



# ASYMÉTRIE D'INFORMATION ET FINANCEMENT DES PME INNOVANTES PAR LE CAPITAL-RISQUE

MONDHER CHERIF\*

**N**ul ne saurait contester aujourd'hui le rôle essentiel joué par les Petites et Moyennes Entreprises (PME) innovantes dans la création de richesses et d'emplois. Pourtant, ces entreprises se heurtent à des difficultés dès qu'il s'agit de satisfaire leurs besoins financiers. Il existe un décalage entre les qualités originales des PME en matière d'innovation et les rationnements quantitatifs et qualitatifs imposés par le système financier traditionnel à leur rencontre. En effet, l'une des difficultés essentielles rencontrées par l'entreprise innovante est la réticence de certains bailleurs de fonds à lui prêter leurs concours financiers, du fait qu'elle n'a pas encore fait ses preuves. Ces incertitudes conduisent les banques à adopter un comportement prudent se traduisant fréquemment par des effets d'éviction de ces jeunes firmes innovantes des circuits de financement. Ce rationnement a ainsi motivé l'attention portée à d'autres formes d'intermédiation financière et en particulier le capital-risque, qui connaît un développement considérable depuis quelques années dans le financement de l'innovation.

La problématique du financement de l'innovation est avant tout liée à des contraintes informationnelles qui entravent l'apport de capitaux externes. L'existence d'une information asymétrique inhérente à tout projet innovant, n'est pas sans conséquences sur l'obtention de capitaux externes par une PME innovante. En effet, si l'autofinancement constitue la source principale de fonds pour les investissements des entreprises, les PME innovantes qui ne disposent pas de capacité de financement interne suffisante, sont contraintes à rechercher à l'extérieur les capitaux nécessaires à leur développement. Par ailleurs, l'emprunt bancaire qui représente le moyen de financement externe traditionnel, n'est pas adéquat dans le cas des jeunes firmes innovantes, compte tenu du risque important inhérent à leurs activités innovantes. Enfin, la collecte de fonds par émission publique d'actions est problématique, surtout aux

\* Université de Reims, IREFI - Université de Paris XII

premiers stades du cycle de vie de l'entreprise, et le recours à un intermédiaire financier spécialisé est nécessaire et parfois vital. Ce dernier joue, en effet, un rôle fondamental de filtrage des projets à financer qui ne peut être effectué par un grand nombre d'investisseurs potentiels, dont la part dans le financement ne justifierait pas les coûts d'analyse et de sélection des projets.

Les PME innovantes combinent plusieurs caractéristiques qui rendent leur financement plus problématique. D'abord, ces entreprises se caractérisent par des besoins de financement externes importants, et leur développement est donc conditionné par l'accès à des capitaux externes. Ensuite, la nature même des besoins à financer est spécifique à ces entreprises, dans la mesure où il s'agit pour l'essentiel d'actifs immatériels dont la valeur est particulièrement difficile à déterminer.

Ces obstacles ont entraîné une situation de sous-capitalisation et un manque de fonds propres crucial pour ces PME, ce qui constitue un sérieux frein à leur développement. Cet état de fait a permis peu à peu l'émergence d'une nouvelle forme d'intermédiation financière, le capital-risque, dont le poids dans le financement de l'innovation ne cesse de croître depuis quelques années, et qui connaît un succès grandissant, grâce aux solutions qu'il apporte aux entreprises de haute technologie à la recherche de capitaux externes.

Le présent travail est organisé comme suit : dans un premier temps, nous mettrons en évidence les obstacles auxquels se heurtent les PME innovantes qui entravent l'accès aux fonds propres et aux financements extérieurs nécessaires à leur développement. Nous soulignerons notamment, les conséquences financières de deux phénomènes essentiels : la sélection adverse, qui témoigne des difficultés des investisseurs à identifier les meilleurs projets, et les problèmes de relations d'agence liés aux conflits d'intérêt qui peuvent surgir entre les différents groupes impliqués dans la vie de l'entreprise (dirigeants, actionnaires, créanciers...). La seconde partie sera consacrée à l'analyse des techniques mises au point par les professionnels du capital-risque pour contourner les difficultés engendrées par l'information imparfaite propre à tout projet innovant, contrôler les agissements des dirigeants des entreprises financées, et assurer une bonne rentabilité de leurs placements.

### *ASYMETRIE D'INFORMATION, SELECTION ADVERSE ET RISQUE MORAL*

L'investissement minoritaire dans une entreprise non cotée peut être analysé comme un contrat passé entre l'investisseur minoritaire (la société de capital risque) et l'actionnaire principal - manager de la société dans laquelle il investit. Ce contrat comporte des caractéristiques explicites - l'achat pour un prix donné d'une partie du capital de la société -



et des caractéristiques implicites - l'espoir que l'investisseur majoritaire conduira bien l'entreprise dans le cadre de la stratégie qu'il entend mettre en oeuvre et que les capitaux investis généreront un flux de revenus futurs assurant la rentabilité visée. Pour prendre sa décision, l'investisseur est ainsi amené à appliquer une prime de risque aux flux de revenus anticipés. Cette prime variable d'une entreprise à l'autre est toutefois beaucoup plus importante pour une PME que pour une société cotée sur une bourse de valeurs, et ce, pour trois principales raisons :

i) Un risque d'exploitation en moyenne plus élevé. C'est sans doute le premier facteur de risque pour un investissement dans une PME. Il résulte notamment du caractère restreint du portefeuille d'activités des PME, qui sont de ce fait très vulnérables à une modification de conjoncture ou à l'apparition de nouvelles techniques dans le secteur. En outre, les PME, surtout lorsqu'elles ont une politique de croissance, suscitent plus de doutes que les grandes entreprises quant à leur pérennité.

ii) Une asymétrie d'information entre le dirigeant de l'entreprise et l'investisseur potentiel qui est particulièrement élevée dans une PME, et plus marquée au moment des choix d'investissement. Cette asymétrie constitue certainement une des explications pertinentes de la problématique du financement de l'innovation, et sa prise en compte est essentielle lorsqu'on aborde cette question. L'asymétrie d'information couvre deux types de situation : d'une part, lors de la négociation d'une opération de financement, certaines des parties peuvent être mieux informées que d'autres. Par exemple, les dirigeants d'une entreprise innovante à la recherche de capitaux extérieurs sont mieux informés des caractéristiques du projet à financer que les investisseurs potentiels. Cette situation aboutit à une sélection adverse dans laquelle le marché s'avérant incapable d'établir une évaluation correcte des titres émis, des projets prometteurs ne trouvent pas de financement adéquat.

Parmi tous les projets qui sont à la recherche d'un financement externe, seuls quelques-uns présentent un intérêt réel. L'investisseur doit donc effectuer une analyse des projets pour distinguer les bons projets des mauvais. Pour atténuer les effets de ces problèmes informationnels, le bailleur de fonds peut accroître ses exigences de rentabilité en alignant celles-ci sur la qualité moyenne des projets à la recherche de capitaux. Il s'ensuivrait que les entreprises ayant des projets porteurs devraient payer un coût excessif pour leur financement, ce qui pourrait les faire renoncer à l'obtention de capitaux extérieurs pour ne laisser sur le marché que les projets de moins bonne qualité. Le résultat final pourrait être une absence de marché pour le financement externe des projets innovants. Akerlof (1971) a été le premier auteur à avoir mis en évidence ce phénomène de sélection adverse, et à avoir attiré l'atten-



tion sur les difficultés de détermination d'un équilibre de marché, lorsque les acheteurs potentiels ne sont pas à même de distinguer la qualité des différents produits offerts. Son analyse et ses extensions au contexte financier (Ross, 1977) s'appliquent directement au cas de l'entreprise innovante.

Par ailleurs, des conflits d'intérêt peuvent surgir après que le financement ait été accordé. Ainsi, par exemple, les dirigeants peuvent engager des dépenses inutiles au développement de l'entreprise, et diminuer de la sorte les montants disponibles pour rémunérer les investisseurs externes. Le potentiel de ce type de conflit est particulièrement élevé dans le cas des firmes engagées dans des projets innovants. Cette situation qualifiée de risque moral naît de l'asymétrie d'information propre au contrat lorsque l'investisseur (l'agent) ne peut contrôler les agissements du dirigeant (le mandant). Dans le contexte financier, une situation de risque moral apparaît lorsque la structure financière est susceptible de faire apparaître des conflits d'intérêt entre les dirigeants de l'entreprise et les investisseurs. Ces derniers, conscients de cette éventualité, veilleront donc à mettre en place les procédures de contrôle qui leur permettent de s'assurer que les montants investis dans l'entreprise sont correctement utilisés, de manière à minimiser ces conflits, avec cependant, des coûts associés à ces contrôles.

4

iii) Une relation d'agence - c'est-à-dire une relation dans laquelle une partie, le principal, mandate une autre partie, l'agent, pour réaliser un service pour son compte, ce qui entraîne une délégation de pouvoir du principal à l'agent - entre l'actionnaire-manager et le minoritaire plus difficilement contrôlable est susceptible de donner lieu à de nombreux conflits d'intérêt. Pour obtenir la rentabilité attendue de ses capitaux, l'investisseur minoritaire dépend en effet très largement de l'actionnaire majoritaire, puisque celui-ci est maître des investissements, de la politique financière, de la gestion courante...Le minoritaire court donc le risque que le majoritaire modifie les caractéristiques implicites du contrat de capital-investissement en entreprenant des actions pour valoriser ses propres intérêts dans la société, au détriment de ceux du minoritaire. Alors que dans une société cotée, l'actionnaire minoritaire possède un pouvoir de sanction dans la mesure où, s'il vend ses titres sur le marché, il peut contribuer à déstabiliser le management (risque d'OPA...).

L'ensemble de ces contraintes subies par les firmes innovantes, conduit à une faible liquidité de l'investissement, voire à son absence totale de liquidité. Face à ces risques, un investisseur peut adopter deux attitudes : engager des dépenses pour approfondir sa connaissance de la société (expertise, audit...) et se mettre à l'abri des conflits d'intérêt (avocats...) ou limiter son risque en proposant un prix moins élevé pour l'affaire. Dans les deux cas, ceci se traduira par une valorisation faible,



l'écart entre la valeur de l'entreprise pour le dirigeant majoritaire et celle proposée par l'investisseur reflétant les coûts informationnels et les coûts d'agence. Ces frais constituent un frein à l'ouverture du capital et incitent le chef d'entreprise à se tourner vers d'autres moyens de financement, en particulier l'endettement.

Pour que le financement externe puisse être obtenu, compte tenu de l'asymétrie d'information, des mécanismes doivent exister qui permettent aux entrepreneurs ayant des bons projets de distinguer de la moyenne des projets à la recherche de financement. Deux types de mécanismes existent : d'une part, les activités de signalisation de la part des entreprises, d'autre part, le rôle d'intermédiaires financiers spécialisés. Ces derniers jouent un rôle important pour la sélection de projets susceptibles d'être financés. En effet, le coût d'analyse des projets à la recherche de financement est substantiel, et il est peu susceptible d'être supporté par un grand nombre d'investisseurs prenant une part limitée du financement. En outre, la divulgation à un large public d'informations peut s'avérer préjudiciable à l'entreprise de par l'accès qu'auraient les concurrents aux données relatives aux projets. De ce point de vue, les intermédiaires financiers jouent un rôle de « production » de l'information (Chan, 1983). Disposant de plus d'information que le reste du marché, ces intermédiaires financiers pourront diversifier leur portefeuille et réduire ainsi le risque de l'ensemble des projets. L'existence d'intermédiaires financiers spécialisés est donc importante dans la mesure où elle rend possible la réalisation de projets qui seraient abandonnés en leur absence. C'est à l'analyse des procédures spécifiques et des montages financiers mis en place par les professionnels du capital-risque, pour contrôler les agissements des dirigeants, et assurer une bonne rentabilité de leurs investissements que nous allons consacrer cette seconde section.

### *FINANCEMENT ET MECANISMES DE CONTROLE*

Dans un contexte d'asymétrie de l'information, l'obtention de capitaux externes pour financer un projet innovant, nécessite que soient définies les procédures qui permettent aux apporteurs de capitaux de contrôler le développement de l'entreprise et de limiter l'impact des conflits d'intérêt. A cet effet, le contrôle peut être réalisé à partir de deux types de mécanismes : les contrats de financement d'une part, et l'existence d'intermédiaires financiers d'autre part. Comme le suggèrent les travaux de Leland et Pyle (1977), seuls les intermédiaires financiers spécialisés sont aptes à résoudre les problèmes des marchés financiers caractérisés par une information asymétrique. Dotés d'une meilleure information que le reste du marché, ces intermédiaires seront aptes à diversifier leur portefeuille afin d'en réduire le risque global.

Certains modèles financiers qui ont été développés pour les grandes entreprises trouvent des applications intéressantes lorsqu'il s'agit de traiter la problématique du financement de l'innovation. C'est notamment le cas de la théorie de l'agence qui constitue un cadre théorique cohérent de formalisation financière de la PME innovante. L'analyse de Jensen et Meckling (1976) met en évidence les conflits d'intérêt qui peuvent surgir entre différentes catégories d'apporteurs de capitaux et la complexité des mécanismes de contrôle qui doivent être mis en oeuvre dans les relations bilatérales entre les investisseurs et les dirigeants de la société. Cette théorie basée sur l'existence de conflits d'intérêt, s'inspire de développements antérieurs couvrant les phénomènes de risque moral et d'asymétrie d'information, dont Adam et Farber (1989) ont donné quelques illustrations appliquées à la PME innovante. L'investisseur en capital-risque (le principal) contrôle difficilement les agissements du dirigeant de la petite entreprise financée (l'agent), surtout par manque de transparence des moyens d'information (absence de marché boursier des entreprises non cotées, la valeur des dirigeants des PME n'est guère sanctionnée sur le marché du travail...). Cette situation particulière entraîne la croissance des coûts d'agence.

La relation entre propriétaires et gestionnaire-dirigeant d'une société par actions, est un cas particulier de ce qu'on appelle une relation d'agence. Jensen et Meckling (1976) l'ont défini comme suit : « *La relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent), pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent* ». Comme le suggère Charreaux (1991), la notion de relation d'agence recouvre pratiquement toute relation contractuelle entre deux individus. Les problèmes qu'étudie la théorie de l'agence n'apparaissent cependant que dans la mesure où :

- les intérêts entre les deux parties peuvent diverger et surtout
- où il y a information imparfaite, relativement à l'état de la nature et aux comportements des agents, et asymétrie d'information entre ces parties, ce qui est la situation la plus fréquente : l'agent en sait normalement plus que le principal sur la tâche qu'il a à accomplir. La conséquence de ces problèmes d'information est que, d'une part, le contrat qui lie les parties est nécessairement incomplet et que, d'autre part, le principal n'a pas les moyens de contrôler parfaitement et sans coût l'action de l'agent. Les rapports entre les deux parties conduisent alors aux problèmes de risque moral et de sélection adverse.

Selon la théorie de l'agence, il y a peu de chance que les intérêts des parties soient convergents et donc que l'agent agisse spontanément conformément aux intérêts du principal. Ce dernier doit donc chercher à limiter les divergences en mettant en place un système d'incitation



approprié, et à contrôler les comportements aberrants de l'agent (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen 1983a ; Fama et Jensen 1983b). Mais en règle générale, du fait des problèmes d'information, cela ne peut se faire sans coûts. Ces coûts d'agence recouvrent trois éléments :

- Les dépenses de surveillance et d'incitation, comme par exemple, les systèmes d'intéressement, engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent.

- Les coûts d'obligation, supportés par l'agent, c'est-à-dire, les dépenses qu'il peut être amené à engager pour pouvoir garantir qu'il ne prendra pas certaines décisions lézant les intérêts du principal, ou pour pouvoir le dédommager le cas échéant (coûts d'une assurance en responsabilité civile par exemple).

- La perte résiduelle qui correspond à l'écart inévitable, entre le résultat de l'action de l'agent pour le principal, et ce qu'aurait donné un comportement conduisant à une maximisation effective du bien-être du principal. Ce dernier coût ne constitue pas une dépense effective, mais a le caractère d'un coût d'opportunité.

La question fondamentale est alors de déterminer, compte tenu des caractéristiques d'une relation principal-agent, le type de structure contractuelle qui minimise les coûts d'agence. La théorie de l'agence se focalise dans ce contexte sur les questions suivantes : comment construire un système d'incitations et de surveillance, qui empêche l'agent d'avoir un comportement susceptible de léser les intérêts du principal, ou pour être plus précis, qui conduise l'agent à se comporter comme s'il cherchait à maximiser la fonction d'utilité du principal ? Comment concevoir, en information imparfaite, un système d'agence qui s'approche le plus de l'efficacité obtenue en information parfaite ?

Plusieurs solutions ont été envisagées pour résoudre les problèmes engendrés par une information asymétrique et imparfaite :

- Une première réponse à ce problème est le développement des techniques de signalisation qui permettent d'améliorer l'information des investisseurs. Cela consiste à transmettre l'information au marché via une variable de décision qui « signale » indirectement la nature de la société. Les « signaux » qui ont été analysés dans la littérature couvrent notamment la part des actions détenue par les dirigeants (Leland et Pyle (1977)), le niveau d'endettement (Ross, 1977), ou la politique des dividendes de l'entreprise (Bhattacharya, 1979). La technique de signalisation mise en évidence par Leland et Pyle, explique notamment l'importance de l'engagement financier des dirigeants des jeunes entreprises innovantes. Les auteurs montrent, en effet, qu'en s'engageant à titre personnel dans leur entreprise, les dirigeants fournissent au marché un signal crédible.



- Une seconde réponse consiste à utiliser des actifs financiers contingents : obligations convertibles, warrants et stocks options permettent aux investisseurs de capturer les profits futurs tout en limitant les pertes potentielles.

- Enfin, l'existence d'intermédiaires financiers spécialisés dans la sélection des projets constitue une troisième solution à l'asymétrie d'information. Il s'agit des professionnels du capital-risque.

Le capital-risque est la forme d'intermédiation financière privée la plus appropriée au financement de l'innovation. Les organismes de capital-risque sont des intermédiaires financiers spécialisés, dont l'action permet de répondre aux déficiences de marché et aux inconvénients engendrés pour les PME innovantes liés à la problématique de l'information. La contrainte du financement par fonds propres et la nécessité de mécanismes spécialisés de sélection et de contrôle expliquent le rôle privilégié que jouent ces organismes. Au-delà de leur participation au capital de l'entreprise innovante, les sociétés de capital-risque (SCR) se distinguent des intermédiaires financiers plus traditionnels par le rôle actif (« hands on ») qu'elles assurent au niveau du suivi des dossiers et de la gestion de l'activité. Freear et Wetzel (1992), ont observé que l'octroi de capital-risque à des PME innovantes s'accompagne le plus souvent de clauses contractuelles de « conseil » : l'investisseur conseille et guide l'entrepreneur afin de renforcer la rentabilité. Cet effort consenti par l'investisseur exige de lui qu'il se spécialise sur les plans technologique et géographique afin de mieux maîtriser tous les aspects de la gestion.

Le capital-risque consiste à investir dans des sociétés qui ne font pas appel à l'épargne publique sur un marché boursier organisé. En conséquence, leur liquidité est dans l'ensemble bien moindre que celle des autres formes d'investissement. Au cours des dernières années, les fonds gérés par les SCR ont considérablement augmenté aux Etats-Unis. Pour 1997, les fonds de capital-risque ont récolté 6,6 milliards de \$ (5.5 milliards de francs en France). Le capital-risque repose sur un apport de capitaux propres et de compétences techniques ou stratégiques, à des entreprises en création ou en développement, qui appartiennent en grande majorité à des secteurs des technologies nouvelles. Ce mode de financement est organisé selon un processus d'intermédiation financière : des organismes spécialisés collectent des capitaux auprès d'investisseurs institutionnels et les allouent ensuite à des PME qui fondent leur croissance rapide sur une innovation. A l'issue d'une période de 5 à 10 ans, la fraction du capital détenue par ces organismes est cédée à une grande entreprise, un autre organisme financier ou lors d'une introduction sur le marché boursier des valeurs de croissance du type NASDAQ aux Etats-Unis ou le Nouveau Marché en France (Cherif (1998)).



L'originalité du capital-risque vient du fait qu'il concerne des investissements peu liquides dans des firmes non cotées. Ces investissements, qu'ils portent sur des « start-up », - c'est-à-dire, de nouvelles entreprises à risque, en début d'activité, généralement des sociétés nouvellement créées ou de jeunes entreprises parfois encore au stade de la conception qui ont un important potentiel de croissance -, ou sur des sociétés à un stade plus avancé, ont un point commun : une prise de risque importante. De ce fait, le secteur du capital-risque s'organise de façon à pouvoir gérer et atténuer les problèmes liés à ce niveau élevé du risque. Les principaux investisseurs du secteur sont des SCR ou « Private Equity Partnerships » (les « business angels », généralement des riches particuliers, constituent également une source très importante de financement de l'innovation, mais on ne dispose pas d'informations fiables à leur sujet). Presque toutes les entreprises connues dans le domaine du capital-risque sont organisées sous forme de « partnerships » dont les associés commandités sont les directeurs et dont les sociétés commanditaires sont des investisseurs institutionnels.

Les SCR aident à résoudre ou à gérer les problèmes qui peuvent survenir, en raison des risques entre les investisseurs externes et l'entreprise émettrice. Il s'agit de gérer la prise de risque sur deux fronts : entre la SCR et les sociétés dans laquelle elle investit, et entre la SCR et ses investisseurs/sources de financement. C'est le premier point qui nous intéresse ici. Sur le premier plan, la SCR résout ses problèmes de sélection en développant une expertise pour repérer et évaluer les investissements potentiels qui peuvent prendre plusieurs formes. Les investisseurs en capital-risque peuvent en effet tirer profit d'une connaissance approfondie d'une technologie ou d'un secteur donné. Leur expertise est alimentée par un réseau de contacts et de relations qui fournissent un flot d'informations et d'investissements potentiels. Lorsqu'un investissement potentiel attrayant a été identifié, le professionnel du capital-risque consacrera d'importants efforts à son évaluation en utilisant son expertise et ses relations.

Les SCR ont également mis en place des structures qui permettent de mieux résoudre les problèmes liés aux mesures incitatives et aux relations de mandataire. Les professionnels du capital-risque savent combien il est important d'accorder à leurs équipes de direction un intéressement au capital, le plus souvent sous forme d'options. Lorsque les directeurs sont intéressés à la réussite de l'entreprise, ils mettent tout en oeuvre pour assurer son succès.

Généralement, l'émission d'options (ou l'intéressement au capital) par les SCR n'est prévue qu'à partir d'un seuil minimal de rendements. Ainsi, le droit à option n'est acquis, c'est-à-dire qu'il ne peut être exercé par les dirigeants, qu'à la condition d'atteindre un certain niveau de



performance. Ce procédé incite la direction à atteindre le seuil ainsi fixé et évite à la SCR d'avoir à intéresser au capital des dirigeants peu performants. Souvent, ces options ne sont acquises qu'en fonction de l'ancienneté, de façon à s'assurer que l'équipe de direction n'ira pas rejoindre une autre société.

Il est par ailleurs fréquent que les associés des SCR soient représentés aux conseils d'administration des sociétés dans lesquelles ils investissent. Dans la plupart des cas, la SCR est majoritaire. Forte de cette position, ses associés ont leur mot à dire sur la gestion de l'entreprise. Leur rôle peut porter sur l'un des points suivants ou la totalité d'entre eux : aider à définir une stratégie ; apporter des conseils pour résoudre les problèmes de gestion ; nommer les membres de l'équipe de direction ou les administrateurs.

L'analyse du cycle de vie permet de souligner que les besoins de l'entreprise innovante et la nature des freins au financement externe varient selon les phases. L'adéquation des intermédiaires financiers au financement des entreprises innovantes dépend essentiellement du stade de développement de la firme. Dans les premières phases du processus, la fonction de sélection des dossiers est particulièrement difficile à réaliser. D'une part, l'intermédiaire dispose de peu d'informations concrètes pour motiver sa décision d'accorder ou non le financement ; d'autre part, le caractère immatériel des actifs à financer exclut la possibilité de disposer de garanties. En outre, la fonction de contrôle requiert la mise au point de contrats qui définissent de manière précise les clauses à respecter. Dans cette situation, seuls pourront intervenir des intermédiaires spécialisés, telles les sociétés de capital-risque, capables d'effectuer le filtrage des dossiers et le contrôle des activités de l'entreprise. Dans les phases ultérieures à la création, les risques de l'entreprise innovante se rapprochent de ceux des entreprises traditionnelles, les financements du type classique recouvrent graduellement leur importance, ce qui accroît la gamme des possibilités de financement externe. Les SCR rencontrent alors une concurrence accrue d'autres intermédiaires financiers.

Pour réduire les risques spécifiques aux investissements dans les projets innovants, les professionnels du capital-risque mettent en œuvre des techniques appropriées aux différents stades de la négociation. A commencer par la phase d'analyse préalable à l'investissement. A ce stade, le capital-investisseur va analyser en détail le « business plan » de la société, ses états financiers, sa réputation auprès des clients et des fournisseurs, jauger la personnalité du chef d'entreprise pour bien cerner ses capacités et ses motivations réelles quant à l'ouverture du capital de son entreprise. En réalisant un audit complet de la société, le capital-investisseur va pouvoir prendre sa décision dans les meilleures

conditions, c'est-à-dire en ayant l'appréciation la plus juste possible du couple risque/rendement de l'investissement, évitant par la même de surestimer l'affaire. Au stade de la réalisation de l'investissement, les spécialistes du capital-risque emploient systématiquement les pactes d'actionnaires. Cette technique permet de fixer par contrat certaines dispositions destinées à réduire le plus possible la probabilité d'apparition de conflits d'intérêt. Ces documents ont une validité juridique certaine et sont opposables devant les tribunaux de commerce, ce qui incite les parties signataires à les respecter. Résultats d'après négociations, ces pactes sont fortement personnalisés ; il est toutefois possible d'y recenser quelques clauses standard :

- Maintien du contrôle par le majoritaire : en cas de cession du contrôle de l'entreprise par l'actionnaire majoritaire, le minoritaire peut obliger ce dernier à lui racheter ses parts, ou à les faire racheter par les acquéreurs du bloc majoritaire aux mêmes conditions.

- Droit de suite : en cas de création de filiales ou de sociétés sœurs, le minoritaire se réserve le droit d'investir dans ces sociétés nouvelles pour un pourcentage de capital égal à celui détenu dans la société mère. Cette disposition vise à mettre l'investisseur à l'abri d'éventuels transferts de rentabilité vers des sociétés dont il est absent.

- Droit de préemption réciproque : l'actionnaire principal et l'investisseur s'obligent mutuellement, au cas où l'une des deux parties souhaiterait vendre ses titres à un tiers, à se les proposer en priorité au même prix et aux mêmes conditions.

- Comité consultatif ou poste d'administrateur : les pactes d'actionnaires prévoient presque toujours la mise en place d'un comité consultatif composé du chef d'entreprise, de certains cadres supérieurs, de représentants de l'investisseur (et parfois, de consultants extérieurs). Ces comités permettent à l'investisseur d'avoir une information régulière sur la marche de l'entreprise et de s'assurer qu'elle respecte bien les objectifs fixés lors de la prise de participation.

- Obligation de non-concurrence : pendant la durée de présence de l'investisseur en capital, l'actionnaire principal a interdiction de lancer une nouvelle affaire directement concurrente, pouvant déboucher sur un détournement d'affaires.

- Protection anti-dilution : en cas de projet de fusion-absorption ou d'augmentation de capital, les investisseurs se réservent la possibilité de faire racheter leur participation par l'actionnaire majoritaire (généralement à un prix fixé à dire d'experts) ou de faire maintenir intact leur pourcentage de participation.

- Audits : l'investisseur se réserve en général le droit de faire procéder à tout moment à un audit approfondi des comptes de l'entreprise.

Ces clauses standard visent non seulement à limiter les conflits



d'intérêt entre actionnaires, mais aussi à faciliter la sortie des investisseurs, et à améliorer la liquidité des titres.

Par ailleurs, par la mise en place de montages financiers spécifiques, les spécialistes du capital-risque jouent également un rôle déterminant dans la réduction des risques attachés à l'investissement dans les PME innovantes. En effet, alors que les pactes d'actionnaires sont constitués d'engagements sur un certain nombre de points précis, les montages financiers ont un effet indirect, en conduisant l'actionnaire principal à réduire de lui-même les risques, car il y trouvera un intérêt financier. Au-delà de leur grande variété, ces montages financiers recourent fréquemment à trois techniques :

- Le transfert de risque par le choix d'un instrument financier adapté : le développement des innovations financières depuis le milieu des années 80 mettent à la disposition des financiers désirant investir dans des sociétés non cotées toute une panoplie de valeurs mobilières. Parmi ces instruments, certains ont leur faveur car ils permettent de s'assurer d'un niveau de revenus relativement récurrent ; ce sont les valeurs mobilières prévoyant un dividende prioritaire ou un intérêt sur le capital investi : actions à dividendes prioritaires, obligations convertibles - qui sont des actifs financiers composites comprenant, d'une part, une obligation qui constitue une limite inférieure à la valeur du placement et, d'autre part, un droit de conversion de cette obligation en actions de la société pour profiter de la croissance de l'entreprise -, certificats d'investissement privilégiés, obligations à bons de souscription d'actions ou remboursables en actions... Outre le fait qu'ils permettent au capital-investisseur de couvrir de manière plus certaine ses frais de gestion dans un métier où les bénéfices sont par nature aléatoires, ces titres permettent un transfert du risque de l'investisseur vers l'actionnaire principal, en donnant au premier un droit de priorité sur la répartition des bénéfices de la société. L'emploi de tels instruments financiers dans les montages des dossiers incite l'actionnaire à poursuivre une politique d'investissement et de gestion de l'entreprise lui permettant de dégager de bons résultats.

Les SCR intervenant souvent de façon minoritaire, recherchent non seulement un rendement élevé pour leur investissement, mais également à être associés au processus de décision au travers des organes sociaux de la société. Aussi, utilisent-elles systématiquement la technique des actions privilégiées ou prioritaires (preferred shares). Ces actions sont utilisées par des actionnaires minoritaires désirant sécuriser leur distribution de dividendes, en étant associés à la gestion en tant qu'administrateur. En effet, des conflits d'intérêt peuvent surgir entre les actionnaires minoritaires et les actionnaires majoritaires qui peuvent être tentés :

- de ne pas distribuer de dividendes afin de financer un nouveau développement, de rembourser des emprunts ou simplement de conserver une trésorerie excédentaire, ou

- de s'emparer de tous les pouvoirs et de ne pas associer aux décisions les actionnaires minoritaires.

- La réduction du risque d'asymétrie d'information grâce à un financement par étapes. Face à un projet, le capital-investisseur a le choix entre deux attitudes : débloquer en une fois la totalité des fonds nécessaires, ou financer le projet par étapes. La seconde solution est communément retenue. En effet, à chaque nouveau stade du développement de l'entreprise, se pose la question de la mise en place de nouveaux financements, et à chacun de ses stades, l'investisseur conserve la possibilité de renoncer au projet en cas d'échec de l'étape précédente. D'une part, ce procédé permet de réduire fortement le risque lié à l'investissement. D'autre part, en mettant à la disposition de l'actionnaire-manager des ressources limitées, cela l'oblige à faire le maximum pour assurer la réussite du projet. D'autant qu'en cas de succès, il aura la possibilité de lever des capitaux à un prix plus élevé qu'au stade précédent, confortant ainsi sa position personnelle dans le capital (Sahlman, 1991).

- La mise en place d'incitations financières poussant l'actionnaire-manager à œuvrer pour la valorisation de l'entreprise, c'est-à-dire des mécanismes permettant à celui-ci d'accroître sa part de capital s'il atteint ou dépasse les objectifs prévus par le « business plan ». Techniquement, les formes de ce procédé sont diverses : bons de souscription d'actions au profit de l'actionnaire majoritaire, rétrocession à titre gracieux d'actions par le minoritaire, obligations convertibles à parité de conversion variable en fonction d'objectifs de rentabilité... Le raisonnement du capital-investisseur est simple : au-delà d'un certain niveau de résultats, la rentabilité de son investissement est assurée et, en renonçant à une certaine partie de sa plus-value au profit du manager, il incite d'autant plus ce dernier à réaliser ses prévisions. Au total, les montages financiers constituent un moyen efficace de réduction du risque de l'investisseur.

Ainsi, en contribuant à résoudre les problèmes liés à l'énorme prise de risque inhérente au capital-risque, les SCR apportent une crédibilité aux entreprises dans lesquelles elles investissent. Ceci est très appréciable car cela permet de mieux répondre aux besoins d'information de ceux qui envisagent d'entrer en relation avec ces sociétés. L'investissement d'une SCR signifie trois choses : il indique aux investisseurs externes qu'un investisseur *a priori* averti, croît en l'avenir de la société et en sa technologie, ou dans le concept même de son activité ; que l'équipe de direction de l'entreprise est intéressée à son fonctionnement ; et qu'un investisseur *a priori* avisé, exercera une certaine surveillance sur l'équipe de direction. Ces indications sont précieuses, car elles peuvent servir à



attirer de nouvelles forces vives au sein de l'équipe dirigeante ou du conseil d'administration, à séduire clients et fournisseurs et à trouver des sources de financement autres que les fonds propres. A ce titre, leur fonction est fondamentale car ils soutiennent les jeunes firmes innovantes jusqu'à ce que leur développement leur permette de diversifier leurs sources de financement.

L'existence même d'une relation entre la firme et l'intermédiaire financier constitue un signal de qualité transmise au marché, dont l'impact sur l'évaluation de la société a pu être mesuré empiriquement (Lummer et McConnell, 1989). L'entrée d'un capital-investisseur dans l'actionnariat d'une PME est de nature à réduire indirectement le risque d'exploitation, en faisant parvenir aux partenaires de la firme un signal de la qualité du management et du projet d'entreprise. L'intervention du capital-investisseur constitue en effet, *a priori*, un gage de sérieux ; la PME peut jouer sur ce renforcement de sa crédibilité pour améliorer les composantes des contrats - avec ses clients, ses fournisseurs, ses salariés...- qu'elle conclut et de réduire ainsi son risque d'exploitation. La présence d'un capital-investisseur constitue également un gage de solidité financière de la société dont on peut penser qu'elle sera aidée financièrement en cas de difficultés transitoires. Par son implication dans le suivi des entreprises qui composent son portefeuille, le capital-investisseur peut en outre faire bénéficier le chef d'entreprise de son expérience dans de nombreux secteurs d'activité, l'aider dans ses décisions stratégiques, l'épauler dans la recherche de nouveaux clients ou de nouveaux fournisseurs, voire susciter des opérations de croissance externe.

De ce point de vue, le capital-risque permet d'améliorer la valorisation des sociétés non cotées. En acceptant les contraintes induites par les techniques du capital-risque, le chef d'entreprise émet des titres dont le risque est partiellement réduit et dont la valeur doit être supérieure. Cette réduction du risque est cependant génératrice de coûts qui s'imputent sur la valeur de la société et réduisent d'autant l'avantage pour l'entrepreneur. Ces coûts sont d'une part, le coût de fonctionnement de la société de capital-risque, et d'autre part, le coût d'opportunité pour le chef d'entreprise dont la liberté future est réduite.

Les PME innovantes souffrent d'un manque crucial de fonds propres et sont souvent victimes d'effet d'éviction du système financier traditionnel. Cette problématique du financement de l'innovation semble liée à des contraintes informationnelles qui constituent une entrave sérieuse à l'accès aux fonds propres pour les firmes hautement technologiques. Ces difficultés financières ont permis l'émergence du capital-risque dont le rôle d'intermédiaire financier ne cesse de croître. De par leur organisation, et grâce aux mécanismes spécifiques qu'ils mettent en place, les professionnels du capital-risque ont su contourner les obstacles informationnels, et surmonter les risques associés aux prises de participation minoritaires dans les entreprises à fort potentiel de croissance qui trouvent ainsi les capitaux nécessaires à leur développement, ce qui ne peut être que favorable à la création d'emplois.

### *BIBLIOGRAPHIE*

- ADAM M.C et FARBER A (1987), « Le financement de l'innovation technologique : les caractéristiques de l'investissement novateur », Cahiers Economiques de Bruxelles, Volume 116, quatrième trimestre, pp 3-23.
- ADAM M.C et FARBER A (1988), « Le financement de l'innovation technologique : l'apport de la théorie financière », Cahiers Economiques de Bruxelles, Volume 117, premier trimestre, pp 3-36.
- ADAM M.C et FARBER A (1988), « Le financement de l'innovation technologique », Paris, PUF.
- AKERLOF G (1971), « The market for lemons : quality uncertainly and the market mechanisms », *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp 488-500.
- BRENNAN M et SCHWARTZ E (1991), « The case for convertibles », in Chew D (ed). *New developments in commercial banking*, Oxford, Basic Blackwell.
- CHAN Y (1983), « On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information », *Journal of Finance*, 38, n°5, décembre, pp 1543-1568
- CHERIF M (1998), « Analyse du financement des PME innovantes par le capital-risque : le cas français », *La Revue du Financier*, n°115, pp 53-69.
- FAMA E.F (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, April, 88, n°2, pp 288-307.
- FAMA E.F et JENSEN M.C (1983a), « Separation of ownership and control », *Journal of law and Economics*, 26, June, pp 301-326.
- FAMA E.F et JENSEN M.C (1983b), « Agency problems and residual claims », *Journal of law and Economics*, 26, June, pp 327-350.
- FREEAR J et WETZEL W.E (1992), « The informal venture capital market in 1990s », dans D.L.Sexton et J.D.KASAVOLA (ed) : *The state of the art of entrepreneurship*, The coleman foundation, PWS-Kent, pp 462-486.
- CHARREAUX G (1991), « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Economique*, 42, mai, pp 59-72.
- JENSEN M.C et MECKLING W.H (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Volume 3, n°2, pp 305-360.



LELAND H et PYLE D (1977), « Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation », *Journal of Finance*, 32, mai, pp 371-387.

LUMMER S.L et Mc CONNEL J.J (1989), « Further evidence on the bank lending process and the capital market responses to bank loan agreements », *Journal of Financial Economics*, 25, pp 99-122.

MYERS S.C et MAJLUF N.S (1984), « Corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, 13-2, pp 187-221.

ROSS S.A (1977), « Determination of financial structure : the incentive signalling approach », *The Bell Journal of Economics*, 8 Spring, pp 23-40.

SAHLMAN W.A (1990), « The structure of governance of venture capital organisations », *Journal of Finance*, Vol 65-2, June, pp 473-521.

