy-out/buy-in par des cadres expérimentés.	EVCA
Prospectus	Ce document doit être remis aux destinataires des offres de titres et aux acheteurs de titres dans le cadre d'une offre publique. On y trouve la description détaillée de l'entreprise de l'émetteur. Aux États-Unis, le prospectus fait partie des documents d'immatriculation requis par la SEC, les marchés, les autorités boursières et les instances nationales compétentes.	EVCA
Directive sur les prospectus	Cette Directive de la Commission européenne exige la mise en place d'un ensemble de normes communes pour les prospectus des valeurs mobilières dans la législation nationale de tous les États membres de l'Union européenne. La Directive fait une large place à la reconnaissance mutuelle (un prospectus approuvé par les autorités compétentes d'un État membre est accepté de ce fait par les autorités compétentes de tous les autres États membres).	EVCA
R&D	La R&D (recherche et développement) forme une activité distincte au sein de l'entreprise. Les activités qualifiées de R&D diffèrent d'une entreprise à l'autre, mais on distingue néanmoins deux grands modèles. Dans l'un, la première fonction de la division R&D est de développer de nouveaux produits ; dans l'autre, elle consiste à obtenir de nouvelles connaissances sur des thèmes scientifiques et technologiques, afin de lancer et de favoriser le développement de nouveaux produits, procédés et services intéressants.	Wikipedia

Énergie renouvelable	Les énergies renouvelables sont issues de processus naturels et se reconstituent en permanence. Les diverses formes d'énergie renouvelable proviennent directement	Wikipedia
	du soleil ou de la chaleur des profondeurs du sol. La définition couvre l'électricité et la chaleur produites par le soleil, le vent, la mer, la puissance hydroélectrique, la biomasse et la géothermie, ainsi que les biocarburants et l'hydrogène issus de sources renouvelables.	
Cycle	Opérations successives de financement d'une entreprise. Le premier cycle de financement recueille les premiers capitaux extérieurs. Les cycles suivants peuvent attirer différents types d'investisseurs à mesure que l'entreprise gagne en maturité.	EVCA
Valeur, titre	Un actif négociable de nature quelconque. En grandes lignes, on distingue les titres de créance (billets de banque, obligations et reconnaissances de dette); les titres de participation, p.ex. les actions ordinaires; enfin, les dérivés (contrats à terme de gré à gré et standardisés, options et swaps). La société ou entité qui émet le titre est appelée l'émetteur.	Wikipedia
Stade de prédémarrage	À ce stade, le financement sert à étudier, évaluer et développer un concept initial, avant que l'entreprise n'atteigne le stade du démarrage (start-up).	EVCA
PME (petites et moyennes entreprises)	D'après la définition de la Commission européenne, une « petite ou moyenne entreprise (PME) est une entreprise qui emploie moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel ne dépasse pas EUR 50 millions, et/ou dont le total du bilan ne dépasse pas EUR 43 millions. »	EVCA
Partie prenante	Un comptable, groupe, organisation, membre ou système qui affecte ou peut être affecté par les actes d'une organisation.	Wikipedia
Démarrage	À ce stade, l'entreprise est en cours de création ou existe depuis peu, mais n'a pas encore vendu ses produits commercialement.	EVCA
Marché de valeurs mobilières	Un marché de valeurs mobilières ou d'actions est l'ensemble des acheteurs et des vendeurs de ces titres.	Wikipedia
Indice boursier	Méthode de mesure de la valeur d'une partie d'un marché de titres. L'indice est calculé à partir des prix de valeurs sélectionnées (généralement une moyenne pondérée). L'indice est un outil dont se servent les investisseurs et les responsables financiers pour décrire le marché et comparer le rendement d'investissements spécifiques.	Wikipedia
Consortium	Groupe de bailleurs de capital investissant dans une entreprise.	EVCA

Poussée technologique	La poussée technologique peut faire partie de la stratégie d'une entreprise. La littérature sur l'innovation fait une distinction entre la poussée technologique et la traction du marché ou de la demande. Dans le premier cas, une nouvelle invention est poussée à travers la R&D, la production et la vente pour aboutir sur le marché sans que l'on sache vraiment si elle répond à un besoin de l'utilisateur.	Wikipedia
Vente commerciale	La vente des actions d'une entreprise à des investisseurs industriels.	EVCA
Bon du Trésor	Titres négociables émis directement par le gouvernement des États-Unis, avec échéance à un an ou moins. Comme les obligations sans coupon, les bons du Trésor ne produisent pas d'intérêts avant l'échéance ; ils sont vendus avec un escompte qui tient lieu de rendement positif à maturité. Les bons du Trésor sont souvent considérés comme l'investissement le moins risqué pour les investisseurs américains.	Wikipedia
Capital à risque	Capital investi à titre professionnel, avec l'entrepreneur, pour financer une entreprise au stade du prédémarrage, du démarrage ou de l'expansion. Le risque pris par l'investisseur est compensé par l'espoir d'un rendement supérieur à la moyenne. Le capital à risque est une forme de private equity.	EVCA
Investisseur de capital à risque	Le gestionnaire d'un fonds de private equity, responsable de la gestion des investissements du fonds dans une entreprise du portefeuille. Dans l'approche active (ou hands-on, le modèle général de l'investissement de private equity), l'investisseur apporte non seulement du capital (sans nantissement ni charges sur les actifs), mais aussi une connaissance précieuse du métier, des contacts utiles, son image de marque, des conseils stratégiques, etc.	EVCA
Radiation, passage par pertes et profits	La valeur d'une entreprise du portefeuille est mise à zéro dans les livres. La valeur de l'investissement est annulée et le rendement pour les investisseurs est nul ou négatif.	EVCA

