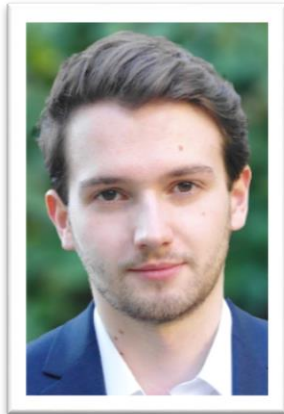




Capital-risque et performance à court terme de l'entreprise après introduction en bourse



**Victor Boullenger,
CPM Origination Trainee,
Crédit Agricole Corporate & Investment Bank**



**Mikael Petitjean, CAIA, FRM
Associate Professor of finance,
IESEG School of Management & Louvain School of Management**



**Patrick Daguet, CFA
Lecturer in finance,
IESEG School of Management**



L'objectif de cet article est de mieux comprendre l'impact que le capital-risque peut avoir sur la performance à court terme des entreprises après leur introduction en bourse. Notre échantillon est composé de 601 entreprises ayant été introduites en bourse sur les marchés nord-américains ou européens entre 2010 et 2015. Cet échantillon est composé de 204 firmes ayant bénéficié de fonds provenant de capitaux-risqueurs et de 397 entreprises n'ayant pas reçu ce genre de financement. Cette étude montre, entre autres, que la présence de capital-risque ne conduit pas à une meilleure performance comptable un an après l'introduction en bourse, même si elle s'accompagne d'une plus forte croissance des ventes chez les entreprises aidées par ce type de financement.

Introduction

Même si l'apparition de véritables capitaux-risqueurs remonte à la fin des années 1940, c'est l'arrivée d'Internet qui a rendu ce type de financement incontournable pour de nombreuses entreprises innovantes et désireuses de se développer rapidement. Depuis plus d'une dizaine d'années, de jeunes entreprises voient leur valorisation augmenter à une vitesse exponentielle, parfois quelques années après leur création seulement. L'exemple le plus connu est sans aucun doute Uber, l'entreprise qui propose un service de chauffeurs via une application sur smartphone. Créée en 2009, la firme américaine affichait une valorisation de 62,5 milliards de dollars à la fin de l'année 2015, seulement six ans après sa création. L'exemple d'Uber n'est pourtant pas une exception.

Un nouveau terme a fait son apparition pour désigner les entreprises qui atteignent rapidement de très hautes valorisations : les « licornes », qui désignent les entreprises dépassant une valorisation d'un milliard de dollars. Entre 2009 et 2016, le nombre de ces « licornes » est passé de moins d'une dizaine à plus de 150, démontrant ainsi une dynamique exceptionnelle dans le secteur du financement, dont le capital-risque est un acteur clé de la croissance.

Face à de tels chiffres et une telle croissance, il paraît intéressant d'étudier plus en détail les mécanismes du capital-risque, plus particulièrement son impact sur la performance des entreprises qui ont reçu ce type de financement et ont fait l'objet d'une introduction en bourse. Notre étude s'articule autour de plusieurs questions. Le capital-risque conduit-il à une meilleure performance à court terme de l'entreprise ? De hautes valorisations « pre-IPO » conduisent-elles à une meilleure performance « post-IPO » ? Les capitaux-risqueurs réputés apportent-ils une valeur ajoutée qui se traduirait par une meilleure performance à court-terme de l'entreprise ?

Pour répondre à ces questions, nous effectuons tout d'abord une revue de la littérature en nous concentrant délibérément sur les études les plus marquantes dans le but d'établir un état des lieux, rapide mais cohérent, de la recherche sur ce sujet. Nous abordons ensuite le cœur de l'étude au travers d'une analyse empirique qui nous permettra de tirer quelques enseignements sur l'intérêt du capital-risque pour l'entreprise.



Revue de littérature

Nous avons choisi d'articuler cette revue de littérature autour de deux thématiques : les avantages et les inconvénients du capital-risque.

Les avantages du capital-risque

De nombreux auteurs se sont intéressés au capital-risque bien avant l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000, période durant laquelle la progression du capital-risque était déjà forte. Par exemple, Brav et Gompers (1997) montrent que les entreprises bénéficiant du capital-risque « pre-IPO » ont une meilleure performance « post-IPO » relativement aux entreprises n'en bénéficiant pas, cette meilleure performance résultant de l'implication des capitaux-risqueurs qui apportent non seulement leur aide financière mais aussi leur expérience. Ces conclusions rejoignent celles obtenues au préalable par Megginson et Weiss (1991). Jain et Kini (1995) ont eux aussi abordé le sujet de la performance après introduction en bourse ; ils observent une meilleure performance des entreprises aidées par les capitaux-risqueurs, relativement à celles qui ne le sont pas. Ils constatent néanmoins que cette performance après introduction en bourse est négative pour les deux catégories d'entreprises. En règle générale, un nombre plus élevé de capitaux-risqueurs dans le capital de l'entreprise et la présence de ces investisseurs au conseil d'administration, influencent positivement la performance « post-IPO » de la firme. Ces observations rejoignent les résultats de Fried, Bruton et Hisrich (1998) qui ont montré que la présence de capitaux-risqueurs se traduisait par une plus forte implication des organes de direction au service de la croissance.

Ces derniers articles traitaient avant tout de l'impact du capital-risque sur la performance des entreprises après IPO mais il est aussi intéressant d'aborder d'autres aspects liés au capital-risque. Par exemple, Hellman et Puri (2000) démontrent qu'il existe un lien entre la présence de capitaux-risqueurs et la capacité à innover de l'entreprise. Ils observent que le capital-risque est avant tout un financement destiné aux innovateurs et que les investisseurs aident à raccourcir la période entre le prototype et la mise sur le marché du produit final.

En parallèle, Brown et Wiles (2015) ont montré que les capitaux-risqueurs ont un impact sur la structure organisationnelle de l'entreprise et que leur implication peut être particulièrement forte, Fried, Bruton et Hisrich (1998) l'avaient déjà montré, notamment dans les périodes difficiles pour l'entreprise (Sapienza et Gupta, 1994). Un autre avantage est le carnet d'adresse dont bénéficient les entreprises aux travers des capitaux-risqueurs, qui peuvent par exemple aider les entreprises à trouver des clients ou des fournisseurs.

Enfin, un autre avantage notable du capital-risque est sa capacité à mettre en lumière une entreprise auprès d'autres investisseurs, voire même du grand public. Seppä et Maula (2001) montrent que la présence d'investisseurs réputés attire d'autres investisseurs et que cette présence augmente la probabilité de succès de l'entreprise « post-IPO ». Megginson et Weiss (1991) ont également démontré que la présence de capitaux-risqueurs constituait une garantie et augmentait la confiance des investisseurs dans l'entreprise au moment de l'introduction en bourse.



Les inconvénients du capital-risque

Dans tout type d'investissement, la question de la rationalité est centrale mais elle l'est encore plus particulièrement dans les choix d'investissements risqués, comme celui du capital-risque. Le contexte économique, les politiques monétaires ou encore l'avènement d'Internet, comme moteur de croissance incontournable, ont provoqué de grands bouleversements chez les investisseurs. Parmi ces changements, on note l'apparition d'un biais cognitif appelé « FOMO » ou « Fear Of Missing Out », que l'on pourrait traduire en français par « la peur de manquer quelque chose ». Cette peur de manquer une opportunité a été exacerbée chez les investisseurs après l'émergence de « success-stories », comme Facebook, qui ont considérablement enrichi les quelques capitaux-risqueurs qui s'y étaient aventurés les premiers. Cette même peur peut pousser les investisseurs à apporter des fonds à des entreprises qui n'ont encore rien prouvé mais qui semblent prometteuses, favorisant l'émergence de « bulles spéculatives ». DeMarzo, Kaniel et Kremer (2007) décrivent les mécanismes de formation de ces « bulles ». La présence d'une forte compétition entre les investisseurs est un facteur clé. Lorsque de nombreux investisseurs sont présents mais que peu de sociétés prometteuses existent, il y a un déséquilibre entre offre et demande. Lorsqu'il y a plus d'offre que de demande, les retours sur investissements diminuent. Or, les capitaux-risqueurs sont attirés par des entreprises plus risquées dans le but d'obtenir un rendement plus élevé. Pepper et Oliver (2006) partagent cette analyse : le nombre d'investissements croît très rapidement quand il y a trop de liquidités sur le marché ; le risque augmente et la rationalité des investisseurs diminue, conduisant à l'apparition progressive d'une « bulle ».

Gompers et Lerner (1998) montrent aussi que les valorisations des entreprises ont tendance à augmenter plus rapidement quand les investisseurs sont nombreux. Ils notent que la croissance de ces valorisations est avant tout dépendante des anticipations futures à l'égard de l'entreprise, plutôt que de sa situation actuelle ou de sa nature propre.

Kaplan et Schoar (2005) ont d'ailleurs montré que la qualité des choix opérés par les capitaux-risqueurs est négativement impactée lorsqu'une « frénésie » d'investissement voit le jour.

On ne peut néanmoins pas affirmer que nous sommes actuellement en train de vivre une bulle dans le milieu du capital-risque. Ce serait plutôt le contraire, même si certains investisseurs adoptent des comportements de faible rationalité. Le cas de l'entreprise Theranos est un bon exemple de ce manque de rationalité. Certaines jeunes entreprises sont en effet valorisées très rapidement à des sommes élevées, malgré une absence de profitabilité ou même de « business model » viable ; elles peuvent ensuite enregistrer une chute soudaine de leur valeur en très peu de temps.

Ces augmentations rapides de valorisation sont également la conséquence d'un effet de groupe parmi les investisseurs. Comme le montre Kirman (1991), les investisseurs ont tendance à faire davantage confiance au jugement du groupe, plutôt qu'à leur propre sentiment. Zacharakis et Meyer (1998) sont mêmes allés plus loin en démontrant que les capitaux-risqueurs n'étaient pas vraiment maîtres de leurs choix d'investissement et que ces derniers pouvaient baser leurs décisions sur des critères irrationnels, comme la personnalité de l'entrepreneur. Zacharakis et Sheperd (2001) ont également observé que les capitaux-risqueurs se fiaient beaucoup à leurs premières impressions, qu'elles soient bonnes ou mauvaises. Ils peuvent alors ne pas effectuer d'étude plus poussée de l'entreprise et augmenter le risque de réaliser un mauvais choix d'investissement.



Un autre inconvénient notable du capital-risque est l'aléa moral, ou « moral hazard » en anglais. Comme le montrent Bergemann et Hege (1998), ce genre d'investissement est risqué et dépend en grande partie de la confiance qui existe entre l'entrepreneur et ses financeurs. Ce risque est lié au problème « principal-agent » : comme les entrepreneurs n'ont pas forcément les mêmes buts que les investisseurs, les premiers peuvent décider de cacher certaines informations importantes aux seconds. Si l'entrepreneur profite pleinement de l'augmentation de la valeur de l'entreprise tout en parvenant à limiter ses pertes financières en cas de faillite, il peut être amené à suivre des stratégies particulièrement risquées aux yeux des prêteurs. Cette problématique a conduit les capitaux-risqueurs à complexifier leur contrat d'investissement dans le but de se protéger contre cette forme d'aléa moral. Brown et Wiles (2016) ont cependant montré que dans de nombreux cas ces contrats n'étaient pas totalement compris par l'entrepreneur et que les termes du contrat pouvaient provoquer des conflits, voire conduire à la dilution significative des parts des entrepreneurs dans la société. Les auteurs ont également démontré que la multiplication de ce type de clauses poussait les capitaux-risqueurs à accepter des valorisations plus élevées, car les termes du contrat les protégeraient en cas de chute. En parallèle à ce risque, les entrepreneurs semblent de plus en plus désireux de transformer leur start-up en licorne, notamment en raison du prestige qui en découle. Cette course à la valorisation peut les amener également à accepter des clauses défavorables, juste pour atteindre ce palier symbolique. Zörgiebel (2016) a d'ailleurs montré que l'apparition des licornes était liée à la couverture par les médias, insistant sur l'origine « marketing » de ce terme.

Données

Afin d'étudier les effets liés à la présence de capital-risque, nous avons constitué un échantillon de sociétés ayant réalisé une introduction en bourse en Amérique du Nord et en Europe. Pour faciliter la lecture des résultats, nous décrivons les introductions en bourse avec présence de capitaux-risqueurs par le terme « VC-Backed IPOs ».

Cet échantillon a été constitué à partir de données extraites de Thomson One et de Bloomberg. Plusieurs critères de sélection ont été utilisés. Tout d'abord, l'Amérique du Nord et l'Europe sont les deux seules zones géographiques de l'étude, ces deux marchés faisant partie des principaux lieux d'activités des capitaux-risqueurs (ou « VCs » pour « Venture Capitalists » en anglais).

Nous avons ensuite choisi d'étudier la période allant du 1^{er} Janvier 2010 au 1^{er} Janvier 2015, période qui reflète mieux la situation économique actuelle, caractérisée par des taux d'intérêts particulièrement bas, et celle du marché en général, caractérisée par l'augmentation du nombre de « licornes ».

Nous avons également utilisé plusieurs filtres « techniques », inspirés de la littérature et notamment des travaux de Jain et Kini (1995). Ces filtres sont les suivants :

- le prix d'émission de l'action lors de l'IPO doit être au minimum égal à 5 dollars ;
- le montant total de la levée de fonds lors de l'IPO doit être au minimum égal à 5 millions de dollars ;



- Les « unit issues », les « reverse LBOs », les IPOs en fonds « fermés » et les REITs sont exclus de l'analyse ;
- les institutions financières sont également exclues ;
- les données doivent être disponibles pour l'année fiscale postérieure à l'introduction en bourse.

La méthode des « box-plots » a également été utilisée afin de supprimer l'impact de certains cas extrêmes. Après l'application de ces filtres, nous avons pu constituer un échantillon de 601 entreprises dont 204 entreprises financées par des capitaux-risqueurs (« VC-backed firms ») et 397 qui ne l'étaient pas (« non-VC-backed firms »).

Méthode d'analyse et résultats empiriques

Les premières variables dépendantes que nous utilisons, sont deux indicateurs de profitabilité comptable largement utilisés : le ROA observé un an après l'IPO, qui donne un aperçu de l'efficacité du management en termes de marge nette et d'utilisation de ses actifs ; et le ROE un an après l'IPO, qui est influencé par l'effet de levier financier. D'autres variables viennent compléter l'étude afin d'élargir le spectre des analyses ; elles sont toutes mesurées une année fiscale après l'IPO. Il s'agit des variables suivantes.

1. « Capital Expenditures To Sales », soit les dépenses d'investissement ramenées aux ventes ; cette variable donne une idée de la manière dont les liquidités provenant des ventes sont réinvesties.
2. « Sales Growth », soit la croissance des ventes ; cette variable est utile pour mesurer la dynamique de croissance d'une entreprise.
3. « Assets to Equity Ratio », soit le ratio des actifs ramenés aux capitaux-propres ; cette variable indique la part des actifs financés par les actionnaires et mesure le levier financier.

Les variables auxquelles nous avons recours pour caractériser le capital-risque, sont les suivantes :

1. « Total funding prior to IPO », soit le montant total levé avant l'introduction en bourse.
2. « Number of funding rounds », soit le nombre de rounds de levées de fonds avant l'introduction en bourse.
3. « Number of VC Firms », soit le nombre de « VCs » présents dans le capital de l'entreprise avant l'introduction en bourse.
4. « Time to Exit », soit le temps de sortie en années pour les « VCs » entre le premier investissement et l'introduction en bourse.
5. « VC Backed », soit la présence (ou non) de « VCs » dans le capital avant l'introduction en bourse. Il s'agit d'une variable binaire.
6. « VC reputation », soit la présence (ou non) de « VCs » réputés dans le capital de l'entreprise. Pour cette dernière variable, nous avons utilisé les « league tables » du capital-risque pour nos

7. deux zones géographiques en prenant les 13 « VCs » les plus influents en Amérique du Nord et les 15 plus influents en Europe. Il s'agit d'une variable binaire : si l'un de ces « VCs » est présent dans le capital de l'entreprise, alors la variable est égale à 1.

Avant d'aborder les résultats de l'étude, nous indiquons la répartition des entreprises par catégorie et par année dans le Tableau 1 afin de mieux interpréter les résultats.

Tableau 1 : Répartition des IPOs par année et par catégorie

Distribution des IPOs par année et par catégorie					
Année de l'IPO	Non-VC- Backed Firms	% du Total	VC-Backed Firms	% du Total	Total
2010	81	78.64%	22	21.36%	103
2011	80	66.67%	40	33.33%	120
2012	48	70.59%	20	29.41%	68
2013	84	58.33%	60	41.66%	144
2014	104	62.65%	62	37.34%	166
2010-2014	397	66.06%	204	33.94%	601

L'analyse basée sur les statistiques descriptives, que nous ne faisons que résumer ici, indique que les entreprises « non-VC-backed » ont en moyenne des indicateurs de profitabilité plus élevés que celles qui sont financés par des capitaux-risqueurs, que ce soit au niveau du ROE ou du ROA. Nous avons également constaté que le ROA et le ROE étaient en moyenne positifs pour les entreprises « non-VC-backed » un an après l'IPO, alors que ces valeurs étaient négatives pour les entreprises « VC-backed ». En revanche, les entreprises « VC-backed » enregistrent en moyenne une croissance des ventes plus forte que les entreprises « non-VC-backed ». Nous avons également noté qu'une part non négligeable du total des entreprises, soit 41%, ont bénéficié de la présence de capital-risque. Quant au montant des levées de fonds obtenu en moyenne, ce chiffre atteint 127 millions de dollars et est influencé par certaines valeurs extrêmes puisque le montant médian est moins élevé, soit 97 millions de dollars. En moyenne, le nombre de rounds de levées de fonds dans ces entreprises est égal à 7 et le nombre de « VCs » présents dans le capital est égal à 9. Enfin, les « VCs » sortent du capital après 7 ans en moyenne.

Dans le but de mettre en évidence certains résultats obtenus précédemment à l'aide de statistiques descriptives élémentaires, nous avons également réalisé plusieurs régressions linéaires simples.

Comparaison entre « VC-Backed IPOs » et « Non-VC-Backed IPOs »

Le Tableau 2 montre que la présence de capital-risque provoque une baisse de la profitabilité sur un an après l'introduction en bourse, *en supposant que les entreprises reprises dans l'échantillon sont similaires par ailleurs*. Que ce soit au niveau du ROA ou du ROE, les différences sont significatives sur le plan statistique à un seuil de 1%. Les écarts sur le plan financier sont également importants. Par exemple, les entreprises « non-VC-backed » affichent, en moyenne, un ROA égal à 2,86% un an après leur introduction en bourse, alors que la valeur est égale à - 21,93% pour les entreprises « VC-backed », soit 2,86% moins 24,79%.

Tableau 2 : Résultats indicateurs de profitabilité

Variable dépendante	Variable explicative	Estimation des		t*	P-valeur
		coefficients	écarts-types		
ROA(1YR)	Constante	2,863	1,132	2,528	,012
	VC BACKED (OUI = 1)	-24,794	1,944	12,756	,000
ROE(1YR)	Constante	11,430	1,602	7,136	,000
	VC BACKED (OUI = 1)	-26,509	2,749	9,642	,000
SalesGrowth(1YR)	Constante	39,187	4,281	9,154	,000
	VC BACKED (OUI = 1)	20,968	7,348	2,854	,004
Assets to Equity Ratio(1YR)	Constante	2,983	,276	10,818	,000
	VC BACKED (OUI = 1)	-2,051	,473	-4,333	,000
CapExToSales(1YR)	Constante	83,208	17,012	10,818	,000
	VC BACKED (OUI = 1)	-57,836	29,200	-1,981	,048

La présence de capital-risque lors de l'IPO semble en revanche dynamiser les entreprises, car la croissance moyenne des ventes, un an après l'introduction en bourse, est plus forte pour les entreprises « VC-backed », soit 20,97 points de pourcentage plus élevée. Enfin, le ratio des actifs ramenés aux capitaux propres, ou « levier financier », est plus faible un an après l'introduction en bourse lorsque le capital-risque est présent au sein de l'entreprise.

Ces quelques résultats dont la validité dépend de l'hypothèse selon laquelle les entreprises dans l'échantillon sont similaires par ailleurs, sont à mettre en parallèle avec Mellare (2010) ou Wang, Wang et Lu (2003) qui ont observé le même type de relation entre les variables de profitabilité et la présence de capitaux-risqueurs un an après l'introduction en bourse. En revanche, Jain et Kini (1995) avaient observé l'inverse. Concernant l'évolution de la croissance des ventes, Balboa, Marti et Tresierra (2008) ont observé eux aussi une plus forte dynamique dans les chiffres de vente lors de la présence de capitaux-risqueurs. On peut aussi émettre l'hypothèse que les « VC-backed IPOs » ont tendance à être plus médiatisées que les autres, provoquant une augmentation de la couverture médiatique de l'entreprise et, par conséquent, une augmentation de ses ventes après l'introduction en bourse.

La variable liée aux dépenses d'investissement ramenées aux ventes est significative à 5%, indiquant que la présence de capital-risque tend à s'accompagner d'un moindre réinvestissement des liquidités générées par les ventes dans l'achat d'actifs qui peuvent, à leur tour, être source de revenus futurs.

Analyse des facteurs explicatifs de la rentabilité à un an pour les « VC-Backed IPOs »

Dans cette section, nous tentons d'expliquer la profitabilité enregistrée par les entreprises bénéficiant de la présence de capital-risque au cours de l'année qui suit leur introduction en bourse. Le Tableau 3 reprend les résultats de la régression du ROA sur plusieurs variables liées à la présence de capital-risque au sein de l'entreprise.

Tableau 3 : Le ROA expliqué par des variables liées au capital-risque

ROA = variable dépendante Variables explicatives	Estimation des		t*	P-valeur.
	coefficients	écarts-types		
(Constante)	-17,466	6,040	-2,892	,004
VC Reputation (1= Réputé)	,396	4,105	,097	,923
Total Funding prior to IPO (USD Mil)	-,031	,018	-1,730	,085
Number of Funding Rounds	-,698	,788	-,886	,377
Nb. de VCs Total	,273	,519	,526	,599
Time to Exit (Années)	,228	,609	,375	,708

La quasi-totalité de ces variables n'ont pas d'influence statistique significative sur l'évolution du ROA. Leur « p-valeur » respective est trop élevée pour rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle la valeur de leur coefficient dans la population est égale à zéro. L'absence de significativité de la variable liée à la réputation des « VCs » confirme que la présence de capitaux-risqueurs réputés n'a pas d'impact significatif sur le ROA. La seule variable significative à 10% sur le plan statistique est « Total Funding », soit le total des montants levés avant l'IPO ; cette variable semble avoir un effet *ceteris paribus* négatif sur le ROA : plus l'entreprise lève des fonds avant l'IPO, moins sa rentabilité des actifs aura tendance à être élevée, toutes choses égales par ailleurs. Au vu de ces résultats, on ne doit pas exclure que la différence de rentabilité sur actifs entre les deux catégories d'entreprises, préalablement observées à l'aide de la seule variable binaire liée à la présence de capital-risque, soit due à d'autres facteurs propres aux entreprises, sans lien direct avec le capital-risque.

On retrouve les mêmes résultats en considérant le ROE au lieu du ROA, à la seule différence près que « Total Funding » n'est même plus significative à 10%. Alors que Brav et Gompers (1997) suggèrent que les investisseurs réputés permettent de sélectionner les entreprises les plus solides avant de les amener jusqu'à l'IPO, nous constatons ici que leur présence n'est pas un gage de d'une meilleure rentabilité au cours de l'année suivant l'introduction en bourse.

Analyse des facteurs explicatifs du levier financier à un an pour les « VC-Backed IPOs »

Dans le tableau 4, les variables de réputation des « VCs », le montant total levé avant l'IPO et le « temps de sortie » sont mises en relation avec le levier financier, soit le ratio des actifs sur les capitaux propres. Nous constatons tout d'abord que deux de ces trois variables sont significatives sur le plan statistique à 5%. La réputation des investisseurs impacte positivement le levier financier, ce qui montre que la présence d'investisseurs réputés conduit l'entreprise à s'endetter davantage, toutes choses étant égales par ailleurs. En revanche, des levées de fonds plus importantes avant l'IPO permettent à l'entreprise de limiter son utilisation de la dette.

Tableau 4 : L'effet de levier expliqué par des variables liées au capital-risque

Assets / Equity = variable dépendante	Estimation des		t*	P-valeur.
	Coefficients	écarts-types		
(Constante)	3,176	1,801	1,763	,079
VC Reputation (1= Réputé)	2,446	1,237	1,978	,049
Total Funding prior to IPO (USD Mil)	-,013	,005	-2,405	,017
Time to Exit (Années)	-,275	,176	-1,562	,120

Analyse des facteurs explicatifs du montant total levé avant l'IPO

Par ailleurs, nous avons également constaté que le montant total levé avant l'IPO est négativement expliqué par la variable « Time To Exit » et positivement expliqué par le nombre de rounds de levées de fonds et le nombre total de « VCs ». Il apparaît donc important de conserver un rythme dynamique dans la stratégie de levée de fonds en faisant intervenir différents « VCs » et en organisant plusieurs rounds de financement. Par contre, la réputation des « VCs » ne semble pas influencer sur le plan statistique le montant total levé avant l'IPO.

Analyse des facteurs explicatifs du temps de sortie

La réputation des « VCs » détermine également la durée de la période entre le premier investissement réalisé par un VC et l'IPO. Nous avons constaté que les investisseurs réputés semblent amener une entreprise plus rapidement vers l'IPO, grâce sans doute à la force de leur réseau.

Conclusion

Nous pouvons tirer plusieurs enseignements de ces différentes analyses. Tout d'abord, un apport en capital-risque n'est pas un gage de réussite future. Lorsque la réussite est mesurée par la rentabilité de l'entreprise à un horizon d'une année suivant l'IPO, les entreprises bénéficiant de l'apport de capital-risque ne performant pas mieux que celles qui n'en bénéficient pas. Une plus haute valorisation avant l'IPO, approximée par le montant levé avant l'IPO, semble être le seul facteur affectant négativement la rentabilité des actifs. Il est possible que le poids de l'investissement vienne en réalité alourdir le fonctionnement de l'entreprise en la rendant moins souple. Ce résultat peut d'ailleurs être mis en perspective avec les critiques récentes sur l'utilisation efficiente des fonds reçus par les start-ups et sur le « cash burn rate » élevé, découlant du fait que certains entrepreneurs dépensent « sans limite » afin d'alimenter une hypothétique croissance.

Par ailleurs, il semble que la présence de capitaux-risqueurs dans l'entreprise impacte positivement la dynamique de la société, au travers d'une croissance des ventes plus forte.

Ensuite, nous n'avons pas identifié de lien entre la présence d'investisseurs réputés et la rentabilité de l'entreprise à court terme après l'introduction en bourse. Par contre, la présence d'investisseurs réputés permet d'augmenter l'effet de levier à un an, mesuré par le ratio entre actifs et fonds propres. Le total du montant levé avant l'IPO a l'effet inverse.

Enfin, nous avons observé que les investisseurs réputés semblent influencer négativement la durée de l'investissement, amenant plus rapidement l'entreprise à l'IPO.

Tous ces résultats nous donnent donc une image du capital-risque contrastée. Ils montrent aussi que le capital-risque semble avoir évolué depuis la crise financière de 2008. Alors que certains auteurs comme Jain et Kini(1995) pouvaient observer un avantage à la présence des capitaux-risqueurs et que Brav et Gompers (1997) identifiaient un « monitoring effect » de leur part, ces avantages paraissent beaucoup moins nets aujourd'hui. Les résultats empiriques récents, plus contrastés, alimentent l'idée que des hautes valorisations avant l'IPO ne sont pas forcément bon signe et que, derrière ces « licornes », se cache la volonté de créer une dynamique visant avant tout à maximiser la rentabilité de la sortie d'investissement pour les capitaux-risqueurs, lors de l'IPO.

Le monde du capital-risque n'est néanmoins pas suffisamment homogène et transparent pour que l'on puisse tirer des conclusions générales à son égard. Cette analyse empirique est également très partielle. Une analyse plus approfondie des données « pré-IPO » serait utile, dans le but de mieux mesurer l'impact de la présence des capitaux-risqueurs. Il est également possible que la crise financière de 2008 et que les politiques monétaires des banques centrales aient introduit une réelle distortion sur le marché du capital-risque, rendant nos conclusions spécifiques à la période couverte. Seul l'avenir nous le dira.

Bibliographie

- Atanasov, V., Ivanov, V. et Litvak, K. (2012). Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in the VC Industry? Evidence from Litigation against VCs, *Journal of Finance*, 67(6), 2215-2246.
- Balboa, M., Martí-Pellón, J. et Tresierra-Tanaka, A. (2008). The Effect of Venture Capital Involvement on Capital Structure Determinants, *Working Paper*.
- Bergemann, D. et Hege, U. (1998). Venture capital financing, moral hazard, and learning. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), pp.703-735.
- Bottazzi, L. and Da Rin, M. (2001). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, 34, pp. 229-69.



- Brav, A. et Gompers, P. (1997). Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-venture Capital-Backed Companies. *The Journal of Finance*, 52(5), pp.1791-1821.
- Broughman, B. et Fried, J. (2012). Do VCs Use Inside Financing to Dilute Founders? *Journal of Corporate Finance*, 18(5), pp. 1104-1120.
- Brown, K. et Wiles, K. (2015). In Search of Unicorns: Private IPOs and the Changing Markets for Private Equity Investments and Corporate Control. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(3), pp. 34-48.
- Brown, K. et Wiles, K. (2016). Opaque Financial Contracting and Toxic Term Sheets in Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(1), pp.72-85.
- Coakley, J., Hadass, L. et Wood, A. (2007). Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, pp. 1423–1446.
- Davila, A., Foster, G. et Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), pp. 689-708.
- DeMarzo, P., Kaniel, R. et Kremer, I. (2007). Relative Wealth Concerns and Financial Bubbles. *SSRN Working Paper*.
- Fried, V., Bruton, G. et Hisrich, R. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of Business Venturing*, 13(6), pp.493-503.
- Giot, P. et Schwienbacher, A. (2007). IPOs, Trade Sales and Liquidations: Modelling Venture Capital Exits Using Survival Analysis. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), pp. 679-702.
- Gompers, P. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1461-1489.
- Gompers, P. et Lerner, J. (1998) Money Chasing Deals?: The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations. *SSRN Working Paper*.
- Gregoriou, G. (2006). *Initial Public Offering(IPO): An International Perspective On IPOs*, Butterworth-Heinemann, Oxford, 437 p.



- Hellmann, T. et Puri, M. (2000) The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *SSRN Working Paper*.
- Jain, B. et Kini, O. (1995). Venture capitalist participation and the post-issue operating performance of IPO firms. *Managerial and Decision Economics*, 16(6), pp. 593-606.
- Kaplan, S.N. et Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance* 60(4), pp. 1791-1823.
- Kirman, A.P. (1991). Epidemics of Opinion and Speculative Bubbles in Financial Markets. In: *Money and Financial Markets*, ed. by M. Taylor, Oxford: Blackwell, pp. 354-368.
- Meggison, W. et Weiss, K. (1991). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), p.879-903.
- Mellare, C. (2010), IPO's: The Impact of Venture Capital Links? *SSRN Working Paper*, 26 p.
- Mogilevsky, V. et Murgulov, Z. (2012). Underpricing of private equity backed, venture capital backed and non-sponsored IPOs. *Investment Management and Financial Innovations*, 9(3), 47-59.
- Pepper, G. et Oliver, M.J. (2006). *The Liquidity Theory of Asset Prices*. John Wiley & Sons; 1st edition, 190 p.
- Sapienza, H. et Gupta, A. (1994). Impact Of Agency Risks And Task Uncertainty On Venture Capitalist-Ceo Interaction. *Academy of Management Journal*, 37(6), pp.1618-1632.
- Seppä, T. et Maula, M. (2001). Investor Certification of Venture Capital Investments: Does Top-End Backing Lead to Improved Value Creation? *Working Paper*.
- Sorensen, M. (2007). How Smart is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 62(6), pp. 2725-2762.
- Tykvová, T. (2007). What Do Economists Tell Us About Venture Capital Contracts? *Journal of Economic Surveys*, pp. 65-89.
- Tykvová, T., Borell, M. and Kroencke, T-A. (2012). Potential of Venture Capital in the European Union, *European Parliament, Directorate General For Internal Policies, Policy Department A*, 102 p.
- Wang, CK. Wang, KM., and Lu Q., (2003) Effects of venture capitalist' participation in listed companies, *Journal of Banking & Finance*, 27(10), pp. 2015-2034.



Zacharakis, A. et Meyer, G. (1998). A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process?. *Journal of Business Venturing*, 13(1), pp. 57-76.

Zacharakis, A. et Shepherd, D. (2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. *Journal of Business Venturing*, 16(4), pp. 311-332.

Zörgiebel, S. (2016). The Rise of the Unicorns - How Media Affects Start-Up Valuations. *SSRN Working Paper*.