



**HAL**  
open science

# Capital-investissement : Universalité du financement et universalité des effets sur l'innovation des entreprises ? Une approche conceptuelle

Jonathan Labbé

## ► To cite this version:

Jonathan Labbé. Capital-investissement : Universalité du financement et universalité des effets sur l'innovation des entreprises ? Une approche conceptuelle. 6ème colloque AIRMAP, Un management universel ? Finance et Management public, Jun 2017, Nice, France. hal-03000109

**HAL Id: hal-03000109**

**<https://hal.science/hal-03000109>**

Submitted on 11 Nov 2020

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# **CAPITAL-INVESTISSEMENT : UNIVERSALITÉ DU FINANCEMENT ET UNIVERSALITÉ DES EFFETS SUR L'INNOVATION DES ENTREPRISES ? UNE APPROCHE CONCEPTUELLE.**

## **Résumé**

Cet article tente de comprendre par une approche conceptuelle les effets des « ressources » des Capital-Investisseurs (C.I.) publics sur la performance des entreprises au travers de l'innovation. En lien avec l'approche néo-institutionnelle, nous montrons que même si la construction de l'activité de capital-investissement en France peut révéler des effets d'isomorphismes mimétiques, les comportements managériaux et financiers diffèrent dans un cadre cognitif de la gouvernance. Avec une proposition de définition de l'innovation nous mettons en évidence le caractère stratégique « des ressources » et plus particulièrement du financement qui peut être accordé à l'entreprise. En utilisant l'approche resource-based view, nous observons que par l'intermédiaire d'un processus d'échange et de création de valeur et grâce à différents leviers cognitifs, l'impact du financement de Capital-Investisseurs publics sur l'innovation ne peut s'avérer universel.

## **Abstract**

According to a conceptual framework, this article contributes to a better understanding of the effects of public venture capitalists' resources on firms' performance through innovation. With a neo institutional approach, we show that even the construction of venture capital activity in France underlines effects of mimetic isomorphism, managerial and financial behaviors remain different according to cognitive concepts. With a proposal of innovation definition we highlight the strategic dimension of resources and specifically the financing provided to the company. With resource-based view approach, we found that according to an exchange and worth creation process and with cognitive mechanisms, the effect of public venture capitalists' funding cannot be considered as universal.

Mots clés : Capital-investissement, Intervention publique, Gouvernance, Innovation, Entreprises.

Jonathan LABBE.  
Doctorant en Sciences de Gestion.  
Laboratoire CEREFIGE (EA 39 42)  
Université de Lorraine.  
[Jonathan.labbe@univ-lorraine.fr](mailto:Jonathan.labbe@univ-lorraine.fr)

Adresse :  
CEREFIGE.  
Pôle Lorrain de gestion 13 rue Michel Ney  
Jonathan LABBE  
54000 Nancy.

## INTRODUCTION :

Le financement des entreprises et de l'innovation reste une question essentielle dans la conduite des politiques publiques. L'objectif est de garantir au sein d'un pays, un niveau de croissance, de création d'emploi et de développement technologique « suffisant » sur le long terme (Hood, 2000 ; Wright, 2010). Dans les années 1960-1970, certains États européens ont constaté un retard en matière d'innovation. Pour y remédier, ils ont mis en place des programmes budgétaires, politiques pour contribuer à des formes d'intervention. C'est le cas de la France, où l'industrie du capital-investissement s'est développée grâce à l'impulsion des gouvernements successifs dès 1955 et sous une logique d'innovation (Geoffron, 1991 ; Stévenot, 2001). Trois raisons peuvent expliquer ce constat :

- Le développement du capital-investissement attire les investisseurs dans le pays.
- « Le développement du capital-investissement permet la création d'un plus grand nombre d'emplois et d'augmenter la croissance économique » (Bottazzi & Da Rin, 2002, page 3).
- Le capital-investissement est une forme d'intermédiation financière « appropriée » pour soutenir le financement de la création et de la croissance des entreprises innovantes (Hellmann & Puri, 2000, 2002; Kortum & Lerner 2000; Da Rin *et al*, 2006).

A l'inverse, aux Etats-Unis, c'est « l'influence de l'initiative privée » qui a marqué la structuration de cette industrie (Suchman, 1995). Ainsi la propagation de normes et de valeurs, la définition d'un comportement professionnel (Bruton *et al*, 2005) ou encore l'élaboration des premiers « contrats juridiques » (Suchman, 1995) ont permis l'institutionnalisation du capital-investissement américain dans les années 1980 (Reiner, 1989).

Les attentes et objectifs des investisseurs publics et des investisseurs privés sont différents. Les acteurs privés vont privilégier des investissements moins risqués et rentables alors que les acteurs publics vont effectuer des investissements à plus long terme, plus risqués. Néanmoins l'environnement économique, fiscal, juridique et institutionnel d'un pays laisse la possibilité aux différents acteurs d'intervenir « dans des fonds d'investissements qui se positionnent en fonction des besoins exprimés » ou « d'accompagner la vie des entreprises via l'industrie du capital-investissement » (Schmidt-Traub *et al*, 2015, page 17). Le capital-investissement est financé par des acteurs publics et privés mais aussi par la syndication mix. Ce maillage révèle un soutien financier et managérial par une présence publique directe ou indirecte à un niveau local et national. Ainsi le capital-investissement présente un intérêt particulier pour le secteur public où il est perçu comme « un potentiel accélérateur d'innovation » (Brander *et al*, 2014). Par exemple, « lorsque les autorités publiques jouent un rôle d'investisseur indirect via le capital d'un OCR (organisme en

capital risque) » (Jégourel, 2014, page 32), elles permettent de lui « donner un rôle de « transiteur » de l'innovation accompli par un entrepreneur en particulier entre sa phase d'exploration et d'exploitation » (Ferrary, 2009, page 179). L'intervention publique en faveur de l'innovation peut se faire également pour les raisons suivantes :

- Eviter les défaillances de marché qui peuvent conduire à une éventuelle baisse de la demande d'innovation, ce qui provoquerait une contraction du développement des entreprises innovantes (Amit *et al*, 1998; Hall, 2002).

- Eviter les défaillances de marché qui provoquent des problèmes d'asymétries d'information, de sélection adverse ou de risque d'aléa moral (Amit *et al*, 1998; Hall, 2002).

Cependant certains financements directs effectués par des organismes publics apportent moins de réussite et offre un taux de rentabilité plus faible aux investisseurs (Brander *et al*, 2014 ; Gompers & Lerner, 1999 ; 2001, a). Cette intervention publique peut mener aussi à un effet d'éviction (crowding-out) du secteur privé (Aschauer, 1989 ; Cumming, 2013). Ainsi les choix et les comportements des C.I. (capital-investisseurs) publics peuvent avoir une influence sur l'environnement de cette industrie mais aussi sur les financements effectués dans les différentes entreprises.

Nous comprenons ici l'importance du lien entre l'activité de capital-investissement et les caractéristiques des financements : investisseurs publics ou privés ; interventions directes ou indirectes. L'objet de cette étude est de comprendre par une approche conceptuelle les effets « des ressources » des C.I. publics sur la performance des entreprises au travers de l'innovation.

**Dans quelle manière « les financements » des capital-investisseurs publics peuvent avoir un effet sur l'innovation des entreprises ? L'effet serait-il empreint d'une certaine universalité ?**

Nous proposons de considérer dans cet article les liens entre les ressources apportées par les C.I. publics et l'effet sur l'innovation des entreprises. En utilisant une approche néo-institutionnelle nous verrons l'importance des effets issus de la construction du capital-investissement en France et du développement des C.I. sur l'ensemble du territoire. Nous expliquerons également les effets de mimétismes entre acteurs privés et publics concernant les choix et les orientations de certains investissements.

Cette recherche présente un aspect original par la construction d'une revue de littérature sur la France qui reste une zone géographique peu étudiée, pour les financements des C.I. publics. Dans cet article, l'étude de l'intervention financière des C.I. par une approche conceptuelle peut constituer un apport pour la littérature existante.

Partant de la nature plurielle du financement du capital-investissement, nous montrons comment l'impact de celui-ci sur l'innovation des entreprises ne pourra pas s'avérer universel. « Les forces institutionnelles » qui peuvent être regroupées en trois catégories : - normatives, - juridiques et – cognitives (Scott, 1995, a) vont mettre en évidence des différences de comportements managériaux et financiers (Busenitz *et al*, 2000; Wright *et al*, 2002) entre capital-investisseurs. Certains fonds publics vont être dirigés par d'anciens managers privés qui vont utiliser leurs expériences passées, ou parfois des managers d'organismes publics vont être formés dans des sociétés privées. Depuis 2005, la banque publique d'investissement (B.P.I.) propose « d'inverser la tendance » avec une « modélisation » des formations en interne mais aussi en externe. Même si l'innovation tend à regrouper les objectifs des C.I. vers un modèle global, les différences entre organismes publics ou le recours de plus en plus important à la syndication mix montrent une situation distincte d'un « management public universel ». Notre article s'organise de la manière suivante, dans une première partie nous verrons les liens entre la construction du capital-investissement en France et la théorie néo-institutionnelle. Nous présenterons ensuite, le concept d'innovation pour lequel nous proposerons une définition. Enfin, nous observerons l'importance du rôle des ressources dans le processus de création de valeur, qui peut apparaître comme un élément essentiel au développement de l'innovation et à la performance des entreprises tout en constituant un effet non universel.

## **1. La construction du capital-investissement en France: Une explication du phénomène d'isomorphisme mimétique ?**

Le capital-investissement est né aux Etats-Unis après la seconde guerre mondiale. Il constitue un marché qui se caractérise par la rencontre entre la loi de l'offre et de la demande. « L'offre se définit comme le désir des investisseurs de placer de l'argent au sein du capital risque et la demande comme le souhait d'attirer un maximum de fonds pour financer une entreprise » (Gompers *et al*, 1998). Son développement s'est fait grâce à la propagation de normes et de valeurs. Parmi les principaux instigateurs, la Silicon Valley et la N.V.C.A (National Venture capital Association, 1973) ont créé les premières références professionnelles qui ont été répandues. Les premiers termes légaux dans les contrats de capital-investissement (Suchman 1995) et/ou la définition « d'un comportement professionnel » (Bruton, Fried, Manigart, 2005) figuraient parmi ces références. Cette situation a permis l'institutionnalisation de l'industrie américaine du capital-investissement dans les années 80 (Reiner, 1989). Afin d'exporter un modèle identique, les acteurs du capital-investissement « ont tenté de construire l'industrie Européenne avec les mêmes normes

institutionnelles » (Manigart, 1994). Malgré certaines similitudes, des disparités entre pays sont apparues avec l'expansion de ce modèle. Selon une perspective institutionnelle, Burton, Fried and Manigart (2005) ont proposé de regrouper ces points communs et différences selon trois zones géographiques (Annexe 1-, Tableau A). Scott (1995, a), les a identifié et classé en trois catégories : - normative - juridique et - cognitive. Nous allons nous appuyer sur ce découpage pour observer « l'influence » institutionnelle. En France la construction de l'activité de capital-investissement est caractéristique de la présence du secteur public mais également du secteur privé. Ce développement s'est effectué à plusieurs niveaux : local, régional et national et correspond également aux catégories représentées par Scott (1995, a). Nous allons voir à présent les caractéristiques de cette construction afin de comprendre le rôle des institutions sur l'activité de capital-investissement.

### **1.1. Evolution et mise en forme de la présence privée en France : Une vitrine institutionnelle à reproduire ?**

La présence des CI privés s'établit sous plusieurs formes en France. Du particulier, au business angels, en passant par les banques, les fondations, les fonds d'investissements et les sociétés de capital-investissement. Cette présence s'est construite parallèlement et en lien avec les réformes gouvernementales. Des réformes juridiques et fiscales ont contribué à la « stimulation » du marché du capital-investissement (Poterba, 1989 a, b ; Jeng et Wells, 2000). Elles ont favorisé l'essor du capital-investissement privé. Après les premières sociétés établies en 1955, c'est en 1972 avec la création des sociétés d'innovations financières (SFI) que de nombreuses mesures vont être relancées. Cependant ces premières applications sont accompagnées d'échecs. Dans les années 80 de nouvelles réformes vont naître. La création des sociétés en capital risque en 1985 lance le début du développement soutenu du capital-investissement en France. La promotion du capital risque par le gouvernement avait pour premier objectif d'attirer les investisseurs privés et de partager la volonté d'entreprendre. Pour cela les gouvernements ont dû développer des politiques de qualité qui constituent un cadre légal et fiscal avantageux au développement des CI. (Herrera et al, 2014). Les conditions pour favoriser l'émergence de capital-investisseur(s) se dessinent. Pour cela l'Etat a « institutionnalisé le capital risque comme mode de financement du développement de l'entreprise » (Stéphany, 2001). Les FCPR (fonds commun de placement à risque), FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) ont constitué d'autres structures en applications avec la transparence fiscale. Les PME innovantes sont principalement visées par ces actions. Ainsi entre 1986 et 1992 les volumes annuels d'investissements en capital risque ont été multipliés par 5.

(Source AFIC). Cette évolution a été rendue possible par trois éléments : le contexte économique, culturel et l'intervention de l'Etat. En 1994, la France bénéficiait d'une forte reprise de la croissance économique associée à une baisse des taux d'intérêts et une forte progression des cours boursiers. Par ailleurs l'avènement du nouveau marché mis en place en 1997 a contribué à l'essor des capital-investisseurs privés. D'autres mesures fiscales ont été mises en place comme les FCPI en 1997, les fonds DSK en 1998 ou la loi du 12 juillet 1999 sur l'innovation qui permet l'initiative privée pour les chercheurs. Enfin en 2004 le programme S.U.I.R (le statut de la société unipersonnelle d'investissement à risque) va favoriser le développement d'investisseurs indépendants et en particulier de business angels. Nous observons donc que la France, tout comme les autres pays, a utilisé des « véhicules » économiques, fiscaux et juridiques pour permettre le développement du capital-investissement et des capital-investisseurs privés. Même si les investisseurs privés ont marqué par leur présence la structure et le développement du capital-investissement français a été rendu possible par la présence de l'Etat. Nous constatons ici, que les liens entre secteurs privés et publics dans le développement de cette activité peuvent révéler une tentative de reproduction du modèle privé par certaines institutions publiques. En effet si le secteur privé et en particulier certains acteurs possèdent des connaissances particulières quant à l'utilisation de ce type de financement, il se peut que certains acteurs publics tentent de reproduire des processus en matière de sélection de projet, de contrôle des risques, de financement afin de reproduire le modèle du secteur privé et cela même si les objectifs ne sont pas les mêmes. Ainsi d'un point de vue national, certains acteurs peuvent reproduire d'un point de vue juridique et normatif le modèle des C.I. privés. Il serait alors intéressant d'observer les relations entre C.I. et observer si ces mêmes caractéristiques s'établissent d'un point de vue cognitif.

La présence des CI privés à l'échelle régionale va être représentative des investisseurs présents dans le paysage national. Néanmoins des différences peuvent exister entre régions en fonction du développement historique, économique et institutionnel de chacune. Sur la partie locale nous retrouvons des investisseurs régionaux mais aussi d'autres capital-investisseurs spécialisés dans ce type d'investissement. Le développement des C.I. s'est organisé institutionnellement avec le rôle de l'Etat qui par exemple, a mis en place les FIP (fonds d'investissement de proximité). Ils vont avoir une exigence de placement dans au minimum quatre régions limitrophes ce qui représente un investissement dit de « proximité ». L'origine historique du développement des C.I. privés au travers des différentes régions reste liée aux familles d'industriels. En effet, ces familles avaient pour la plupart, constituées de grands groupes nationaux. Avec ces exemples de réussites, dans les années 80 des initiatives privées vont naître au sein des régions afin d'accentuer l'intervention de

C.I. privés dans le développement économique régionale. Certaines d'entre elles ont participé à la mise en place de structures privées ou à la création de sociétés de capital-investissement encore existantes. Des associations régionales ont également vu le jour afin de promouvoir ce type de financement. L'institutionnalisation du capital-investissement en France est également marquée par le rôle joué par les banques. Les différents établissements vont être présents localement et nationalement sur le territoire. Ils vont constituer une référence comme d'autres entreprises privées en matières de réussite et particulièrement en ce qui concerne la performance des entreprises. Par ailleurs ces différentes institutions vont avoir une culture du risque mais vont également détenir certaines compétences qui peuvent démontrer certains effets de mimétismes chez certains les acteurs publics. Nous pouvons ainsi retrouver des processus de financement ou de due diligence similaire. D'anciens acteurs privés vont par exemple, diriger après une carrière dans le secteur privé certains fonds publics d'investissement. Cette volonté de reproduction de performance réalisée par les acteurs privés peut être une des raisons de certains effets de mimétismes des C.I. publics. Avant d'observer d'autres raisons qui peuvent expliquer ce phénomène nous allons voir comment s'est effectué la construction de l'activité des C.I. publics.

## **1.2. Evolution et mise en forme de la présence publique en France : Une tentative de reproduction d'un modèle avec des attentes différentes.**

L'organisation ou la structuration des différentes formes de C.I. public s'est également organisée par des réformes juridiques, économiques, fiscales et institutionnelles. L'ANVAR (association nationale de valorisation de la recherche) créée en 1969, est un des exemples les plus représentatif de l'évolution des organes de l'Etat. Cette association s'est vue confiée la gestion de l'aide à l'innovation en 1979. Puis dans les années 80, mandatée pour signer des conventions avec des sociétés de capital risque elle donnera par la suite l'attribution de labels pour les sociétés innovantes au sein des FCPI. Grâce la loi de finance de 1997, son rôle s'accroît pour participer à l'organisation de programmes européens en soutien à l'innovation. Mais sa principale évolution intervient dans les années 2000 son budget de 90 millions par an va passer à 500 millions lors de son absorption de l'ex agence de l'innovation industrielle. En 2005 l'ANVAR fusionne pour devenir OSEO innovation. Parallèlement OSEO se développe et se constitue comme OSEO financement qui absorbe la BDPME (banque de développement des pme) et comme OSEO garantie qui absorbe l'entité SOFARIS (société française pour l'assurance du capital risque des PME). Ces trois organisations ont fusionnées en 2010 sous l'entité unique d'OSEO mais ont gardé leurs métiers. En 2012 le groupe BPI France (banque publique d'investissement) va regrouper plusieurs

entités : OSEO, CDC entreprises, le FSI et FSI régions. Cet exemple est caractéristique de l'évolution et la mise en forme des différentes structures de l'Etat dans le temps, la caisse des dépôts et consignation en est un autre. C'est ainsi que de nombreuses structures ont évoluées pour devenir des C.I. publics. L'Etat peut de cette façon agir de manière « directe ou indirecte ». La présence d'organismes ou de fonds d'investissements qui vont financer le développement de PME constitue un nouvel exemple. Pour (Brander et al, 2014) ce type de financement direct par des organismes étatiques apporte moins de succès en terme de réussite et offre un taux de rentabilité plus faible aux investisseurs (Gompers et lerner, 1999, 2001, a). Cette structuration de l'activité de capital-investissement peut montrer certains problèmes quant à la performance et au rôle jouer par l'Etat. Cependant nous constatons qu'entre acteurs privés et publics les attentes sont différentes. Les fonds publics vont effectués des investissements qui sont généralement plus longs. L'objectif recherché n'est pas seulement financier (Buzzachi et al, 2012). Par ailleurs, le rôle du secteur public au sein du capital-investissement peut se définir comme une contribution permettant d'améliorer la performance des jeunes entreprises innovantes via sa capacité à assurer les financements (Pommet et al, 2012). Ainsi un grand nombre de programmes gouvernementaux vont financer le développement des secteurs high-tech et des nouvelles technologies pour permettre l'amorçage d'autres fonds complétés par les investisseurs privés (Poterba, 1989 a, b ; Lerner , 1999 ; Gompers et al 2001, a et b ; Gilson et al, 2003 ; Keuschnigg et al, 2004). Par exemple, un des rôle de la banque publique d'investissement (B.P.I.) en France va être de maintenir et d'accroître les levées de fonds de la part du secteur privé. Pour cela la B.P.I. va par l'intermédiaire de fonds de fonds souscrire dans des fonds gérés par des sociétés de gestion privé. L'objectif est également d'obtenir un retour sur investissement à long terme. Outre l'aspect financier, l'action de la B.P.I. va se concentrer sur la professionnalisation de certains acteurs et activités au sein du capital-investissement. Ceci est un moyen de contribuer au manque d'expérience et au partage des connaissances entre managers mais également entre capital-investisseurs et dirigeants (Sapienza et al, 1996). Par l'intervention de capital-investisseurs publics, l'Etat veut également contribuer au changement des mentalités en donnant une meilleure vision de l'entrepreneuriat. Cependant le risque de faillite constitue toujours dans les pays de droit civil un élément contributeur à la mauvaise perception de l'entrepreneur qui est perçu dans le cas contraire comme un opportuniste (Reynolds et al, 2000). Les rôles des différentes structures vont aussi permettre d'asseoir une présence nationale, régionale et locale en démultipliant les organismes de proximité auprès ou des TPE et PME. On peut y entrevoir le rôle des réseaux dans l'évaluation des projets d'investissements (Desbrières, 2001). Enfin ces structures ont signées en 2009, une charte de

responsabilité pour les investissements établis. Elles ont donc également un rôle de garant d'une certaine représentation « morale » de l'Etat.

Il faut également noter que l'intervention publique se fait de manière directe ou indirecte. Cette action est visible grâce aux organismes comme la B.P.I., la caisse des dépôts, les conseils régionaux, les collectivités locales et les dispositifs de lois à incitations fiscales. A l'échelon national il existe deux types d'outils indirects : la politiques fiscale et les investissements publics mis en place par des mesures réglementaires et institutionnelles visant à réformer l'environnement juridique et économique du pays (Armour et Cumming, 2006). Par exemple un investissement indirect pourra être fait via le capital d'un OCR (organisme de capital risque) et un investissement direct via des fonds de co-investissement à parité (Jégourel, 2014).

Une des principales structures reste les fonds du secteur public. Ce sont des entités spécialisées dont les capitaux proviennent, directement ou indirectement, en partie ou en totalité, d'organismes publics. Ainsi la présence du secteur public au sein du développement du capital-investissement est plus importante dans les pays de droit civil comme la France (Brander et al, 2014). Nous constatons que d'un point de vue national même si la mise en forme les structures a été influencée par le secteur privé, le développement de l'activité du capital-investissement pour le secteur public France conserve des formes normatives et juridiques « particulières ». Néanmoins, et comme pour le secteur privé, il serait intéressant d'observer si certains effets de mimétismes ne se déroulent pas lors des relations entre capital-investisseurs.

La présence des C.I. public et gouvernemental au sein des régions et localités françaises s'est développée en parallèle des entités nationales. Ainsi des entités comme l'ANVAR, la caisse des dépôts et consignation, les FSI possèdent chacune leur entité régionale et parfois locale. Cette présence est complétée par les conseils régionaux qui développent leur participation directe ou indirecte par l'intermédiaire de financements. Le maillage national des C.I. publics est représentatif de la constitution du tissu régional. Ce maillage est issu de volontés politiques afin de permettre l'accès à des restructurations de l'activité économique au sein de différentes régions pour lesquelles les firmes publiques et semi-publiques de capital-investissement sont des acteurs essentiels (Leleux et Surlémond, 2003). La présence des capital-investisseurs au niveau régional et local est d'autant plus forte qu'au niveau national. Nous constatons que la structuration et la construction du capital-investissement public ne démontre pas d'un point de vue normatif et juridique les mêmes caractéristiques qu'avec le secteur privé. Comme nous l'avons suggéré auparavant nous allons observer si notre approche conceptuelle peut permettre d'expliquer des comportements similaires entre acteurs publics et privés lors des interactions et relations entre capital-investisseurs.

## **2. Effets institutionnels et approches cognitives : un dépassement de l'isomorphisme mimétique ?**

L'approche néo-institutionnaliste se définit par l'homogénéité dans les organisations mais aussi par l'influence de l'environnement institutionnel sur les organisations. Ainsi l'institution va recouvrir des éléments sociaux comme l'Etat par exemple. Il existe deux représentations du néo-institutionnalisme : la représentation économique et la représentation sociologique.

Williamson va s'intéresser à l'existence d'organisation et des relations contractuelles qui peuvent se trouver au sein de cette organisation et qui sont aussi en lien avec l'extérieur. Ces institutions vont être un moyen de réduire les coûts de transaction et de maximiser l'activité d'individus et de la société en ayant un impact sur leur utilité.

L'approche sociologique va considérer l'institution comme le lieu et le moyen d'une coordination sociale. Les institutions vont influencer le comportement des individus de deux manières : elles vont inciter les individus à maximiser les bénéfices tandis que les institutions vont imposer aux individus des obligations sur ce qu'ils sont censés faire (Di Maggio et Powell, 1982). Selon ces aspects introductifs, il semble intéressant d'observer les effets de la construction du capital-investissement en France en particulier au niveau de la relation entre Capital-investisseurs. Nous avons vu précédemment que le modèle de développement des C.I. publics recherchait à utiliser des processus identiques aux acteurs privés en matière de gestion des risques ou sélections de projet. Ces processus peuvent permettre de reproduire la performance de ces derniers. Ils peuvent être identifiés comme un phénomène « d'isomorphisme mimétique » (Di Maggio et Powell, 1982 ; 1991). Il va s'agir pour certains acteurs publics d'imiter les comportements les plus identifiables ou reconnaissables chez des acteurs privés. Or la construction du capital-investissement en France montre que même s'il peut y avoir des similitudes lors de certains processus juridiques ou normatifs, les attentes des investisseurs publics ont été différentes des investisseurs privés. Elles peuvent indiquer que les comportements des investisseurs ne suggèrent pas une reproduction identique des comportements et des choix entre acteurs publics et privés. Il ne s'agit peut être pas de suivisme mais certains effets de mimétismes peuvent s'expliquer par la recherche de la performance des entreprises. Par exemple, lorsque les investisseurs privés informent, partagent leurs expériences avec les investisseurs publics. Dans ce cadre il est intéressant de mobiliser les théories cognitives pour observer le rôle des acteurs lors des interactions entre C.I. public et privé. Cette approche montre que les individus ne vont pas agir selon les règles ou obligations mais ils vont agir selon leurs convictions. L'institution cognitive va donc établir des règles permettant aux

individus de dépasser ces effets institutionnels. En effet, On constate que ce processus d'imitation peut être plus ou moins conscient et volontaire. Il peut également démontrer que les C.I. font face à une situation d'apprentissage social (Sorsana, 1999). Ce principe d'imitation peut s'effectuer par deux moyens : par l'acquisition de comportements, de jugements, d'exemples relationnels et par l'acquisition de résolutions afin d'adapter ces différents comportements ou jugements aux interactions sociales. On distingue également deux types de situations qui donnent lieu à l'imitation (Winnykamen, 1996). La première concerne la situation d'expert/novice dans laquelle l'expert prend en compte la planification des éléments, le novice reste dans un rôle mineur. La seconde situation correspond au rôle de tuteur/novice dans lequel le novice va tenter de résoudre les problèmes auquel il est confronté et cela avec le soutien et l'aide de son tuteur. L'approche cognitive de la gouvernance ne se limite pas aux aspects contractuels de la firme. Elle va s'intéresser aux créations de valeurs par l'échange de connaissances, de compétences, d'innovation. Cette vision dépasse la dimension disciplinaire par la création de la connaissance qui va être opposée aux théories contractuelles fondées sur l'information. Les théories cognitives de la gouvernance démontrent l'implication des acteurs qui ne se contentent pas de recevoir des informations. Ceux-ci cherchent à les comprendre et à les interpréter. Il y a donc une volonté de coopérer entre ces différents acteurs. Ce qui induit un processus de création de valeur. Le rôle de la gouvernance est donc de « favoriser le développement de l'entreprise par la capitalisation des connaissances et des compétences » (Meier et al, 2008). Nous constatons que par leurs différences de comportements les acteurs publics et privés vont essentiellement rechercher l'élaboration d'une production collaborative. Même si certains effets de mimétismes peuvent être présents, les relations entre C.I. tendent à montrer que le processus d'échange de compétences peut permettre d'améliorer la performance des entreprises et cela malgré des comportements différents. Ainsi nous allons observer la phénomènes de syndication qui peut constituer un exemple de collaboration productive.

## **2.1 La syndication mix : Un dépassement des effets institutionnel ?**

La syndication s'opère dès lors que deux sociétés de capital-investissement s'unissent en vue de réaliser un investissement commun et d'en partager les bénéfices (Wilson, 1968 ; Pommet et al, 2015). Le phénomène de syndication n'est pas très répandu en Europe au contraire des Etats-Unis (Lerner ; 1994). Il connaît cependant une intensification depuis ces deux dernières années. Pour que le phénomène de syndication se développe et réussisse, une forte relation de confiance doit être établie (Bygrave, 1987 ; Sorenson et Stuart, 2001). La littérature identifie quatre motivations au recours à la syndication (Lerner, 1994 ; Manigart et al, 2006 ; Pommet et al, 2012 ; Lockett et al 2001 ; Sorenson et Stuart, 2001):

- la partage des risques de projet
- la sélection des projets
- l'accès à des flux d'affaires
- la création de valeur.

Ainsi les motivations des agents en faveur de la syndication peuvent être multiples. Pour (Schertler, 2005) les sociétés dites captives ont tendance à moins syndiquer leurs investissements. Dans le cadre de syndication mix, l'apport d'expérience et managérial du secteur privé est souvent recherché. (Bygrave, 1987 ; Sorenson et Stuart, 2001 ; Pommet et al, 2015). Ainsi un capital-investisseur indépendant n'aura pas forcément les mêmes objectifs que les investisseurs de sociétés dites captives. Les « indépendants » sont généralement plus impliqués dans le management des firmes qu'ils financent et obtiennent de meilleures performances (Bottazzi et al, 2008).

La place du phénomène de syndication tient une place de plus en plus importante dans le paysage du capital-investissement Français. La part des montants syndiqués dans les montants investis est croissante en France. Les pouvoirs publics tentent de développer ce type de syndication avec les investisseurs privés en proposant d'investir dans des projets communs en particulier régionaux ou locaux. Cependant les différences de motivations et de stratégies peuvent freiner le développement de relations de « confiance ». Nous avons précisé auparavant que certains capital-investisseur(s) vont rechercher l'investissement à des stades de développement différents. Pour que le développement de la syndication se poursuive il faudrait donc entrevoir un changement des comportements de syndication qui permettrait de répondre aux motivations différentes des capital-investisseurs (Brander et al 2002 ; Lehmann, 2006). Notamment sur les performances financières et économiques des entreprises, en fonction des motivations et de la nature des sociétés de capital-investissement (Pommet et al, 2012 ; Brander et al, 2002).

Ce phénomène peut permettre également des apports managériaux et en professionnalisation de la part des investisseurs privés (lerner, 1994 ; Manigart et al, 2006 ; Pommet et al, 2012 ; Lockett et al, 2001 ; Sorenson et Stuart, 2001). Ce qui a tendance à réduire l'asymétrie d'informations et réduire les coûts d'agence (Wright, 2002 ; Bygrave, 1987 ; Sorenson, Stuart, 2001). L'objectif de la syndication concerne également les performances financières, qui en terme de sorties, proposent des performances meilleures. Elles permettent également de réunir plus de financements à titre de comparaison avec des investisseurs uniquement public ou uniquement privé (Cumming et al ; 2013). Cette performance s'établissant aussi bien dans les pays de droit commun que de droit civil (Brander et al ; 2014 ; Reiner, 1989). Les enjeux d'une syndication sont donc à la fois financiers et cognitifs. Nous avons également le rôle des entités publiques ou privés qui peuvent parfois créer des conflits essentiellement du à des motivations différentes, ce qui peut refléter des stratégies ou

des attentes différentes. Ainsi nous pouvons nous intéresser plus particulièrement au financement de l'innovation qui peut être considéré comme un indicateur de performance des entreprises. Au travers de cet exemple nous pourrions observer comment il permet d'établir ou de représenter un processus de création de valeur grâce aux « ressources » apportées à l'entreprise.

## **2.2 L'innovation : un révélateur des différences de comportements ?**

Elle représente l'origine du développement de nombreuses entreprises et est à la source de nombreux programmes gouvernementaux qui divisent leurs actions en investissements « directs ou indirects » et ou en de multiples mesures fiscales. (Poterba, 1989 ; Lerner, 1999 ; Gompers et al, 2001 ; Gilson et al, 2003 ; Kannianen et al, 2004). L'innovation est une des principales raisons de l'intervention des gouvernements dans l'industrie du capital investissement (Brander et al, 2014). Elle permet d'attirer de nombreux investisseurs privés et ou indépendants. Pour mieux appréhender les différences de comportements entre investisseurs publics et privés, nous proposons une définition de l'innovation dans la sections suivante.

### **2.2.1 Définition de l'innovation : Un avantage stratégique et concurrentiel.**

Comme pour d'autres organismes, l'Insee va proposer une définition de l'innovation basée sur le manuel d'Oslo présentant quatre catégories qui la compose (Annexe 3). Avec cet exemple, on peut constater que l'innovation va se définir en lien avec les domaines concernés par son implication. La littérature qui lie innovation et capital-investissement va donc présenter, parfois de manière « indirecte », plusieurs propositions pour définir ce concept. Par exemple, Ueda (2010) suggère une définition basée sur une revue concernant les différentes mesures de l'innovation qui ont été utilisées au sein de la littérature. Certains de ces éléments de mesures font référence à l'innovation par produit (mesure avec les dépôts de brevets) (Acs et al, 1988) et d'autres tentent de quantifier le « degré de chaque innovation en comparant leur productivité » (mesure avec le facteur de productivité totale, TFP) (Ueda, 2010). On peut noter que pour Jaffe et Lerner (2004) les mesures par brevets peuvent poser des interrogations sur la valeur économique ou sur le fait que toutes les innovations ne sont pas brevetées.

La recherche et développement peut également être un instrument de mesure tout comme les approbations de la « food and drug administration » (Guedj et al, 2004 ; Ueda, 2010). D'autres définitions vont tenter de mettre en lien l'importance du processus de R&D et ses effets « indirects » sur l'innovation (Ueda, 2010). Ainsi selon Belze et Gauthier (2000, p.66): «

l'innovation est définie comme l'application industrielle ou commerciale d'une nouveauté sur un produit, un procédé ou processus de production. Le processus d'innovation intègre toutes les phases depuis la R&D jusqu'à la production et la commercialisation du produit impliquant aussi bien les membres de l'entreprise que les partenaires extérieurs ».

Néanmoins, ces différentes approches ne permettent pas de prendre en compte certaines dimensions qui vont lier l'innovation avec son contexte « direct ou indirect ». Par exemple, Abernathy (1978) va distinguer les principales innovations concernant les produits, les procédés, organisations et méthodes (Stévenot, 2005). Parmi ces exemples, il va prendre en compte et définir l'innovation stratégique « qui consiste à cibler de nouveaux marchés et/ou définir un nouveau positionnement par rapport à la concurrence » (Stévenot, 2005). Cette dimension prend son importance en ce qui concerne le lien entre financement et innovation au travers de l'intervention d'acteurs comme les capital-investisseurs ou les business angels. En effet, même s'il est essentiel de prendre en compte les différentes mesures concernant l'innovation, ou l'aboutissement des projets par la création de produit ou de procédés, la dimension stratégique n'en reste pas moins importante notamment au regard de l'influence des financements sur l'innovation. Nous souhaitons donc proposer la définition suivante de l'innovation qui sera en lien avec notre étude :

Ensemble des financements privés et ou publics qui revêtent un caractère stratégique pour une entreprise et qui s'établissent dans un nouveau projet permettant l'élaboration et la création d'un nouveau procédé ou produit, pouvant revêtir une forme financière, organisationnelle, technique, technologie, industrielle et commerciale.

Les caractéristiques des financements observés précédemment et cette proposition de définition nous permettent de mieux appréhender l'existence des effets des financements par C.I. public. Cette réflexion nous amène à poser la problématique suivante :

**Dans quelle manière « les financements » des capital-investisseurs publics peuvent avoir un effet sur l'innovation des entreprises ? L'effet serait-il empreint d'une certaine universalité ?**

Nous allons tenter de voir au travers d'une approche par les conflits mais aussi par une approche théorique basée sur les ressources (Resource-based view, Barney, 2001) comment les financements par C.I. publics su peuvent devenir un avantage concurrentiel et stratégique pour l'entreprise.

### **2.2.2. Le financement de l'innovation par les C.I. publics : Un effet non universel.**

Le financement de l'innovation grâce au capital-investissement révèle pour les capital-investisseurs une situation d'incertitude (Hege, 2001). Cette incertitude génère des conflits d'intérêts provenant de l'asymétrie d'informations entre investisseurs et dirigeants (Jégourel, 2014). L'incertitude qui s'explique par le manque d'informations concernant le financement d'un projet peut conduire à une situation de sélection adverse (Akerlof, 1970). Après la période de financement terminée, le manque d'expertise technique ou managériale pour contrôler les actions du dirigeant peut conduire à des problèmes d'aléa moral. Ainsi, il se peut que lorsqu'un financement d'une entreprise est effectué par un C.I ou d'un B.A, les effets de l'innovation sur les entreprises soient négatifs.

Selon les travaux effectués par Jensen et Meckling (1976), les relations entre investisseurs et dirigeants dans le cadre d'une relation d'agence peuvent aboutir à des conflits qui vont créer des coûts d'agence. Pour limiter les conflits d'intérêts et réduire ces coûts d'agence, des mécanismes de gouvernance basés sur une approche disciplinaire peuvent être utilisés. Certains de ces mécanismes peuvent être utilisés de manière formelle ou informelle (Stéphany, 2003). Ici l'objectif est d'obtenir, une convergence des intérêts entre investisseurs et dirigeants aboutissant à la création durable de valeur et à l'efficacité de l'investissement effectué.

Pour réduire les conflits d'intérêts entre investisseurs et dirigeants différentes mesures peuvent être adoptées. Ces mesures vont créer des coûts d'agences qui peuvent être divisés en trois catégories : « Monitoring costs », « bounding costs et « residual costs ». Dans la relation entre investisseurs et dirigeants :

- Les « Monitoring costs » peuvent représenter des mesures de contrôle ou d'incitations.
- Les « Bounding costs » peuvent apporter des informations essentielles de la part de l'agent pour atteindre un niveau de « certitude ».
- Les « Residual costs » correspondent à une réduction de la valeur de l'entreprise due à la mise en place de mesures formelles (contrats).

Dans les relations entre investisseurs et dirigeants certains conflits peuvent être dus au manque d'expérience et de professionnalisation des investisseurs. Selon Bruton et al, (2005) les C.I. sont particulièrement touchés par ces caractéristiques. Dans ce contexte, un autre problème lié à la performance et l'efficacité de l'investissement peut être observé. Pour Cumming et al (2006), certaines structures peuvent supporter de lourds coûts d'agences en contrepartie de faibles rendements. Cette situation peut conduire par exemple à un effet négatif du financement des C.I. sur l'innovation des entreprises.

Pour éviter ces différents conflits, Charreaux (1997) proposent les mécanismes d'incitations suivants (annexe 1). Ce tableau présente les principaux mécanismes pour le financement des P.M.E par capital-investissement. Il présente deux types de mécanismes, intentionnel et spontané, en référence au contexte de l'entreprise (mécanismes spécifiques) ou au contexte du marché (mécanismes non spécifiques). La relation entre investisseur et dirigeant dans le cadre d'un financement par C.I. public et privé et ses effets sur l'innovation des entreprises peut être basés sur les mécanismes spécifiques et intentionnels comme :

- Le conseil d'administration qui peut être considéré comme un organisme permettant de contrôler les décisions et les performances de l'entreprise. Selon Bruton & al (2005), le « conseil » peut créer un lien entre investisseurs et dirigeants ce qui peut permettre « de dépasser les difficultés et aboutir à la résolution des disputes contractuelles ». Ce type de relation peut permettre d'améliorer les choix futurs effectués dans l'entreprise, ce qui constitue un apport important (Pfeffer & Salancik, 1978; Bruton & al, 2005). Bruton & al (2005), souligne l'importance de ce type de « conseil » dans les pays nécessitant « un réseau et des relations de confiance fortes » comme dans certains pays Européens.

- Les tours d'investissements, peuvent représenter selon les capital-investisseurs, la possibilité de financement d'une entreprise à différents stades. De cette manière, les capital-investisseurs peuvent permettre une meilleure coordination dans les décisions d'investissements en choisissant de continuer à financer un projet ou non. Cette coordination peut conduire à une situation de réduction du risque et à une situation favorable pour les investisseurs. Les différents stades d'interventions peuvent également donner les moyens d'approfondir les contrôles effectués en matière de due diligence.

- L'effet d'image ou de réputation: En dehors des mécanismes spécifiques, les mécanismes spontanés peuvent permettre le respect des contrats évitant les conflits d'intérêts entre investisseurs et dirigeants, dans le but de conserver leur image et réputations intacte.

Même s'ils peuvent apporter certaines mesures pour réduire les conflits d'intérêts, les mécanismes ci-dessus peuvent présenter certaines limites. Ils ne semblent pas suffisants pour expliquer l'importance de l'impact du lien entre financement et effet sur l'innovation des entreprises. Pour dépasser l'approche disciplinaire nous proposons d'étudier l'approche basée sur les ressources qui semblent apporter des justifications sur la dimension stratégique et l'influence des financements par C.I. publics.

### **2.2.2. Interventions des C.I. publics: avantage concurrentiel et facteur d'innovation.**

Lors des financements effectués par C.I. une analyse approfondie du projet va permettre « d'identifier des compétences clefs » (Pfeffer et Salancik, 2003) « qui sont coordonnées par le savoir faire de ces derniers » (Prahalad et Hamel, 1990). Le contrôle du risque financier, technique et technologique du projet va s'effectuer par les C.I. au moyen de leur propre expertise (Ueda, 2010). Cette même connaissance technique pourra, par la suite, servir aux managers de l'entreprise. Ces compétences qui peuvent être apportées à la suite d'un financement par C.I. peuvent permettre à l'entreprise d'aboutir à son projet en termes de création d'innovation. Cette influence peut donc se révéler positive sur l'innovation des entreprises. Les connaissances spécifiques en matière du financement d'une firme et de ses spécificités en terme de projet vont permettre grâce à l'apprentissage et aux connaissances individuelles de générer un savoir aboutissant à un avantage concurrentiel (Grant, Spender 1996). Cet avantage concurrentiel peut être ici identifié comme étant l'innovation. Selon les travaux de Barney (1991), pour qu'une ressource permettent à une firme d'avoir un avantage concurrentiel durable, celle-ci doit être : créatrice de valeur, « mobile » (afin de permettre des performances durables) et elle doit permettre « de saisir les opportunités et de neutraliser les menaces ». Le financement par C.I. peut donc avoir un effet positif sur l'innovation des entreprises notamment lorsque ces derniers identifient les entreprises qui investissent fortement dans la recherche et le développement mais aussi lorsqu'elles effectuent des dépôts de brevets. Ces mêmes entreprises qui vont alors avoir l'avantage de l'innovation et des ressources vont acquérir des capacités dynamiques qui vont leur permettre de renouveler les compétences au sein de l'entreprise. Il est possible que les financements par C.I. puissent favoriser l'acquisition d'une innovation stratégique qui est le fruit de processus d'échanges, de connaissances, d'apprentissage lors du financement et du management de l'entreprise. Cette situation générant un avantage concurrentiel pouvant être un facteur positif sur l'effet de l'innovation des entreprises.

## CONCLUSION

L'objectif de cet article est de présenter par une approche conceptuelle l'importance des « ressources » sur le financement de l'innovation qui constitue un indicateur de la performance des entreprises. Nous avons constaté que certains effets d'isomorphismes mimétiques peuvent être présent chez des investisseurs publics en raisons du manque d'expérience ou de professionnalisation du métier. Néanmoins les relations entre capital-investisseurs laisseraient envisager l'échange de compétences mais également de ressources favorables au développement de la syndication mix. Par ailleurs nous observons que le financement de l'innovation par les C.I. publics peut constituer une ressource stratégique accordant un avantage concurrentiel et compétitif à l'entreprise. Néanmoins les différences de comportements entre investisseurs pourraient confirmer que l'impact de ce dernier sur l'innovation ne peut revêtir un caractère universel.

Nous pensons que cette étude revêt un caractère original de par la comparaison entre C.I. et de par le choix de la zone géographique étudiée. Cet article propose une définition de l'innovation qui peut venir enrichir la littérature existante sur le sujet. Dans une perspective d'ouverture, il conviendrait d'approfondir le rôle joué par les C.I. avec des études qualitatives et quantitatives pourraient être mobilisées dans ce cadre. Enfin, cette étude comparant C.I. public et privé pourrait être étendue à d'autres pays.

## BIBLIOGRAPHIE

- Acs, Z. J., & Audretsch, D. B. (1988). "Innovation in large and small firms: an empirical analysis". *The American economic review*, 678-690.
- Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence". *Journal of business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Bonnet, C., & Wirtz, P. (2011). Investor type, cognitive governance and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual framework. *Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral*, 1(1), 42-62.
- Bottazzi, L., & Da Rin, M. (2002). "Venture capital in Europe and the financing of innovative companies". *Economic Policy*, 17(34), 229-270.
- Brander, J. A., Du, Q., & Hellmann, T. (2015). "The effects of government-sponsored venture capital: international evidence". *Review of Finance*, 19(2), 571-618.
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). "Venture-capital syndication: Improved venture selection vs the value-added hypothesis". *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- Bruton, G. D., Fried, V. H., & Manigart, S. (2005). "Institutional influences on the worldwide expansion of venture capital". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(6), 737-760.
- Busenitz, L. W., Gomez, C., & Spencer, J. W. (2000). "Country institutional profiles: Unlocking entrepreneurial phenomena". *Academy of Management journal*, 43(5), 994-1003.
- Buzzacchi, L., Scellato, G., & Ughetto, E. (2013). "The investment strategies of publicly sponsored venture capital funds". *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 707-716.
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2016). "Governmental venture capital for innovative young firms". *The Journal of Technology Transfer*, 41(1), 10-24.
- Cumming, D. (2007). "Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds". *Journal of Business Venturing*, 22(2), 193-235.
- Cumming, D. (2014). "Public economics gone wild: Lessons from venture capital". *International Review of Financial Analysis*, 36, 251-260.
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). "Public policy and the creation of active venture capital markets". *Journal of Public Economics*, 90(8), 1699-1723.
- Da Rin, M., & Penas, M. F. (2007). "The effect of venture capital on innovation strategies (No. w13636)". National Bureau of Economic Research.
- David, P. A., & Scadding, J. L. (1974). "Private Savings: Ultrarationality, Aggregation, and Denison's Law' ". *Journal of Political Economy*, 82(2), 225-249.
- Desbrières, P. (2001). « Le capital-investissement. Banque & Marchés », (51), 40-45.

DiMaggio P. J., Powell W. W., 1983, "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organisational Fields", *American Sociological Review*, vol.48, April, pp.147-160.

DiMaggio P. J., Powell W. W., 1991, "The New Institutionalism in Organisational Analysis, Chicago: University of Chicago Press".

DiMaggio, P. J. (1988). "Interest and agency in institutional theory. Institutional patterns and organizations: Culture and environment", 1, 3-22.

Ferrary, M. (2009). « Les capital-risqueurs comme «transiteurs» de l'innovation dans la Silicon Valley ». *Revue française de gestion*, (10), 179-196

Ferrary, M. (2006). « Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque ». *Revue française de gestion*, (4), 171-181.

Ferrary, M., & Granovetter, M. (2009). "The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network". *Economy and Society*, 38(2), 326-359.

Gauguier, J. J., & Lorenzi, J. H. (2005). « Le private equity européen et français: un rôle trop faible dans le financement de l'innovation ». Paris Dauphine University.

Gompers, P., & Lerner, J. (1998). "Conflict of interest in the issuance of public securities: evidence from venture capital" (No. W6847). National Bureau of Economic Research.

Hall, B. H. (2002). "The financing of research and development". *Oxford review of economic policy*, 18(1), 35-51.

Hellmann, T., & Puri, M. (2002). "Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence". *The journal of finance*, 57(1), 169-197.

Herrera-Echeverri, H., Haar, J., & Estévez-Bretón, J. B. (2014). Foreign direct investment, institutional quality, economic freedom and entrepreneurship in emerging markets. *Journal of Business Research*, 67(9), 1921-1932.

Kaplan, S., and P. Strömberg, 2004, "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses", *Journal of Finance* LIX: 5, 2177-2210.

Kormendi, R. C. (1983). "Government debt, government spending, and private sector behavior". *The American Economic Review*, 73(5), 994-1010.

Kortum, S., & Lerner, J. (2000). "Assessing the contribution of venture capital to innovation". *RAND journal of Economics*, 674-692.

Jensen, M., and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 78-133.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. (1998). "Capital markets and legal institutions. Beyond the Washington consensus: Institutions matter", 73-92.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). "Investor protection and corporate governance". *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.
- Leleux, B., & 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. (2002). "When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes". *The Economic Journal*, 112(477), F73-F84
- Manigart, S. (1994). "The founding rate of venture capital firms in three European countries" (1970–1990). *Journal of Business Venturing*, 9(6), 525-541.
- Martin, S. and Scott, J. T. (2000) "The nature of innovation market failure and the design of public support for private innovation", *Research Policy* 29, 437–447.
- Meggison, W. L. (2004). "Toward a global model of venture capital?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), 89-107.
- Pommet, S., & Rainelli, M. (2012). « Capital-investissement et performances des firmes: le cas de la France ». *Vie & sciences de l'entreprise*, (1), 30-45.
- Reiner, M. L. (1989). « The transformation of venture capital: A history of venture capital organizations in the United States (Vol. 2). University of California, Berkeley.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). "Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*", 11(6), 439-469.
- Schmidt-Traub, G., & Sachs, J. (2015). "Financing sustainable development: Implementing the SDGs through effective investment strategies and partnerships". Retrieved June, 30, 2015.
- Schwiebacher, A. (2005). "An empirical analysis of venture capital exits in Europe and the United states". In *EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper*.
- Scott, W. R. (1995). "Institutions and organizations" (pp. p-33). Thousand Oaks, CA: Sage.
- Stephany, E. (2001). « L'évolution des pratiques du capital-risque en France ». *Revue française de gestion*, 63-75.
- Stévenot, A. (2005). « La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement: d'une approche juridico-financière à une approche cognitive ». 14ème Conférence Internationale de Management Stratégique.
- Samuelson P.A., 1954, « The pure theory of public expenditures », *The Review of Economics and Statistics*, 36, 4, 387-389.
- Suchman, M.C. (1995). "Localism and globalism in institutional analysis: The emergence of contractual norms in venture finance". *The institutional construction of organizations*, 39-63.
- Ueda, M., & Hirukawa, M. (2008). "Venture capital and industrial 'innovation'". Available at SSRN 1242693.

Williamson O. E., 1993, "Calculativeness, trust and economic organization", Journal of Law & economics, vol.36, avril, pp.453-486.

Williamson O.E., 1985, "The Economics Institutions of Capitalism", Free Press, 1985.

Wright M. (2002). « Le capital investissement », Revue française de gestion, vol. 28, n° 141, p. 283-302.

Annexes

Annexe 1 : Tableau A: L'institutionnalisation du capital-investissement:

**The Institutionalization of Venture Capital**

	<b>Normative</b>	<b>Regulatory</b>	<b>Cognitive</b>
U.S. & U.K.	Strong normative values in industry.	*Mature. *Common law provides high shareholder protection. *Strong public equity markets.	*Status of entrepreneurs is high. *Reliance on social networks relatively weak.
Continental Europe	Industry developed from U.S. Strong normative values from U.S. due to its origin, training and interconnections in the industry.	*Mature. *Civil law provides lower shareholder protection. *Bank centered financial markets.	*Status of entrepreneurs is lower than in the U.S. but higher than Asia *Reliance on social networks stronger than in U.S. but weaker than in Asia.
Asia	Industry developed from U.S. Strong normative values from U.S. due to training and interconnections in the industry.	*Generally poorly developed. *Often do not enforce laws/regulations.	*Status of entrepreneurs is low. *Reliance on social networks stronger than US or Europe.

Source: Bruton, G. D., Fried, V. H., & Manigart, S. (2005). Institutional influences on the worldwide expansion of venture capital.

Annexe 2 : Tableau B : Les mécanismes de contrôle d'incitation du dirigeant.

**TABLEAU 1. : LES MECANISMES DE CONTROLE ET D'INCITATION DU DIRIGEANT**

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Assemblée des actionnaires Conseil d'Administration Système de rémunération Clauses du pacte d'actionnaires Contrôle par les salariés Nature du suivi	Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	Réseaux de confiance informels Contrôle par les salariés Culture d'entreprise Réputation...	Marchés de biens et services Marchés financiers Marché du travail Environnement médiatique...

Source : D'après Charreaux, 1997.

Annexe 3 : Définition des catégories d'innovations selon le manuel d'Oslo.

La dernière version du manuel d'Oslo définit quatre catégories d'innovations du 13/10/2016:

- de produit (bien ou prestation de service) : une innovation de produit correspond à l'introduction d'un bien ou d'un service nouveau ou sensiblement amélioré sur le plan de ses caractéristiques ou de l'usage auquel il est destiné. Cette définition inclut les améliorations sensibles des spécifications techniques, des composants et des matières, du logiciel intégré, de la convivialité ou autres caractéristiques fonctionnelles.

- de procédé : une innovation de procédé est la mise en oeuvre d'une méthode de production ou de distribution nouvelle ou sensiblement améliorée. Cette notion implique des changements significatifs dans les techniques, le matériel et/ou le logiciel.

- d'organisation : une innovation d'organisation est la mise en oeuvre d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures de la firme ;

- de marketing : une innovation de marketing est la mise en oeuvre d'une nouvelle méthode de commercialisation impliquant des changements significatifs de la conception ou du conditionnement, du placement, de la promotion ou de la tarification d'un produit.

Source : INSEE INNOVATION.