
Les partenariats publics-privés dans le financement de l'entrepreneuriat

Gabriel Bissiriou*

S'agissant du noyau triptyque entrepreneuriat-développement économique-institutions, la question du gap financier que subit l'entrepreneur dans son accès aux structures externes de financement appelle à faire évoluer les rôles respectifs des investisseurs privés et publics dans le financement de l'entrepreneuriat, acteur central dans la création et la diffusion de l'innovation, et dans le processus de « destruction créatrice » de Schumpeter (1934).

Cet article a trois objectifs. D'abord, souligner l'importance du lien entre la propension à entreprendre et les trois phases du développement économique de Porter et al. (2002, 2008)¹, ensuite, montrer l'insuffisance de l'offre privée et la diversité de l'offre publique dans l'atteinte de leurs objectifs respectifs, enfin, explorer les solutions possibles d'une approche intégrative par les partenariats publics-privés dans le financement de l'entrepreneuriat, notamment dans les phases d'éclosion de l'entrepreneuriat.

Les liens entre entrepreneuriat et niveaux de développement

Ces liens entrepreneuriat-niveaux de développement peuvent être analysés, d'abord quantitativement, ensuite qualitativement.

Quantitativement

Les études du *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM)² évaluent systématiquement

deux types d'entrepreneuriat : le niveau d'activité des *start-ups* (créations d'entreprise) et la prévalence des jeunes entreprises innovatrices (JEI) ayant survécu à cette phase de création. D'une part, l'activité de création (*start-up*) est mesurée par la proportion, dans chaque pays, de la population adulte (18-64 ans) actuellement engagée dans le processus de création d'entreprise. D'autre part, la proportion d'adultes dans chaque pays engagée dans la gestion d'une JEI de moins de 42 mois mesure la présence de nouvelles firmes. Le modèle GEM sert à interpréter à la fois le processus de collecte de données et à fournir un schéma d'explication théorique et politique (Levie et Autio, 2008). Les conclusions de ces études confortent les résultats de Porter et al (2002, 2008) sur le fait que l'économie globalisée se décompose en trois niveaux de développement dont le *factor-driven stage* (1er stade), le *efficiency-driven stage* (stade intermédiaire) et le *innovation-driven stage* (stade ultime) et qu'afin de comprendre l'entrepreneuriat dans tous ces trois niveaux, les données entrepreneuriales doivent refléter les étapes du développement. Ce moyen passe de simples mesures de l'entrepreneuriat à travers les pays illustrant une relation *U-shaped* (courbe en U) à des mesures plus complexes qui sont positivement liées et sont *S-shaped* (courbe en S). En d'autres termes, l'entrepreneuriat de nécessité serait davantage le fait de la phase initiale du développement (*factor-driven stage* : pays en développement) que de la phase intermédiaire (*efficiency-driven stage* : pays émergents) qui développe progressivement un entrepreneuriat de gestionnaires de grandes firmes, la 3ème phase (*innovation-driven stage* : pays industrialisés) où règne pleinement l'esprit d'initiative et d'innovation propice à

¹ Cf. Porter, Sachs, McArthur (2002), "Executive summary : Competitiveness and stages of economic development", in M. Porter, J. Sachs, P.K. Cornelius, J.W. Mc Arthur & K. Schwab (Eds), *The Global Competitiveness Report 2001-2002* (pp. 16-25), New York Oxford University Press. Cf aussi Porter M.E. & K. Schwab (2008), *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Geneva, Switzerland ; World Economic Development. Cf également Porter M.F. et K. Schwab (2008), *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, Genève, Suisse, Forum Economique Mondial.

² Le programme de recherche du GEM est une évaluation annuelle du niveau national de l'activité entrepreneuriale. Initié en 1999 avec 10 pays, il couvre plus de 60 pays (pays industrialisés, pays émergents et pays en développement) en 2008. Ce programme de recherche se base sur l'évaluation harmonisée du niveau national d'activité entrepreneuriale des pays membres pour explorer le rôle de l'entrepreneuriat dans la croissance économique nationale.

* Docteur en économie

l'avènement d'une économie de la connaissance et d'entrepreneuriat d'opportunité.

Ce modèle de la courbe en U a des limites dans la mesure où il est utile pour le déclin de l'entrepreneuriat de survie (travailleur indépendant) dans les comparaisons entre pays en développement (PED), mais moins utile pour expliquer l'entrepreneuriat dans sa diversité et dans les transitions entre les différentes phases (Acs et Amoros, 2008). La preuve en est des interrogations qu'elle suscite quant à son efficacité explicative (Carree et al., 2007).

Cet indice complexe du GEM intègre, non seulement des mesures quantitatives de l'entrepreneuriat, mais également des mesures qualitatives des différences institutionnelles permettant d'estimer l'impact de l'entrepreneuriat sur le développement économique des pays membres. C'est l'objet de l'analyse qualitative du lien entre les attitudes, activités et aspirations entrepreneuriales.

Qualitativement

La transition d'une phase à l'autre nécessite une variété de conditions institutionnelles qui affectent la nature multiforme de l'entrepreneuriat (accès au financement, à l'éducation et à la formation, au transfert de R-D et aux technologies, accès aux structures publiques et privées de soutien et aux cultures d'entreprise, etc). Ces conditions environnementales affectent, selon certains auteurs (Hessels, Van Gelderen et Thurik, 2008 ; Acs et Szerb, 2008), trois composantes essentielles à l'épanouissement de l'entrepreneuriat : les attitudes, l'activité et les aspirations entrepreneuriales. Les *attitudes entrepreneuriales* (légitimité de l'entrepreneuriat en société) peuvent influencer l'activité entrepreneuriale, mais peuvent être aussi influencées par cette dernière.

En d'autres termes, si les attitudes nationales envers l'entrepreneuriat sont positives, celles-ci généreront des soutiens culturels, des aides, des ressources financières et des réseaux bénéfiques à des entrepreneurs établis et potentiels. L'*activité entrepreneuriale* est multiforme, mais un aspect important reste la propension d'une population à créer de nouvelles entreprises, à la fois en termes absolus et relatifs, comparée à d'autres activités économiques telles que la fermeture d'entreprises. Différents types

d'activité entrepreneuriale peuvent être distingués, si l'on considère le monde des *business models* actuels : par exemple, la création d'entreprise peut varier selon le secteur industriel, selon la taille de l'équipe fondatrice, ou selon le degré d'indépendance, ou encore selon la démographie des créateurs, tel que le genre, l'âge ou le niveau d'éducation. L'activité entrepreneuriale est plus perçue comme un processus que comme un événement. C'est la raison pour laquelle le GEM mesure les intentions entrepreneuriales et les activités naissantes d'entreprises nouvelles et établies par le taux de création d'entreprise ajusté par les fermetures d'entreprises. L'examen de multiples composantes de l'activité entrepreneuriale permet aussi d'explorer les différences dans le processus entrepreneurial aux trois stades principaux du développement économique des pays. Par exemple, l'activité de nouvelles entreprises est censée être élevée dans les économies à *factor-driven* parce qu'elle est motivée par une économie de nécessité. Par contre, la proportion d'entrepreneuriat d'opportunité est censée être plus élevée dans les pays industrialisés en *innovation-driven* stage que dans les économies à *factor-driven* et à *efficiency-driven*. L'*aspiration entrepreneuriale* reflète la nature qualitative de l'activité entrepreneuriale. Par exemple, les entrepreneurs diffèrent dans leurs aspirations à introduire de nouveaux produits ou processus, à s'engager dans de nouveaux marchés, à élaborer une organisation et à financer sa croissance avec des capitaux externes.

La réalisation de ces aspirations affecte l'impact économique de ces activités entrepreneuriales. Les produits et processus d'innovation, l'internationalisation et la recherche d'une croissance élevée sont considérés comme les traits majeurs d'une forte aspiration entrepreneuriale. Différentes études empiriques ont montré que les aspirations entrepreneuriales sont de meilleurs prédicateurs de résultats (Cassar 2007 ; Wiklund et Shepherd 2003). Ils ont estimé un modèle à deux équations expliquant les aspirations entrepreneuriales en utilisant des variables socio-économiques. Un de leurs résultats est que les pays industrialisés à fort taux d'aspirations entrepreneuriales tendent à avoir des taux plus élevés de création d'emplois et d'entrepreneuriat orienté vers l'exportation.

En définitive, cette revue de la littérature sur le lien entre entrepreneuriat-développement

économique-institutions montre que, pour comprendre l'entrepreneuriat à travers les trois stades de développement d'une économie globalisée, il est nécessaire d'évoluer :

- d'une part, de l'utilisation d'instruments de mesures insuffisants illustrant la relation de la courbe en U (U-shaped curve) vers des instruments de mesure plus complexes qui soient positivement liés aux différents niveaux de développement et qui soient sous forme de S-shaped curve,
- d'autre part, d'une analyse quantitative vers une analyse plus qualitative sur l'impact (direct et indirect) des différents contextes institutionnels nationaux sur les différents types d'attitudes, activités et aspirations entrepreneuriales selon les différents stades de développement économique, ceci grâce à l'affinement des instruments de mesure qualitatifs.

En d'autres termes, pour les pays industrialisés en *innovation-driven stage*, les politiques publiques peuvent positivement influencer l'entrepreneuriat dans ses dimensions micro et macro-économiques, en stimulant l'éducation entrepreneuriale, l'investissement, et le commerce international pour faciliter la diffusion d'innovation par l'exportation et en apportant des soutiens conséquents à quelques champions sectoriels. Par ailleurs, les pays en phase de *factor-driven* devraient s'acheminer vers la phase d'*efficiency-driven* en se préoccupant davantage d'instaurer des environnements institutionnels et macro-économiques stables et en augmentant la capacité entrepreneuriale, notamment dans l'absorption des transferts de technologies et de savoir-faire. A ce sujet, l'étude des conditions institutionnelles et environnementales est particulièrement utile à l'élaboration de politiques publiques adéquates, parce que les entrepreneurs sont plus rapidement sensibles aux réformes politiques, à la différence des facteurs microéconomiques qui peuvent exiger de temps de réaction.

Parmi les différents mécanismes institutionnels existants, nous avons choisi d'étudier l'adéquation des fonds externes aux besoins financiers et attentes de l'entrepreneuriat dans les trois phases de développement des pays membres du GEM. Face à l'insuffisance de l'offre de fonds privés et à la diversité de celle des fonds publics, nous tenterons d'explorer une des solutions possibles, celle d'une approche intégrative

par les partenariats publics-privés dans le financement des phases d'éclosion de l'entrepreneuriat.

L'insuffisance de fonds privés et la diversité des fonds publics dans le financement de l'entrepreneuriat

L'insuffisance de fonds privés

Dans la littérature sur la finance entrepreneuriale (Pfeffer et Salancik, 1978 ; Castrogiovanni, 1991 ; Specht, 1993), plusieurs sources alternatives de fonds externes destinés aux nouvelles entreprises et PME ont été analysées. Bien que l'autofinancement soit considéré comme étant la principale source de financement dans les premières phases de création de l'entreprise, des sources alternatives de fonds tels que les banques, les sociétés de capital risque (*venture capital companies*) et les investisseurs informels (notamment les *business angels*) semblent jouer des rôles plus ou moins importants selon les phases de création, croissance ou maturité de l'entreprise.

De ces trois sources externes de financement, seule la disponibilité de l'investissement informel (regroupant les membres de la famille de l'entrepreneur, ses amis et les *business angels*) contribue de manière significative à la propension entrepreneuriale. La disponibilité de cette forme d'investissement de proximité semble déterminante à l'éclosion de l'entrepreneuriat d'opportunité et au développement d'activités entrepreneuriales à haut potentiel de croissance (Wetzel, 1983 ; Masson et Harrison, 2000 ; Autie et al., 2003). Inversement, la disponibilité des prêts bancaires et des investissements en *venture capital* (VC) s'est révélée statistiquement insignifiante pour ces deux types d'entrepreneuriat, du fait du risque élevé des projets ou d'activités en amont du cycle de croissance (recherche, faisabilité, prototypes et démarrage). Si l'investissement en *venture capital* varie de 0,01 % à 0,4 % du PIB dans 27 pays membres du GEM, l'investissement informel s'élève par contre à 2,5 % du PIB dans la plupart de ces mêmes pays, avec une moyenne de 1 % du PIB dans l'ensemble des 43 pays membres. Bien que l'investissement en VC soit considéré comme n'expliquant pas de manière significative le niveau national de propension entrepreneuriale, ceci ne doit pas sous-estimer l'importance de ce type d'investissement formel dans le financement

de jeunes pousses innovatrices (*start-ups* dans les secteurs spécialisés de hautes technologies tels que les NTIC et les biotechnologies) (Bygrave et Hunt, 2004).

L'insignifiance statistique de la disponibilité de l'endettement bancaire semble confirmer l'affirmation de la littérature théorique selon laquelle les problèmes d'asymétrie d'information et d'aléa moral limitent l'accès des nouveaux entrepreneurs (dépourvus de suretés réelles et d'antécédents professionnels) à cette source de financement.

Si, en dépit de l'importance de l'investissement informel (famille, amis et *business angels*) et de l'investissement VC dans les premières phases de développement des PME, l'offre de capital privé reste insuffisante pour augmenter la propension entrepreneuriale, les attentes que l'on place actuellement dans le capital-investissement (*private equity*) se nourrissent-elles d'espoirs raisonnables ou d'illusions, dans ce contexte des débats de l'après-crise ?

La globalisation financière des marchés, le développement des produits dérivés et des NTIC ont élargi le champ des investissements en capital à la notion de capital investissement (*private equity*) qui se rapproche davantage des investissements à rentabilité de long terme, plus adaptés au financement de l'entrepreneuriat davantage porteur de projets à moyen et long terme. Le terme générique de *private equity* désigne l'ensemble des activités ayant pour trait commun d'investir dans des sociétés non cotées (notamment les PME) et d'en épauler étroitement le management. Le *private equity* est une notion plus large que le capital-risque et recouvre notamment le capital d'amorçage (*seed capital*), le capital-risque (*venture capital*) ou capital-crédation (*start-up* et *early stage*) qui finit par organiser sa sortie du capital après l'obtention d'un retour sur investissement, soit après l'introduction en bourse réussie du *start-up* (*initial public offering, IPO*), soit par sa vente à d'autres entreprises ou groupes dans le cadre des stratégies de fusion-acquisition, le capital-développement (*expansion stage*) et le capital-reprise ou transmission (*Leverage buy out, LBO*).

Ce *private equity*, qui couvre pratiquement la totalité du processus de développement de l'entreprise, a ceci de déterminant, c'est qu'il intervient bien plus en amont et de manière plus importante que les banques dans les phases de développement. La question est de savoir s'il est réellement capable de prendre

d'avantage de risques que les banques ? Deux logiques d'investissement s'opposent :

- celle d'une industrie assez normée vivant de fonds d'investisseurs avides de rendements plus élevés que la moyenne boursière, sacrifiant les investissements à long terme (Stein, 1988) au profit d'une approche conventionnelle de l'innovation, fondée sur quelques réussites communément partagées (Google, Intel, Fed Ex, etc) (phases de croissance et de maturité) ;
- Celle d'une industrie capable, avec l'aval des pouvoirs publics, de pouvoir remplir des missions d'intérêt général de détection des talents et des projets les plus porteurs (phases d'amorçage et de création, *early stages*).

Tout dépendra des formes de partenariats publics-privés (PPP) capables de relever ce défi dans ce contexte de la finance globalisée d'après-crise et de la recherche du financement du long terme au détriment de la rentabilité du court terme. Pour ce faire, l'offre de fonds privés et publics pourrait être considérée dans les deux cas comme un investissement productif. Afin d'explorer les possibilités de développement de ces types de PPP, il convient d'analyser l'adéquation de l'offre publique à l'augmentation de la propension entrepreneuriale.

L'apport des fonds publics

Bien que la baisse annuelle de l'activité des *business angels* et des sociétés de *venture capital* dans les autres pays du G7 ne soit pas aussi forte qu'aux Etats-Unis et qu'au Royaume-Uni en 2009, suite à la crise de septembre-octobre 2008, il n'en reste pas moins que les logiques de marché de ces deux types d'investisseurs ne permettent pas de répondre de manière satisfaisante aux besoins en fonds propres et conseils des jeunes entreprises en phases d'amorçage et de création. D'où l'intérêt d'apprécier l'apport de l'offre publique pour pallier les insuffisances de l'offre privée. Dans cette perspective, la plupart des pouvoirs publics ont joué un rôle actif dans le financement des premières phases de création de jeunes entreprises innovatrices (JEI) ces dernières décennies. Bien que les structures précises de ces programmes diffèrent selon les pays (Etats-Unis, pays européens et asiatiques), les efforts se sont basés sur deux types d'hypothèses : i) que l'offre privée de fonds propres reste insuffisante pour financer les créations, et ii) que les pouvoirs publics peuvent identifier les entreprises dans lesquelles les investissements

sont censées générer de hauts rendements sociaux et/ou privés ou encourager les acteurs privés capables de les réaliser (Lerner, 1998).

Contrairement aux différentes formes d'interventions publiques destinées à stimuler la croissance qui ont suscité l'intérêt des économistes (tels que les programmes de privatisation), la littérature économique est restée très discrète sur l'efficacité de leurs modes de fonctionnement (à quelques rares exceptions, Klenow, 1996 ; Lerner 1996 ; Wallsten, 1996 ; Lerner, 1998).

Au-delà du consensus général sur la nécessité de poursuivre les efforts publics en faveur de la recherche et de l'innovation, la diversité des stratégies élaborées par les pays témoigne de leurs soucis légitimes de répondre aux besoins d'adaptation de leurs entreprises (notamment les PME) à la nouvelle donne mondiale (nouveaux mécanismes de production et de diffusion du savoir et de la technologie). Qu'il s'agisse de privilégier la voie indirecte des allègements fiscaux (crédit d'impôt-recherche et capital-risque pour les Etats-Unis), ou celle directe des subventions ou avances remboursables (France), aucun système d'intervention publique ne semble avoir réellement résolu le problème. L'alternance des périodes de crise et de croissance a plus ou moins ranimé les débats entre les bienfaits de l'Etat-Providence et l'Etat-gendarme du marché, malgré l'abondance des moyens alloués.

En termes d'abondance des moyens utilisés par les différents pays industrialisés, l'effet de levier des dispositifs est généralement observé avec plus ou moins de succès dans l'ensemble des pays concernés, avec une avance relativement reconnue du dispositif américain sur les autres. Si le dispositif américain d'aide publique, basé sur sa subsidiarité à l'offre privée du capital-risque, est considéré comme « *une machine à créer des emplois et des entreprises* » et que l'explication tient au système des SBA/SBIR³ et des incitations fiscales, celui des pays européens, fondé sur des subventions, exonérations et garanties publiques, ne connaît actuellement aucune ampleur comparable (Lorenzi et Villemeur, 2009). Qu'il s'agisse du système allemand qui

dispose de plus de 800 programmes régionaux et fédéraux de financement de JEI, ou qu'il s'agisse du système français qui dispose aussi des plusieurs instruments tels que les interventions d'OSEO en garantie de concours bancaires (garantie Sofaris) en cofinancement de crédits bancaires, escomptes de créances publiques, d'avances remboursables et de quasi-fonds propres, ou les engagements de la CDC-Entreprises, filiale de la Caisse des dépôts, en faveur du capital-risque et du capital-investissement destinés principalement aux investissements technologiques (France-Investissement créé en 2006) et aux fonds d'investissement régionaux (FCPI), sans oublier les efforts d'autres pays européens dans le sillage de la stratégie de Lisbonne (2000, 2004), les intentions européennes sont réelles mais les résultats restent encore en-dessous des performances américaines.

En termes d'analyses empiriques de l'efficacité des différents instruments utilisés des deux côtés de l'Atlantique, l'évaluation de leurs succès semble difficile en l'absence d'analyse comparative avec des entreprises créées sans l'assistance de ces dispositifs⁴. De fait, la plupart des études disponibles se sont basées sur des bases de données fournies par les bénéficiaires ; il y a très peu de tentatives de traitement de la question de la performance sur la base de comparaison de données opposées, excepté l'étude de Lerner (1999). Il a comparé 1435 bénéficiaires du soutien des SBIR à un échantillon correspondant d'entreprises non bénéficiaires sur une période de post-allocation de dix ans. Comme la plupart des entreprises sont privées, il n'a pas pu analyser leur rentabilité, mais il a trouvé que les entreprises bénéficiaires des subventions des SBIR se développent ensuite plus rapidement que les autres. Il a attribué certains de cet effet de « label de qualité » au gouvernement qui a permis aux entreprises bénéficiaires de collecter en même temps des fonds d'autres sources privées⁵. Par ailleurs, beaucoup d'observateurs perçoivent la croissance de l'industrie du capital risque (*venture capital*, VC) spécialement aux Etats-Unis comme une solution de « libre marché » aux problèmes de financement des JEI (*start-ups*) en termes de

³ En complément du système de la SBA (Small Business Administration) créée en 1953 pour gérer les aides aux PME, le gouvernement américain a créé en 1982 un programme d'amorçage technologique, la SBIR (Small Business Innovation Research) qui encourage les chercheurs à créer de jeunes pousses et les PME existantes à explorer leur potentiel technologique, mais incite également à la commercialisation de produits innovants.

⁴ Pour une revue complète des programmes des SBIR incluant des études de cas, voir le *National Research Council*, 1998.

⁵ Voir aussi Spivack (2001) pour d'autres études de tels programmes, incluant des études européennes ; voir également David, Hall et Tirole (2000) et Klette et al. (2000) pour des études de l'évaluation des programmes de R-D en général.

réduction de l'asymétrie d'information et d'aléa moral. Quant à beaucoup de programmes européens, ils ont, parmi leurs objectifs, la fourniture de fonds d'amorçage (*seed capital*) et l'encouragement d'une industrie VC qui traite les besoins des JEI. Mais le constat est que, si les montants VC disponibles aux Etats-Unis et en Europe sont à peu près comparables, l'allocation relative aux nouvelles entreprises (*seed money* et *start-ups*) en Europe sont beaucoup plus bas, en dessous de 10 % en Europe en 2003 par rapport à 27 % aux Etats-Unis. Des montants comparables ont été utilisés pour financer différents types de rachats d'entreprises (GEM, 2008). Aux Etats-Unis, l'industrie VC consiste en un pool de fonds spécialisés (provenant en général d'investisseurs privés) qui sont gérés et investis dans des compagnies par des individus qui les connaissent bien. En principe, l'idée est que les gestionnaires d'investissement soient mieux informés et que l'aléa moral soit minimisé.

C'est dans cadre de la relation d'agence entre la firme et les investisseurs extérieurs que nous nous plaçons pour étudier la forme de contrat optimal de financement de l'entrepreneuriat.

Le contrat d'agence entre entrepreneurs et investisseurs

Dans le cadre de la relation entre d'agence entre l'entrepreneur et les investisseurs extérieurs, la littérature *théorique* sur le financement des JEI (*start-ups*) s'intéresse essentiellement à la forme de contrat optimal de financement entre l'entreprise et la société VC et étudie les mécanismes incitatifs à élaborer pour résoudre les problèmes d'aléa moral. Ces problèmes d'aléa moral pouvant résulter de la non-observabilité de l'effort fourni par l'entrepreneur, ou par les deux catégories d'acteurs (l'entrepreneur et la société VC) (Keuschnigg et Nielsen, 2003 ; Hellman, 2002), ou encore de problèmes d'aléa moral *ex post* tel que l'habillage de bilan (Cornelli et Yosha, 2002). Ces études théoriques s'intéressent à deux voies de recherche fécondes : d'un côté, celle portant sur la question du partage des droits financiers et de l'attribution des droits de contrôle, de l'autre celle mettant en évidence l'intérêt de l'usage des dettes convertibles (Dewatripont et al., 2003) et du financement séquentiel (Bergemann et Hege, 1998).

Si la première voie considère que le partage des titres financiers doit garantir à l'entrepreneur et à la société VC une

rémunération suffisante pour mieux les impliquer dans la réussite du projet, et que l'attribution des droits de contrôle permet à la société VC d'intervenir dans la gestion de l'entreprise et de favoriser l'éviction parfois du fondateur en cas de performances insuffisantes (Lerner, 1995 ; Hellmann, 1998).

La seconde voie considère d'une part, que le financement par étapes permet à la société VC de menacer l'entrepreneur de ne pas poursuivre le financement à l'étape suivante si les résultats intermédiaires ne sont pas satisfaisants. Cette contrainte peut, non seulement amener l'entrepreneur à adopter un comportement maximisant les objectifs préalablement définis, mais aussi à favoriser un comportement de court terme (à savoir réussir les objectifs intermédiaires) ou encore à maquiller son bilan pour éviter l'arrêt du financement ; d'autre part, l'usage des dettes convertibles en actions permet de limiter ce type de comportement (aléa moral) de la part de l'entrepreneur. Si les résultats sont bons, la société VC exerce son option de conversion et devient détentrice d'une fraction du capital de l'entreprise (Cornelli et Yosha, 2002). En d'autres termes, le contrat VC ici est un modèle complexe hybride dettes-fonds propres qui ressemble plus à une dette lorsque l'entreprise n'assume pas (donnant le contrôle à la société VC) et ressemble plus à des fonds propres lorsque l'entreprise se comporte bien (gardant le contrôle avec de parfaits mécanismes d'incitation).

D'un point de vue *empirique*, Kaplan et Stromberg (2002) ont procédé à une étude détaillée des instruments financiers et des instruments de contrôle dans les contrats effectivement passés aux Etats-Unis entre les sociétés VC et les entreprises qu'elles financent. Ils soulignent que le financement par capital VC se fait souvent par le biais des obligations convertibles. Par contre, Bottazzi, Da Rin et Hellmann (2004) observent qu'en Europe, les instruments financiers semblent plus classiques dans la mesure où la majorité des financements des JEI se font sous forme d'actions. Ces résultats corroborent la différence substantielle dans la structure des fonds VC entre les deux côtés de l'Atlantique. Les institutions financières (essentiellement les fonds de pension) sont de loin les plus grands contributeurs aux Etats-Unis (près des 2/3 des fonds d'investissement) (61 % aux Etats comparés à 31 % en Europe en 2000), tandis que les institutions financières européennes (dominées par les banques) (32 % en Europe contre 23 % aux Etats-Unis en

2000), les grands groupes européens contribuent à hauteur de 10 % (ces fonds captifs ayant plus que doublé depuis 1997) et les subventions publiques européennes pour 5 % comparé aux Etats-Unis où les chiffres avoisinent respectivement les 4 % et 0 % en 2000 (Bozatti et al., 2004). La stabilité de la part des fonds d'investissement institutionnels américains (moyenne d'environ 61 % depuis 1991) et la non existence virtuelle de subventions publiques américaines (les SBIC n'étant pas considérées comme des sociétés VC) sont est un signe de maturité de ce marché aux Etats-Unis.

Conclusion

Ce constat de faible maturité des fonds VC en Europe, en dépit de la création d'Euronext et de sa fusion avec le *New York Stock Exchange* (NYSE) nous amène à nous interroger sur la traditionnelle distinction entre le modèle anglo-saxon (à dominance marché) et le modèle rhénan (à dominance bancaire). L'utilisation de la relation d'agence *Multiple Principals-agent* à travers le partenariat public-privé dans le financement de l'entrepreneuriat constitue une voie de recherche féconde dans la prise en compte de la stratégie de ces différents acteurs du long terme.