Business School

WORKING PAPER SERIES

Working Paper

2014-233

Capital risque industriel et innovation technologique

Jean-Sebastien Lantz
Jean-Michel Sahut
Frédéric Teulon

<http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html>

IPAG Business School
184, Boulevard Saint-Germain
75006 Paris
France

IPAG working papers are circulated for discussion and comments only. They have not been peer-reviewed and may not be reproduced without permission of the authors.

Capital risque industriel et innovation technologique

Jean-Sebastien Lantz
Maître de Conférences
CEROG-CERGAM, IAE Aix en Provence

Jean-Michel Sahut
IPAG Business School
& CEREGE EA 1722-Université de Poitiers

Frédéric Teulon
IPAG Business School, Paris.

Post Print : Gestion 2000, vol. 4, pp. 103-118, 2011.

Résumé

Le capital risque industriel (CVC) joue un rôle moteur dans le développement d'innovations technologiques. C'est à la fois un apport en fonds propres ainsi qu'en compétences techniques et stratégiques aux start-up. Mais c'est également une stratégie entrepreneuriale réalisée à l'extérieur des grands groupes car ces derniers ne peuvent plus se contenter d'essayer de créer en interne des innovations.

Le capital risque industriel permet ainsi de réduire le risque de l'innovation tout en gardant un certain contrôle sur l'entreprise cible ou une option de rachat sur l'innovation une fois que cette dernière aura dépassé le stade de l'émergence.

Le CVC apparaît donc comme un mode de financement de l'innovation externe et plus efficient. Malgré les crises, il continue de se développer dans les secteurs high-tech les moins touchés notamment dans les biotechnologies. Les avantages qu'il apporte à chaque étape du projet par rapport au financement par des fonds de capital risque sont un gage de sa pérennité.

Mots clés : capital risque, innovation, performance, financement, motivation, investissement

Title : Corporate Venture Capital and Technological Innovation

Abstract

Capital venture capital plays a leading role in the development of technological innovations. It is both a contribution of capital as well as technical and strategic skills to start-ups. But it is also an entrepreneurial strategy carried out outside big firms because they can no longer simply trying to create in-house innovations.

CVC allows reducing the risk of innovation while keeping some control over start-ups or buying an option on innovation that can be exercised when innovation will exceed the emergence stage.

Then, CVC appears as an external mode more efficient for financing innovation. Despite the crises, it continues to develop in high-tech sectors as biotechnology. The benefits it brings to each stage of the project compared to venture capital are a guarantee of its sustainability.

L'innovation technologique est devenue, aujourd'hui, le fer de lance du développement des entreprises. Aux débuts de l'électronique et de l'informatique, seuls quelques acteurs majeurs disposaient d'une taille critique leur permettant d'assurer la continuité de l'innovation. Cependant, avec le développement rapide des technologies de l'information et de la communication depuis les années 80 et l'avènement d'Internet, de nombreuses entreprises dynamiques et de petite taille sont devenues des éléments moteurs de l'innovation dans les différents secteurs high-tech. Cela a amené les grandes entreprises à s'interroger sur l'opportunité des investissements qu'elles réalisent dans des programmes coûteux de R&D face aux percées étonnantes de ces structures flexibles et fortement réactives. Cette réalité a décidé des géants industriels comme *Intel* à investir massivement dans ce type d'entreprises. En effet, l'investissement dans les entreprises innovantes n'est pas uniquement un moyen de réaliser des plus-values financières, mais, surtout, un moyen hautement stratégique de garder un contrôle sur l'innovation en acquérant les innovations les plus récentes au moment où elles commencent à se développer. L'attrait de ce type d'investissement a donné naissance à un vaste mouvement de capital risque industriel (*Corporate Venture Capital*, noté CVC), qui n'est en fait qu'une stratégie entrepreneuriale réalisée à l'extérieur des grands groupes car ces derniers ne peuvent plus se contenter d'essayer de créer en interne des innovations. Suite à l'éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques, la part des CVC par rapport à l'ensemble du capital risque est passée de 16 à 8% mais représentaient toutefois sur la période 2002-2006 un investissement d'environ 2 milliards de dollar par an (PwC/NVCA MoneyTree Report, 2010).

Afin de mieux comprendre le rôle des CVC dans le financement des firmes innovantes, nous proposons dans cet article d'analyser les différents types de CVC sur la base, aussi bien, de travaux antérieurs que d'exemples concrets, d'exposer leur processus d'investissement et d'accompagnement, puis d'évaluer les leviers de la création de valeur des projets de CVC.

I. Caractéristiques du Corporate Venture Capital

1.1. Définition du Corporate Venture Capital

En stratégie, il existe deux types d'alliances technologiques: les contrats de coopération et la participation au capital. Si le premier type est basé sur un partenariat de durée courte ou moyenne, visant à mettre en commun certaines ressources stratégiques notamment en terme de R&D, le second type d'alliances conduit à un échange de capital et donc à des engagements forts de la part de chaque partenaire.

A côté des *Joint-Ventures* (création d'une entreprise commune) et des fusions partielles, les *Corporate Venture Capital* (CVC) sont aujourd'hui devenus les formes de financement les plus répandues pour les nouvelles entreprises innovantes. En fait, le CVC n'est qu'une forme de capital-risque. Contrairement aux apparences, ce concept n'est pas récent et a fait son apparition à la fin des années 30 aux Etats-Unis. Il a évolué progressivement pour devenir une

branche de la finance spécialisée dans le financement des PME innovantes ayant un fort potentiel de croissance.

Le rôle des fonds en « corporate venture capital », également nommés « fonds de capital risque industriel », est envisagé comme un apport de fonds propres complété d'un apport en industrie dans de jeunes firmes innovantes par une entreprise mère au travers d'un fond d'investissement d'innovation industriel.

Ce type de fond exclue toute entité dépendante d'une société à vocation purement financière comme chef de file. La principale différence entre le corporate venture capital et le venture capital (capital-risque) repose sur la nature de l'utilité des partenaires des fonds.

Contrairement à un capital-risqueur classique qui intervient rarement dans la gestion courante des affaires et dans la prise de décision dans l'entreprise qu'il finance, les CVC vont au-delà du simple financement.

Les motivations qui poussent les groupes industriels à s'engager dans le CVC peuvent se résumer selon les cinq axes suivants :

- * Intérêt technologique : en investissant dans des firmes fortement innovantes dans le même secteur d'activité, cela permet aux groupes industriels de rester proche des innovations tout en contrôlant mieux ses dépenses de R&D. Ainsi, les groupes vont pouvoir se prémunir des percées technologiques de ces firmes en concluant des accords de développement de projet en commun, de transfert de licence, ou encore de rachat de l'entreprise à une certaine date (intégration de la cible dans le groupe) dès les premiers apports de fonds,

- * Valorisation de la R&D interne : en favorisant la création de start-up par essaimage, les groupes valorisent leur portefeuille de brevets, dont la plupart sont souvent inexploités, via des accords de licence,

- * La veille de marché et effet d'expérience : le financement de start-up présentes sur de nouveaux marchés fourni à leurs investisseurs de nombreuses informations sur les comportements des clients face à de nouveaux produits/services qui pourront servir à développer à l'intérieur du groupe de nouveaux produits/services,

- * Mise en œuvre de nouvelles pratiques : les start-up dans lesquelles investissent les groupes peuvent servir de laboratoire afin de tester de nouvelles pratiques de gestion externes (vis à vis des clients ou fournisseurs) ou internes (entre salariés, entre dirigeants et salariés) qui seront adoptées par le groupe en cas de succès,

- * Intérêt financier : enfin, le dernier aspect mais non des moindres est l'aspect financier. Comme pour les autres investissements de capital risque, les groupes espèrent tirer de leur investissement une plus-value au moment de la sortie ou des dividendes.

Dans ce contexte, il y a deux façons de concevoir le concept de Corporate Venture Capital ; comme une prise de risque externe pour l'entreprise ou comme une source alternative de financement pour les jeunes entreprises innovantes (Gompers & Lerner, 1998). Ces deux conceptions du CVC ne s'opposent pas. Au contraire, elles décrivent les intérêts communs qui sont partagés au travers d'un mode organisationnel qui assure l'externalisation du risque tout en permettant le financement et le contrôle de projets innovants. C'est la raison pour laquelle le CVC est souvent défini en première approximation (Muzyka *et al.*, 1996) comme un apport en fonds propres et en compétences techniques ou stratégiques à des entrepreneurs en création, mettant ainsi en évidence une relation de dépendance de la jeune entreprise innovante par rapport à l'entreprise mère.

Cette relation de dépendance est conditionnelle au contrôle exercé par l'entreprise mère sur le fonds d'investissement et on peut ainsi distinguer deux catégories de CVC :

- Les *fonds semi-captifs* sont créés et abondés par une grande entreprise qui en garde le contrôle et ils sont éventuellement ouverts à d'autres partenaires industriels. L'objectif stratégique de ces fonds est d'investir essentiellement dans des projets proches du cœur de métier des investisseurs d'origine. C'est le cas d'Innovacom, Emertec, Chrysalead...

- Les *fonds captifs* sont détenus à 100 % par la société mère et ont pour mission de servir les intérêts stratégiques et financiers de cette dernière. C'est le cas d'Unilever Technology Venture, France Télécom Technologies Investissements (FTTI), Intel Capital...

Ainsi, contrairement aux sociétés de gestion spécialisées dans le capital-risque, les CVC ont une approche stratégique principalement industrielle. Ces fonds cherchent à investir dans des projets présentant des synergies avec les métiers de la grande entreprise.

Les changements organisationnels engendrés par la mise en œuvre de structure de *Corporate Venture Capital* ne présentent cependant pas uniquement des aspects positifs, comme le montre d'ailleurs la présence de nombreux détracteurs. Ses inconvénients sont les suivants :

- Premièrement, garder une certaine intégrité face à des projets concurrents de l'entreprise mère.
- Deuxièmement, se soumettre à la conjoncture économique et aux choix stratégiques de leurs dirigeants. En effet, leurs capitaux proviennent dans un grand nombre de cas de liquidités excédentaires de l'entreprise mère. Leur existence est alors remise en question en période de crise. Les exemples à ce sujet ne manquent pas, Innovacom (France Télécom) et Viventures (Vivendi) sont aujourd'hui devenus indépendants. Ou encore Valéo Venture, fermé par le nouveau dirigeant qui a jugé l'activité « peu stratégique », alors qu'Air Liquide Ventures a été repris par Alto Invest pour les mêmes raisons...

Pour qu'elle soit un succès, l'intermédiation financière en CVC doit réhabiliter le rôle prépondérant de l'activisme financier en incluant la dimension processuelle des cycles d'investissement et de désinvestissement. En investissant dans des projets, le CVC acquiert de l'information qui est valorisée si les coûts de transactions liés à l'identification, à la sélection, à l'investissement, à l'accompagnement et au désengagement dans les projets sont inférieurs à ceux qui seraient générés par des investissements directs. Par conséquent, l'intermédiation en CVC ne s'adresse qu'aux entreprise-projets qui ont pour particularité, certes d'être innovantes, mais aussi d'être en rupture avec les connaissances de l'entreprise. En d'autres termes, les CVC justifient leur rôle dans une économie où :

- les engagements financiers s'adressent à de jeunes entreprises innovantes dont les informations sont difficiles à décrypter : des entreprises en asymétrie d'information.
- Le besoin d'un dispositif permettant de signaler la qualité de projets ciblés est nécessaire pour éviter de multiplier des investissements directs dans des projets innovants dont une large part pourrait se révéler défaillante ou non stratégique.

1.2. Importance des fonds de CVC dans les secteurs technologiques

Ces dernières années, l'innovation est apparue comme un vecteur déterminant de la croissance des grandes entreprises dans les secteurs technologiques favorisant l'emploi et la reconstitution d'un tissu industriel de PME.

Tableau n°1 : Firmes disposant d'une structure de fond de CVC par secteur

Secteur		Proportion d'entreprises équipées en fond de CVC
Télécommunications		80%
Semi-conducteurs		75%
Equipementiers technologiques		71%
Logiciel		67%
Biotechnologie		62%
Aérospatiale		56%
Chimie		50%
Construction		50%
Pétrole		40%
Communication		40%
Matériaux		40%
Automobile		38%
Produits personnels		33%
Services de santé		33%
Agronomie		31%
Energie		29%
Biens d'équipement		25%

Notre étude réalisée en 2008 (voir le tableau n°1), sur un échantillon des 142 plus grandes capitalisations boursières d'entreprises technologiques américaines et européennes, montrent que 40% des groupes européens sont équipés d'un fonds dédié au capital risque industriel contre 60% pour les groupes américains. La taille des fonds de CVC s'échelonne de 21 millions de dollars pour SBC Communication à 4 milliards de dollars pour Intel. La taille médiane des fonds est sensiblement équivalente aux Etats-Unis (140 millions de dollars) et en Europe (120 millions d'euros). Les fonds de CVC sont particulièrement présents dans les secteurs des hautes technologies puisque plus des trois quarts des groupes industriels de l'échantillon disposent d'un fonds CVC. Les secteurs d'activités traditionnels caractérisés par une proportion élevée d'actifs corporels, des produits de nature tangible et des cycles économiques longs, sont en revanche peu équipés de fonds CVC.

1.3. Typologie du capital risque industriel

Pour ce qui concerne les CVC, plusieurs typologies ont été avancées dans la littérature (Ben Haj Youssef, 2001) que nous synthétisons dans le tableau n°2. Cette typologie se base sur des exemples concrets de programmes CVC établis par des firmes multinationales ou de grandes entreprises reconnues dans leur secteur respectif comme étant des acteurs majeurs dans les activités innovantes et de R&D.

Tableau n°2: Typologie du Corporate Venture Capital

Type de CVC	Type d'engagement	Niveau d'engagement	Objectifs de l'investissement
1) Corporate Venture Capital Direct			
1.1) Division interne d'investissements à risque	Financier & Organisationnel	Fort	Créer une structure dédiée aux investissements à risque pour expérimenter des technologies périphériques à l'extérieur de la firme.
1.2) Fonds d'investissement interne	Financier & Organisationnel	Moyen ou Fort	Investir, avec d'autres fonds publics et/ou privés pour réaliser, à la fois, des performances financières et une veille technologique.
1.3) Venture d'essaimage	Financier & Organisationnel	Moyen ou Fort	Promouvoir le développement -en externe- de sous-produits par les compétences internes de la firme.
1.4) Venture-coopération	Financier & Organisationnel	Moyen	Association d'une grande entreprise et d'une PME innovante pour le développement d'un projet commun.
1.5) Investissement jumelé "au coup par coup"	Financier	Faible	Investissement occasionnel à faible contrôle décisionnel et technologique en association avec d'autres investisseurs.
2) Corporate Venture Capital Indirect			
Fonds d'investissement externe	Financier	Moyen ou Fort	Rentabiliser les investissements dans des portefeuilles variés de PME innovantes via une société de capital risque (SCR).

Source: Adapté de Ben Haj Youssef (2001)

En effet, la création d'une division interne qui s'occupe exclusivement de l'investissement dans les entreprises innovantes a fait son apparition dès les années soixante-dix (rubrique 1.1 dans la typologie ci-dessus). Durant cette période, 25% des 500 plus importantes entreprises identifiées et répertoriées par *Fortune* aux Etats-Unis ont créés de telles divisions. Par exemple, la *GE Business Development Services* a constitué pendant longtemps l'organe de veille technologique et d'investissement de *General Electric*. En revanche, d'autres firmes ont préféré investir dans des fonds internes (case 1.2 du tableau n°2). C'est le cas de *Texas Instruments*, *Apple* et *AT&T* aux Etats-Unis et *Nokia* en Suède. En France, plusieurs grands groupes ont suivi cette tendance comme le fonds *Innovacom* (198 millions d'euros, *France Télécom*). Par rapport au premier type, les fonds d'investissement internes épargnent à la firme les lacunes de la division interne en ce qui concerne les problèmes de coordination et de contrôle organisationnel (réticence des cadres, culture de la firme, la complexité administrative, etc.). C'est à dire qu'opérationnellement, la firme recrute une équipe de spécialistes du capital-risque qui est chargée de gérer le fonds en gardant une certaine autonomie.

Aussi, d'autres formes de CVC direct ont vu le jour. Par exemple, les cadres de l'entreprise-mère peuvent aboutir au développement de nouveaux produits ce qui donne lieu à la création d'une nouvelle entreprise. Le soutien de l'entreprise-mère se manifeste alors par la création d'un fonds d'essaimage (rubrique 1.3 du tableau n°2) tel que *Technocom Ventures* créé par *France Télécom* en partenariat avec *Newbridge Networks*. D'autres partenariats réalisés entre une grande et une petite entreprise visent le financement d'un projet spécifique dont le développement profite aux deux parties. C'est le cas de la venture-coopération (case 1.4 du tableau n°2) entre *Johnson & Johnson*, le géant américain des produits chimiques et pharmaceutiques, et *Damon*, une entreprise innovante, pour le développement d'un

équipement hospitalier. Le dernier type de CVC direct est l'investissement jumelé "au coup par coup" (case 1.5 du tableau n°2). Les exemples de ce type d'investissement sont marginaux car il permet à un grand groupe de participer à des projets qui ne lui apportent ni des bénéfices importants, car minoritaire, ni de contrôler les innovations de l'entreprise cible, mais, d'affirmer sa présence et son image de marque dans son secteur d'activité.

Enfin, il faut noter que le mode de financement à travers les fonds d'investissement externes, gérés par des sociétés de capital risque (SCR), reste très attractif. En effet, les CVC directs ne représentent environ que le sixième du total des montants annuels investis dans les entreprises innovantes aux Etats-Unis. Le succès du mode indirect est dû à la faiblesse d'engagement qu'il requiert et la flexibilité dans le choix d'un portefeuille d'entreprises à financer ce qui permet de répartir les risques tout en augmentant le nombre de participations. Il est vrai que le CVC indirect ne permet pas de mettre en place une veille technologique mais, cette veille est très coûteuse: sur dix projets financés par un CVC direct, seuls un à deux projets sont fructueux et près de la moitié sont des échecs (Lachmann, 2001).

II) Missions et processus d'intervention des fonds de CVC

2.1 Les missions des CVC

Il paraît intéressant d'énumérer en premier lieu les différentes missions attribuées par les firmes industrielles aux structures en CVC dans la relation qu'elles entretiennent avec les start-up. On peut en identifier essentiellement six (Jumel, 2004) :

1 - Stratégique : indiquer à la grande entreprise qu'il y a, en ce moment et à tel endroit, telle technologie, tel marché, tel modèle d'affaires qui va l'impacter ou qui pourrait l'intéresser. Ce rôle informatif vise à orienter la stratégie de la grande entreprise en explicitant des positions qu'elle pourrait avoir sur certains sujets à moyen et long termes.

2 - Veille : identifier les grands acteurs ainsi que les petites entreprises qui se positionnent sur les segments du marché exploités ou ciblés. Il est indispensable d'avoir cette capacité à repérer des entreprises concurrentes à un niveau mondial car les innovations actuelles dépassent largement les frontières.

3 - Incubation : apporter un appui aux jeunes entreprises innovantes pour passer du concept au prototype en bénéficiant d'un premier tour de financement. C'est en mettant la JEI (jeune entreprise innovante) dans des dispositions qui favorisent la levée de fonds que la grande entreprise concentre ses apports sur les aspects technologiques et de marchés tout en limitant son risque financier.

4 - Investisseur : le CVC investit en pré-amorçage et permet l'indépendance financière de la JEI. Le risque financier est alors limité à ce premier apport qui est ensuite valorisé au fil des tours de financement suivants cet apport.

5 - Accélérateur industriel : les actifs de la grande entreprise offrent des moyens d'essais et d'élaboration immédiats de preuves de concept, de performance et d'industrialisation auxquelles la JEI n'a pas accès.

6 - Accélérateur commercial : la grande entreprise peut mettre à disposition de la JEI ses réseaux de commercialisation et ses partenariats.

2.2. Processus d'investissement et d'accompagnement des fonds de CVC

Selon les travaux du *Babson College*¹, le choix des projets ciblés par les CVC ainsi que leur accompagnement répondent à un processus en cinq étapes (voir la figure 1).

- Etape 1 : Articulation de l'idée

La première étape – repérage d'opportunité, exploration, idées innovantes – se concentre sur l'analyse élargie de la nature et de l'objectif du projet. Cette première étape doit donner à l'idée de projet une articulation crédible, en décrivant et en organisant un ensemble de technologies et de compétences amenant un premier produit ou service qui présenterait une véritable valeur pour laquelle les clients seraient prêts à payer. Cette première idée de projet sert à poser une base pour élaborer une stratégie plus complète dans le futur.

- Etapes 2 et 3 : Elaboration du Business Plan

La plus grande part du travail d'élaboration du projet venture a lieu aux étapes 2 et 3. Les chefs de projets commencent à traduire les opportunités de technologies et de prise de marché en un plan détaillé d'accession au marché. La confrontation du projet à la réalité et les premières négociations avec les partenaires internes à l'entreprise ainsi qu'avec les partenaires extérieurs commencent dès les deux premières étapes mais montent en puissance à l'étape 3. C'est à ce moment que les premiers accords ou contrats sont conclus pour confirmer le soutien de la hiérarchie, des clients, fournisseurs, réseaux de distribution et organismes de régulation. Souvent, cet effort de sécurisation du projet implique des négociations avec d'autres divisions au sein de l'entreprise qui contrôlent des ressources indispensables au succès du projet venture (par exemple : force de vente, fourniture de composants ...). Ces différents accords peuvent amener de sérieuses modifications dans la configuration du projet venture.

Les étapes 2 et 3 sont aussi l'occasion de faire différents choix dans le but d'arriver à une définition précise du projet et de son modèle financier ainsi que de la mesure dans laquelle il sera adapté aux conditions changeantes. Ces choix très stratégiques dans l'évolution du projet venture englobent les caractéristiques précises du produit, le marché ciblé, le positionnement, la sélection des canaux de distribution, le dimensionnement de la capacité de production, la planification temporelle de la mise en œuvre du projet, les choix technologiques, l'équilibrage entre externalisation et internalisation tout au long de la chaîne de création de valeur.

Au cours du développement, les choix à faire sont nombreux et les analyses sont très poussées. Mais en général, seulement cinq ou six de ces choix sont cruciaux dans la réussite ou l'échec financier d'un projet venture. Ces choix se présentent à différents points dans le temps au fur et à mesure qu'apparaissent de nouveaux aspects techniques et de nouvelles considérations sur le marché. C'est pour cette raison qu'une analyse financière et une analyse du risque doivent être faites en parallèle à l'élaboration du projet et pas seulement lors d'étapes ponctuelles.

- Etape 4 : Autorisation et financement du projet

C'est au niveau de la quatrième étape que l'aval des dirigeants est donné et que le projet prend sa forme presque définitive. Cela signifie que les dirigeants estiment que les revenus potentiels justifient le risque financier sous-jacent. Ainsi, ils parient implicitement sur la capacité de l'équipe venture à mener à bien le projet et à le gérer activement dans des conditions changeantes et compte tenu de certaines inconnues. Les enquêtes de Gitman and Forrester (1982) et de Shao & Shao (1996) montrent que 80 % des projets qui arrivent à ce stade sont approuvés. Ce chiffre peut s'interpréter de plusieurs façons.

D'une part, les chefs de projets venture n'ont tendance à proposer que des projets ayant une très grande chance d'être acceptés. Autrement dit, ils ont tendance à fuir les idées les plus

---

¹ http://www.babson.edu/entrep/fer/2008FER/chapter_19/summary_xix_8.html

risquées. Cela s'explique par le fait qu'un échec reste associé à l'employé durant une grande partie de sa carrière et peut avoir des conséquences néfastes sur son évolution dans l'entreprise.

D'autre part, cela montre aussi que le degré de liberté de la direction pour influencer les caractéristiques du projet au niveau 4 est limité. Le profil de risque et de retour sur investissement du projet a déjà été décidé au cours des étapes précédentes. Même si la direction a toujours la possibilité de renvoyer le projet à l'étape 2, elle prendrait le risque de retarder le lancement du nouveau produit et de voir ses coûts augmenter.

Enfin, cela tendrait à prouver que la direction influence les projets venture en amont par implication directe dans les premières phases de développement du projet ou indirectement en donnant des directives aux chefs de projet.

- Etape 5 : Mise en oeuvre

Arthur Rock, capital-risqueur connu disait : « Les idées ne valent pas grand-chose, seule la faculté de mise en œuvre compte réellement ».

L'adaptation du plan initial est généralement bien plus aisée (et moins coûteuse) si le projet a été élaboré dans un souci de flexibilité financière et opérationnelle. Les analyses de risque jouent alors un rôle vital dans la gestion active du projet. Elles concernent les parties du projet les plus sensibles aux modifications du plan initial et aux adaptations stratégiques. Elles doivent donc être actualisées à chaque fois que de nouvelles données sont disponibles au cours de la mise en œuvre du projet.

En définitive, on s'aperçoit que les CV suivent un processus de fonctionnement organisé qui a pour but de passer d'une opportunité à un projet concret. Ce processus fait intervenir l'expertise des différents acteurs de l'entreprise, des ingénieurs aux commerciaux en passant par le management. On s'aperçoit en pratique que les projets venture pêchent parfois par un manque de visibilité et d'analyse financière.

Figure n°1: Etapes du management d'un projet de CVC

III. Les leviers de création de valeur des projets de CVC

L'un des aspects clés de la réussite des projets de capital risque repose sur la gestion du risque. Cette dimension du CVC permet de comprendre la frilosité de certaines entreprises à investir dans des projets venture en interne ou dans des JEI. Cette section présente les différents facteurs de risque dans les projets de CVC et vise à montrer comment s'effectue la création de valeur dans ces projets.

Tableau n°3 : Les facteurs de risque et de réussite des projets de CVC

Facteurs de risques potentiels	Facteurs de réussite potentielle
Engagement de ressources important et en une tranche	Engagement séquentiel des ressources : investissements en tranches en fonction de l'avancement et de la réalisation d'objectifs intermédiaires
Ampleur et échéances du projet difficiles à fixer	Maîtrise de la fenêtre de marché pour l'exploitation commerciale
Dépassement de budget fréquent : - passage à la production à grande échelle - adoption de technologies de pointe - mise en place d'installation dans des pays mal connus	Maîtrise des coûts Coûts variables dominant les coûts fixes
Nouveaux concurrents mal connus	Nouvel environnement = nouvelles opportunités
Nouvelles caractéristiques de produits	Avantages concurrentiels
Nouveaux processus	Nouveau marché = nouveaux clients
Nouveaux leviers de revenus mal connus Forte variance des comparables, ou comparables éloignés	Nouveaux leviers de revenus potentiellement plus rémunérateurs que des projets de réduction de coût ou d'expansion des ventes
Nécessité de comprendre l'interaction complexe entre de nouveaux marchés et différents facteurs technologiques qui évoluent dans le temps	Marché suffisamment éduqué pour l'adoption du produit ou service offert.
Effets « spillover » (débordements) - effet de levier sur les ressources existantes de l'entreprise - cannibalisation d'anciens produits	Effets « spillover » (débordements) - ouverture vers de nouvelles opportunités insoupçonnées auparavant - possibilité des développer d'autres nouveaux projets en cascade

Les principaux facteurs pris en compte dans l'évaluation du risque sont les suivants :

- l'exposition : ce facteur correspond aux dépenses réalisées pour mener à bien le projet en prenant en compte les dépenses de R&D, commerciales et d'infrastructure engagées au préalable. En pratique, on constate que l'équipe qui gère le projet dispose de plusieurs possibilités en la matière. L'exposition sera souvent déterminée par le montant total de dépenses effectuées avant d'atteindre le point mort des cash-flows opérationnels,
- l'incertitude : elle concerne tous les stades de développement du projet, depuis son origine jusqu'à la stabilisation des revenus opérationnels. Elle doit refléter le caractère évolutif du marché, sa pénétrabilité, les réactions possibles des concurrents et l'efficacité de la gestion (l'incertitude peut en effet être atténuée par une bonne gestion). L'entreprise peut aussi attendre que cette incertitude soit résolue par d'autres acteurs (fournisseurs, partenaires ou concurrents),
- le temps : l'exposition et l'incertitude dépendent toutes deux du temps. Néanmoins, il apparaît que les entreprises sont réticentes à considérer le temps comme une variable de premier ordre (en faisant varier les taux d'actualisation des flux financiers par exemple).

3.1. CVC et performances des entreprises de croissance

Dans leur modèle de croissance par étape de la jeune entreprise innovante, Kazanjian & Drazin (1989) expliquent comment un réseau de relations d'entrepreneurs évolue.

A sa naissance, le réseau se limite aux liens privés entretenus par le dirigeant avec d'autres personnes. Ce sont principalement les membres de la famille et les amis des entrepreneurs qui fournissent les premières ressources nécessaires à l'amorçage de la start-up.

Ensuite, lorsque l'entreprise entre dans une phase d'expansion, ce sont les besoins financiers, les besoins en compétence, en connaissance du marché et en savoir faire qui guident la recherche de partenaires. La jeune entreprise examine alors le coût et le bénéfice de tout engagement dans une relation avec un partenaire. On peut résumer ces facteurs de mise en relation avec des partenaires sous trois catégories :

- *l'accès aux ressources* : ces ressources peuvent être financières (on s'adresse alors à un capital-risqueur) ou peuvent être l'accès à des réseaux de distribution, des infrastructures de production ou à toutes autres ressources qui sont nécessaires pour créer, produire et distribuer ses produits de manière compétitive.
- *l'accès au savoir* : la jeune entreprise innovante a besoin d'optimiser ses ressources de façon à obtenir le meilleur résultat. Développer ses compétences et son organisation constituent conjointement le défi à relever. Dans la recherche d'un investisseur, le fait de bénéficier de conseils stratégiques peut être décisif. Ce savoir peut être plus concret comme l'acquisition d'une technologie.
- *le bénéfice d'image* : la légitimité est un facteur important et l'association avec l'un des acteurs principaux du secteur améliore son image auprès des clients. Le choix du partenaire se retrouve aussi dans le choix du capital risqueurs. Pour une firme, le fait d'avoir un capital risqueur renommé à son capital lui permet de signaler sa qualité à ses parties prenantes.

Parmi les études abordant le CVC du point de la jeune entreprise innovante, l'étude empirique de Maula & Murray (2000) associe la forte probabilité d'une entrée en bourse avec l'intervention d'un CVC. De plus, sur les 325 introductions en bourse réalisées en 1998-1999 dans le cadre d'investissements Corporate Venture Capital et Venture Capital, il apparaît que les jeunes entreprises soutenues par les entreprises du classement *Fortune 500* avaient des niveaux de valorisation plus importants que celles financées par des fonds de capital-risque. L'association d'un investisseur spécialisé en Corporate Venture reconnu et d'un investisseur de capital- risque apporte une valeur significative. Ces auteurs mentionnent l'apport d'image et les synergies opérationnelles comme étant les critères favorisant l'appréciation de la valeur.

Ces observations sont également confirmées dans l'étude de Gompers et Lerner (1998). Ces auteurs montrent également que le nom d'une entreprise du *Global Fortune 500* adossé à une jeune entreprise innovante a un effet significatif sur la valorisation de l'entreprise lors de son introduction en bourse.

3.2. Les mécanismes de création de valeur et le Corporate Venture Capital

L'étude de McNally (1997) est l'une des seules portant sur les bénéfices procurés par le Corporate Venture Capital aux différentes « *ventures* » créées au Royaume-Uni. Dans les entreprises étudiées figurent 23 jeunes entreprises innovantes (JEI). Elle montre que les fonds de Corporate Venture Capital ont joué un rôle plus important que les autres fonds impliqués. Selon McNally, les avantages les plus significatifs sont une crédibilité accrue, une aide sur les problèmes à court terme, un accès au savoir faire en matière de management d'organisation. Cette enquête suggère également que les contacts entre une jeune entreprise et son Corporate Venture Capital sont plus fréquents qu'avec un investisseur en Capital-Risque. Plus généralement, l'ensemble des avantages que présente l'intervention du Corporate Venture Capital aux yeux des entrepreneurs est détaillé dans le tableau ci-dessous.

Tableau n° 4: les bénéfices apportés par un « *corporate venture capitalist* » à la JEI

<i>Bénéfices provenant d'un investissement CVC</i>	<i>Mentionné</i>	
Aide sur des problèmes à court terme	19	83%
Accès à l'expertise en matière de management d'entreprise	16	70%
Apport de Crédibilité pour la jeune entreprise	16	70%
Accès à l'expertise technique	11	48%
Prix avantageux sur certaines ressources	10	43%
Objectifs de performance moins contraignant qu'un fond de capital risque	9	39%
Accès au réseau de marketing/distribution de l'entreprise	9	39%
Soutien en R&D et Production	8	35%
Point de départ pour d'autres relations avec l'entreprise	1	4%
Accès à des moyens de contrôle financier plus sophistiqués	1	4%
Fourniture d'espace, de bureaux	1	4%
Accès à plus de voies de sortie pour la jeune entreprise	1	4%
Synergies	1	4%
Attractivité accrue vis-a-vis des autres investisseurs	1	4%
Stabilité	1	4%
Accès à l'expertise opérationnelle de l'entreprise	1	4%

L'analyse de Hellman (2001) sur les investissements des CVC met en évidence la complémentarité entre la JEI et l'entreprise mère comme étant le principal facteur clé de succès. Cet auteur souligne que les jeunes entreprises qui entretiennent des relations d'affaires (en plus des relations strictement financières) avec la grande entreprise forment statistiquement un plus grand nombre d'alliances avec d'autres firmes.

A titre d'exemple, on peut citer le cas de Fon.Com, entreprise madrilène ayant levé 18 millions d'euros en premier tour de table début février 2006. Cette jeune entreprise tire toute sa force de ses prestigieux actionnaires industriels comme Google et Skype et de grands

capital-risqueurs comme Sequoia Capital (US) et Index Venture (Suisse) qui ont porté le projet.

Conclusion

Dans cet article, nous nous sommes intéressés aux avantages du financement de l'innovation par le CVC. Les grands groupes profitent ainsi d'une possibilité d'investissement dans un portefeuille diversifié qui permet de réduire le risque de l'innovation tout en gardant un certain contrôle sur l'entreprise cible ou une option de rachat sur l'innovation une fois qu'elle a dépassé le stade de l'émergence.

Le CVC apparaît donc comme un mode de financement de l'innovation externe et plus efficient. Ses déboires actuels tiennent plus à une conjoncture et ne remettent pas en question le modèle du financement en lui-même. D'ailleurs, il continue de se développer dans les secteurs high-tech les moins touchés notamment dans les biotechnologies. Les avantages qu'il apporte à chaque étape du projet (lancement, refinancement et sortie du projet) par rapport au financement par des fonds de capital-risque seront des facteurs déterminants pour un futur développement.

Bibliographie

- Ben Haj Youssef A., 2001, "Le Corporate Venture Capital: le capital risque entrepris par les sociétés non financières", *Caen Innovation Marché Entreprise, Working Paper*, n°11.
- Gitman, L.J., Forrester, J.R., 1982, "A Survey of Capital Budgeting Techniques Used by Major U.S. Firms", *Financial Management*, Winter.
- Gompers, P.A., Lerner, J., 1998, "The Determinants of Corporate venture Capital Successes : Organizational Structure, Incentives, and Complementarities", NBER Working Paper No.W6725.
- Gompers P.A., 2002, "Corporations and the financing of innovation: The corporate venturing experience", *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, vol. Q4.
- Hellman, T., 2001, "Venture Capitalists: The Coaches of Silicon Valley", In Miller W, Lee CM, Gong Hanock M, Rowen H (eds): *The Silicon Valley: A Habitat for Innovation and Entrepreneurship*, Stanford University Press.
- Jumel S., 2004, "Le Corporate Venture ou l'externalisation de l'innovation dans un grand groupe : le cas d'EDF", Thèse de doctorat de Sciences de Gestion, Université de Marne La Vallée.
- Kazanjian, R.K, Drazin, R., 1989, "An Empirical Test of a Stage of Growth Progression Model", *Management Science*, vol 35, n°12.
- Lachmann J., 2001, "Le financement des Net-Entrepreneurs", *La Revue du Financier*, n°129-130, mars.
- Lantz, JS., Sahut, JM., 2004, "Value Creation in High-Tech", *International Journal of Business*, vol 8, n°4.
- Lipuma, J.A., 2006, "Independent venture capital, corporate venture capital, and the internationalisation intensity of technology-based portfolio firms", *International Entrepreneurship and Management Journal*, vol 2, n°2.
- Maula, M.V.J., Murray, G., 2000, "Corporate Venture Capital and the Creation of U.S. Public Companies: The Impact of Sources of Venture Capital on the Performance of Portfolio Companies." Paper presented at the 20th Annual International Conference of Strategic Management Society.
- Maula, M.V.J., Murray, G.C., 2003, "Finnish Industry Investment Ltd.: An International Evaluation", Publications 1/2003, Ministry of Trade and Industry, Helsinki.
- MacMillan, I., Roberts, E., Livada, V., Wang, A., 2008, "Corporate Venture Capital : Seeking Innovation and Strategic Growth", NIST, U.S. Department of Commerce, June.
- McNally, K., 1997, *Corporate Venture Capital: Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector*, London: Routledge.

- Muzyka, D., Birley, S., Leleux, B., 1996, "Tradeoffs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists", *Journal of Business Venturing*, n°11.
- Shao, A.T., Shao, L.P., 1996, "Risk Analysis and Capital Budgeting Techniques of U.S. Multinational Enterprises", *Managerial Finance*, 22, 1.