

L'apprentissage du capital-risqueur :

Une singularité des liens entre sa légitimité et ses échecs

Sandra Charreire Petit, Université Paris Sud 11 / PESOR

Sandra.charreire-petit@u-psud.fr

Emmanuelle Dubocage, Université Paris Sud 11 / PESOR

Emmanuelle.dubocage@u-psud.fr

Résumé

L'objectif de cette recherche est de questionner le processus d'apprentissage à l'aune de la légitimité de l'apprenant. A cette fin, nous avons choisi un agent apprenant particulier ; le capital-risqueur. Le caractère radicalement incertain du contexte dans lequel il agit, le degré élevé des compétences qu'il doit détenir, l'occurrence quasi systématique des échecs dans ce métier et le fonctionnement en communauté restreinte sont autant de caractéristiques qui en font une figure idéale pour étudier des liens entre l'apprentissage, la légitimité et les expériences dans la pratique professionnelle. La méthodologie est exploratoire et qualitative. Nous avons mené des entretiens auprès de six capital-risqueurs à fort potentiel d'investissement, soit un tiers de la population de capital-risqueurs ayant investi plus de 10 millions d'euros au premier semestre 2009. La recherche empirique permet de répondre aux questions suivantes : Comment les capital-risqueurs construisent-ils leur légitimité ? Quel est le rôle de l'expérience acquise (succès / échecs) dans le processus d'apprentissage du capital-risqueur ? Nous proposons un modèle de l'apprentissage du capital-risqueur fondé sur les liens singuliers entre sa légitimité et ses échecs et discutons de la nature de l'apprentissage du capital-risqueur et du lien de celui-ci avec son expérience.

Mots clefs : apprentissage, capital-risqueur, légitimité, échec

Introduction

Dans une économie fondée sur la connaissance (Foray, 2009) où l'innovation est le moteur de la croissance, le financement par le capital risque joue un rôle primordial. Pour le grand public, aujourd'hui, ce mode de financement est associé aux nouvelles technologies et à des réussites célèbres : Apple, Intel, Microsoft. Il est l'affaire de spécialistes - les capital-risqueurs - qui reçoivent d'autres acteurs financiers, les investisseurs institutionnels, un mandat pour apporter des capitaux propres à de jeunes entreprises innovantes non cotées : les *start-ups* de haute technologie. Le capital-risque a été mis sur le devant de la scène de façon inédite à l'époque dite de la « nouvelle économie » à la fin des années 1990. Les *media* et les pouvoirs publics se sont intéressés à ce mode de financement des entreprises de nouvelle technologie bien qu'il soit très élitiste, comme le révèle son poids dans le PIB. En effet, même aux Etats-Unis, le pays qui a vu naître cet intermédiaire financier, les capitaux alloués aux jeunes entreprises innovantes par le capital-risque n'ont jamais dépassé 1% du PIB¹. S'il suscite un tel intérêt, c'est en raison de l'effet de levier qu'il produit, en finançant des entreprises susceptibles de devenir des géants des nouvelles technologies. Malgré cette notoriété rapidement acquise, le métier de capital-risqueur reste mal connu en France où il a longtemps été considéré comme une simple composante du métier de banquier (Dubocage et Rivaud-Danset, 2006).

Dans la littérature en management, le couple financeur-financé est étudié (Sheperd et Zacharakis (2001) ; Cable et Shane (1997) ; Gompers et Lerner, 2006), le dirigeant de la start-up (ou le financé) fait également largement l'objet d'investigations, en tant qu'acteur stratégique. Par ailleurs, des recherches plus pointues s'intéressent à l'apprentissage et au transfert de connaissance dont bénéficient les dirigeants de la *start-up* à l'occasion de l'accompagnement proposé par leurs capital-risqueurs (Berglund *et al.*, 2007 ; Fernhaber *et al.*, 2009). L'acteur stratégique qu'est le capital-risqueur a été de fait bien moins étudié que le dirigeant de start-up. En réalité, si la figure du capital-risqueur comme « passeur de

¹ Selon l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital), les investissements en capital-risque se montent à 758 millions d'euros et concernent 428 entreprises en 2008.

connaissance » est mobilisée au plan académique, rares sont les travaux qui le consacrent comme objet de recherche à part entière. En particulier, très peu de recherches sont conduites sur la façon dont les capital-risqueurs apprennent de leurs propres expériences² ou sur les socles qui fondent leur légitimité aux yeux des autres capital-risqueurs. Or, nous pensons que braquer le projecteur sur ces questions est particulièrement fécond aujourd'hui au plan pratique comme au plan théorique. Au plan pratique en raison de la crise de légitimité touchant le monde financier depuis 2008, laquelle interroge la question de la compétence et donc de l'apprentissage de ses acteurs. Au plan théorique, la problématique est intéressante en raison du champ encore largement ouvert traitant de l'échec dans l'apprentissage et du champ quasi vierge du croisement de la légitimité et de l'apprentissage. Dans cet article, nous nous attachons à éclairer la figure du capital-risqueur en interrogeant son caractère d'agent légitime et apprenant.

La communauté des capital-risqueurs est hétérogène. Certains se distinguent des autres parce qu'ils ont résisté dans le temps et se sont montrés capables d'apprendre. Ils sont considérés comme légitimes par les autres parties prenantes. Par ailleurs, l'échec fait partie intrinsèque du métier de capital-risqueur et il est parfaitement admis par cette communauté. Le capital-risqueur qui ne connaît pas l'échec n'existe pas. Gorman et Sahlman (1989 : 238) considèrent que l'échec est « endémique au processus de financement par le capital-risque ». Dans ce contexte, le capital-risqueur tirerait sa légitimité non seulement de ses succès, mais aussi de ses échecs.

Cependant, les travaux en management montrent que l'apprentissage par l'échec demeure une forme rare d'apprentissage (Cusin 2008) et que, même s'il se produit, il ne garantit pas une performance accrue de l'apprenant (Charreire Petit et Leroy, 2005 ; Gherardi, 2005 ; Cusin, 2009). En outre, les recherches sur l'apprentissage n'ont pas, à ce jour, exploré le lien entre le processus et la légitimité de l'apprenant. De même, la figure de l'échec n'est jamais associée à une légitimité accrue, fut-elle celle d'un apprenant capable de tirer partie de ses échecs. Il y aurait donc une relation contre intuitive observable ici entre l'apprentissage par l'échec et légitimité de cet apprenant particulier qu'est le capital-risqueur.

² L'article de De Clerck et Sapienza (2005) reste l'un des rares à s'intéresser au capital-risqueur comme agent apprenant. Les auteurs établissent un lien entre les notions de confiance et d'apprentissage, en montrant notamment comment la confiance, en facilitant l'échange, encourage l'apprentissage.

Le processus d'apprentissage est fréquemment questionné en fonction des éléments qui le déclenchent, en fonction des objets d'apprentissage, en fonction du contexte (apprentissage situé) (Lave et Wenger, 1991), en fonction de l'importance ou non de la mémoire organisationnelle (Hedberg, 1981 ; Cohen et Levinthal, 1990 ; Girod, 1995), mais également en fonction des expériences passées et des compétences d'exploration *versus* d'exploitation déployées pour apprendre (March et Olsen, 1976). Cependant, si ces cadres d'analyse restent pertinents, ils ne permettent pas d'éclairer la singularité des liens entre le processus d'apprentissage d'une part, et la légitimité du capital-risqueur, d'autre part. La légitimité « amont » de celui qui apprend ou « aval » de celui qui a appris n'est pas, à notre connaissance, étudiée. La référence au passé (mémoire, contexte...) ne suffit pas à répondre aux exigences du métier de capital-risqueur.

Dans cet article, nous proposons d'interroger le processus d'apprentissage à l'aune de la légitimité de l'apprenant. Cette problématique se décline ici en deux questions essentielles : Comment les capital-risqueurs construisent-ils leur légitimité ? Quel est le rôle de l'expérience acquise (succès / échecs) dans le processus d'apprentissage du capital-risqueur ?

La première partie de l'article vise à repérer, dans la littérature, les éléments permettant d'apprécier les fondements de la légitimité du capital-risqueur (1.1) et les liens que l'on peut identifier entre l'échec, l'apprentissage et la légitimité de cet agent apprenant particulier (1.2). Puis, ces repérages théoriques sont mis à l'épreuve, de manière qualitative, par une série d'entretiens semi-directifs auprès de capital-risqueurs français reconnus. Cette étude exploratoire nous conduit à proposer un modèle d'apprentissage du capital-risqueur fondé sur les liens singuliers entre sa légitimité et ses échecs.

1. Apprentissage et légitimité du capital-risqueur

La littérature sur la légitimité du capital-risqueur n'existe pas en tant que telle. L'originalité de notre approche consiste à établir un pont entre la notion de légitimité et la figure du capital-risqueur. Pour ce faire, nous mobilisons des travaux relevant de champs théoriques distincts (apprentissage, capital-risque...) et faisons le choix de présenter l'activité du capital-risqueur éclairée par ces travaux afin d'explorer les liens entre son expérience, sa légitimité, son apprentissage.

1.1 Les fondements de la légitimité du capital-risqueur

La question de la légitimité du capital-risqueur se pose de façon particulière. Elle n'est pas « donnée » ou labellisée par un diplôme *ad hoc* ; il n'existe ni diplôme ni école du capital-risque. La légitimité du capital-risqueur est construite. Idéalement, le capital-risqueur détient une double formation : technologique et financière³. La formation technologique de l'investisseur est essentielle car c'est elle qui lui donne des connaissances techniques ou les moyens de les acquérir pour comprendre les enjeux technologiques d'un projet innovant. Il doit en effet être en mesure d'avoir une discussion de spécialiste avec les entrepreneurs pour lui donner des conseils stratégiques et procéder à des arbitrages d'ordre financier (Dubocage, 2010). Si l'acquisition de compétences financières ne pose pas de problème particulier, acquérir des compétences non financières est plus problématique. Gompers et Lerner (2000 : 4) soulignent que : « *The skills needed to for successful venture capital fund investing are difficult and time – consuming to acquire. Practitioner accounts emphasize that venture capitalists have highly specialized skills, which are difficult to develop or even identify* ». Selon Hayton et Zahra (2005), la connaissance dans le cadre des start-ups de haute technologie est « *quickly eroded* ». Pour l'AFIC, c'est l'intervention dans la gestion qui fait la spécificité du capital-risqueur. Il suit l'entreprise dans laquelle il a investi à la fois comme un contrôleur qui surveille l'usage des capitaux et comme un tuteur qui soutient son élève (Gorman et Sahlman, 1989 ; Sahlman, 1990 ; Lerner, 1995).

Les travaux traitant de la légitimité du nouvel entrant dans le monde du capital risque apportent un éclairage intéressant sur les fondements de la légitimité du capital-risqueur. En effet, il existe des barrières à l'entrée importantes sur le marché du capital-risque (Dubocage, 2003) indique que « Les professionnels du capital-risque bénéficiant d'une véritable courbe d'expérience sont peu nombreux en Europe. Les barrières à l'entrée sont fortes pour un non professionnel dans un domaine très technique et en même temps financier ». La sélection des projets constitue parallèlement l'occasion d'acquérir une visibilité vis-à-vis des professionnels et de se maintenir dans la profession. Le flux des affaires (*deal flow*) est faible pour un jeune capital-risqueur, qui doit donc fournir un effort de prospection plus important qu'un capital-risqueur bien établi. Les porteurs de projets innovants qui sollicitent une demande

³ Par exemple, dans le secteur des biotechnologies, il sera pharmacien, médecin ou biologiste, dans le secteur des Technologies de l'Information et de la Communication (TIC), ingénieur des télécommunications ou informaticien.

d'investissement auprès de jeunes capital-risqueurs sont ceux qui ne sont pas parvenus à convaincre les plus réputés. Le risque de s'engager sur des projets de mauvaise qualité et de n'atteindre que des performances médiocres, rendant délicate la construction de sa légitimité dans le milieu, est ainsi réel pour le capital-risqueur. A terme, ses difficultés à lever des fonds auprès des investisseurs institutionnels peuvent entraîner son exclusion du marché du capital-risque.

Le capital-risqueur doit donc construire sa légitimité pour survivre dans son monde. Mais comment peut-il faire ? Une lecture néo-institutionnelle nous éclaire sur ce processus. Les règles de la syndication fonctionnent comme un « mythe rationnel », au sens de Meyer et Rowan (1977). En effet, le capital-risqueur n'a aucun intérêt à les remettre en cause ou à tenter de les contourner. En revanche, s'y conformer représente un intérêt évident pour lui : être légitime aux yeux des autres capital-risqueurs qui lui permettront de « durer » dans le métier en l'acceptant ou en le faisant participer aux syndications tout d'abord en tant que suiveur puis ensuite en tant que chef de file (*lead investor*). En d'autres termes, se conformer aux pratiques admises comme un standard « rationnel » par une profession toute entière, c'est devenir légitime (Charreire Petit, 2009). Et, comme le montrent Meyer et Rowan, cela revient à se donner la possibilité d'agir dans et par son environnement. Ainsi, pour asseoir une légitimité qui lui permettra d'agir dans le monde du capital risque, le nouvel entrant et, plus généralement le capital-risqueur, pourrait bien utiliser le levier de la participation aux syndications. En prenant également appui sur un cadre néo-institutionnel, Ferrary (2006) analyse les syndications aux Etats-Unis comme un lieu d'échanges informels réciproques et différés de ressources dont la logique relève du don contre don.

Dans la littérature financière, la pratique de la syndication est analysée essentiellement sous l'angle de la diversification des risques et non sous l'angle de la légitimité du capital-risqueur. Manigart *et al.* (2006) proposent un *survey* complet de la littérature sur le thème de la syndication. Parmi les éléments qu'ils discutent, on retiendra ici les connaissances suivantes : 1) les capital-risqueurs se syndiquent pour réduire le risque de leur portefeuille 2) ils pratiquent le « window dressing », c'est-à-dire qu'ils minimisent leurs pertes en cas d'échec, mais accroissent leur probabilité de lever de nouveaux fonds en cas de succès, 3) il y a une attente de réciprocité, laquelle réduit les incitations à se comporter de façon opportuniste et donc augmente la confiance entre les partenaires de la syndication. Aussi, faire partie d'un réseau important de syndication augmente le statut et la visibilité d'un organisme de capital-

risque (Lerner, 1994). Enfin, Wright and Lockett (2003) montrent qu'un organisme de capital-risque prend le *lead* d'un tour de table (syndication) s'il se sent suffisamment confiant dans le fait qu'il dispose des compétences et des ressources pour être actif dans les investissements. Traditionnellement, les organismes de capital-risque réputés se syndiquent entre eux pour les premiers tours de table et avec des organismes moins bien réputés (*less established*) pour les tours de tables ultérieurs. La syndication améliore ainsi la sélection des investissements (Brander et al., 2002). En se syndiquant, les investisseurs sont capables de partager leurs connaissances spécifiques et leurs compétences complémentaires et augmentent théoriquement la valeur ajoutée qu'ils apportent aux entreprises (Brander *et al.*, 2002 ; Bygrave, 1987). Il est intéressant de noter que l'une des motivations essentielles des suiveurs pour participer à un syndicat est de profiter des compétences du *lead investor* et des autres investisseurs (Manigart *et al.*, 2006).

Nous faisons ici les propositions suivantes concernant la légitimité du capital-risqueur :

Proposition 1 : Etre suiveur dans les syndications permet au capital-risqueur nouvel-entrant d'apprendre en côtoyant le *lead investor* ainsi que les autres investisseurs.

Selon nous, en effet, cela augmente la probabilité d'avoir accès à des investissements de bonne qualité et accroît la possibilité d'être performant financièrement. Ces performances financières agiraient ainsi comme des signaux positifs auprès de la communauté des capital-risqueurs.

Proposition 2 : Le processus d'apprentissage du capital-risqueur lui permet de passer de la position de suiveur à celle de leader

La communauté des capital-risqueurs accepte que le nouvel entrant devienne *lead investor* à la condition qu'il ait fait ses preuves en tant que suiveurs dans de précédentes syndications. Selon nous, la communauté qui accepte un nouvel entrant comme *lead investor* le considère comme « légitime » pour accompagner une start-up.

La question de la construction de la légitimité dans le but d'agir dans l'environnement n'est pas la seule qui se pose. Nous l'avons évoqué, le lien fort entre l'exercice du métier et l'échec invite à interroger plus avant le rapport entre la légitimité du capital-risqueur et les apprentissages qu'ils tirent de ses échecs.

1.2 Apprendre de ses échecs : un gage de légitimité pour le capital-risqueur ?

Le capital-risqueur est un apprenant à part que l'on peut qualifier d'expert knightien (Dubocage, 2003). En effet, pour Knight (1921), quand l'incertitude peut être traitée par des inférences de type probabiliste, elle est transformée en un risque, lequel peut alors être transféré à un tiers (contrat d'assurance ou une imputation dans le coût et le prix). En revanche, lorsqu'aucun principe ne permet d'assimiler l'incertitude à une classe de cas similaires, elle est qualifiée par Knight de « radicale » et ne peut pas être éliminée (pas de transfert ou d'imputation possible à des tiers). Il est alors envisageable de formuler une estimation, qui devient affaire de jugement. Le capital-risqueur est précisément dans ce cas là : en investissant dans une start-up de haute technologie, il fait à chaque fois face à une situation incertaine unique qui ne peut être rapprochée de situations antérieures jugées similaires. Ce faisant, la nature non probabilisable de l'activité implique que les gains nés de l'expérience ne sont pas évidents à élaborer.

- **Le rôle de l'expérience dans l'apprentissage du capital-risqueur**

Le capital-risqueur ne sélectionne pas au hasard et c'est son expérience qui lui permet d'évaluer les projets des start-ups. Il y a donc un lien entre l'expérience et l'apprentissage, même si celui-ci ne saurait être assimilé à une accumulation d'expériences similaires. Pour Mosey et Wright (2007), le capital-risqueur expérimenté développe plus facilement des aptitudes pour sélectionner et accompagner de bons projets. Comment, dès lors, fait-il pour devenir compétent et apprendre alors même qu'il ne peut s'appuyer sur la similarité de ses expériences ?

Knight (1921) a ce que l'on peut appeler une vision positive de l'incertitude. Il met en avant la capacité de l'agent économique à formuler une opinion en situation d'incertitude radicale. Celui-ci développe alors des connaissances pratiques pour la gérer. L'incertitude est ainsi saisie positivement, comme une ouverture sur des mondes possibles. Pour Knight, c'est la capacité de jugement de l'agent dans un contexte incertain qui lui permet de formuler une opinion sur un avenir qui ne va pas de soi, et c'est cette compétence qui est à l'origine du profit de l'entrepreneur. Le traitement de l'incertitude radicale est basé sur la connaissance pratique - dite également connaissance praticable (*workable knowledge*)- laquelle est fondée

sur l'expérience. Les succès rencontrés lors des estimations antérieures renforcent le degré de confiance en lui du capital-risqueur. C'est cette confiance à l'égard de sa connaissance pratique qui guide son action.

Le capital-risqueur apparaît ainsi comme un expert au sens de Knight : les bases de cette expertise étant son intuition et son expérience. Tous les capital-risqueurs n'ont pas la même connaissance des états du monde, ni les mêmes perceptions : leurs représentations dépendent largement de l'ancienneté de leur présence sur le marché du capital-risque et de leurs expériences passées. La capacité de jugement peut être mobilisée à différents moments pour rendre compte des compétences des agents dans la relation de financement. Pour le capital-risqueur, cette capacité trouve sa pleine expression dans les exercices de sélection, d'accompagnement de la firme dans laquelle il investit. La sélection et l'accompagnement de la jeune pousse reposent sur un exercice de jugement qui mobilise l'intuition et l'expérience accumulée. Le capital-risqueur cherche à saisir les spécificités de la *start-up* qui sont inclassables : le cas de figure est d'autant plus singulier que la firme est unique. Son objectif est d'inférer le futur - la trajectoire réelle de la firme dans laquelle il investit - à partir du présent. L'expression d'un capital-risqueur citée par Dubocage (2003) est particulièrement évocatrice ici : « *La décision d'investir sera pour l'essentiel prise si la cohérence du projet d'entreprise apparaît clairement. Ce jugement renvoie à l'expérience de l'investisseur, même s'il peut s'appuyer sur quelques outils pour essayer de bien vérifier les qualités du porteur de projet et au fait qu'il doit savoir que dans son métier la notion d' « intuition rationnelle » prend sa pleine expression* ».

Les travaux liant apprentissage et innovation (March, 1991 ; Attewell, 1995) soulignent que plus l'innovation est radicale, plus le risque pris est élevé et plus l'instabilité est forte (Van de Ven, 1986, Van de Ven et Polley, 1992). Ce faisant, les conditions sont alors réunies pour qu'un apprentissage de grande ampleur ou de type double boucle se produise. Rappelons que l'apprentissage de type double boucle, au sens de Argyris et Schön (1996), suppose que la correction des dysfonctionnements constatés par les acteurs nécessite de revoir, au-delà des pratiques (*theory in use*), les principes qui les sous-tendent (*espoused theory*). Les résultats de l'apprentissage sont répertoriés au sein de « lieux d'ancrage » (Koenig, 1997) repérables ; les mémoires individuelles, les systèmes d'archivage et, enfin, les procédés d'exécution ainsi que les structures. Dans ce cadre, les connaissances mémorisés et les routines peuvent constituer un frein à l'apprentissage (Cohen et Bacdayan, 1994 ; Pentland et Rueter, 1994) car

désapprendre ou se défaire des répertoires de comportement appris n'est pas aisé (Hedberg, 1981). L'invention de combinaisons nouvelles ne s'en trouve pas facilitée. Le rôle des routines en tant que frein à l'occurrence d'apprentissages significatifs a été maintes fois souligné dans la littérature. En particulier, les routines défensives (Argyris, 1993) et les mécanismes cognitifs individuels jouent un rôle en défendant littéralement l'organisation d'un apprentissage significatif, trop en rupture avec les pratiques en cours.

Cependant, ce qui semble bien établi pour une situation de gestion « classique » paraît en revanche discutable dans le cas du capital-risqueur. En effet, ce dernier est dans une situation où il ne peut pas ou très peu mobiliser ses expériences antérieures et où il ne fait pas face à une routine. De ce fait, la mémoire des expériences passées n'est en théorie pas bloquante pour « inventer » de nouvelles solutions pour les situations, inédites par essence, auxquelles il est exposé. On peut dès lors légitimement s'interroger pour connaître la nature des expériences à l'origine de l'apprentissage du capital-risqueur ? De la même manière, on peut se demander quels sont les pratiques qui permettent au capital-risqueur d'apprendre ? Sont-ils spécifiques ?

- **L'échec et l'apprentissage du capital-risqueur**

Nous l'avons souligné, l'échec fait partie intégrante du quotidien du capital-risqueur. L'archétype du portefeuille d'investissement d'un capital-risqueur est le suivant : sur dix start-ups en portefeuille, huit entreprises sont des échecs plus ou moins retentissants et deux entreprises permettent d'assurer le TRI global requis. La distribution éclatée des résultats révèle le cœur de la stratégie d'investissement du capital-risqueur dans l'exercice de la sélection : « ne pas rater un succès ». Le témoignage d'un investisseur est révélateur : « *L'idée est que l'on peut donner 100 M€ à un « tocard » et 10 M€ à un bon qui fera gagner 1 Md€.* ». Ceci nous amène à distinguer deux types d'erreurs de sélection possibles pour le capital-risqueur : sélectionner une entreprise de mauvaise qualité ou ne pas sélectionner une entreprise de bonne qualité. Commettre le second type d'erreur est beaucoup plus coûteux en termes de performance et de légitimité pour le capital-risqueur que commettre le premier type d'erreur, cette dernière étant considérée comme inévitable. Le véritable échec, on l'aura compris, est de ne pas financer un succès !

Analyser l'apprentissage du capital-risqueur éclairé par les échecs qu'il connaît – un *learning by failing* obligatoire – constitue donc une posture originale. Outre le fait de correspondre à une réalité empirique de ce milieu professionnel, elle nous permet d'étudier une forme d'apprentissage *a priori* peu liée aux expériences antérieures. La littérature traitant de l'apprentissage par l'échec est peu abondante comparée à la littérature sur l'apprentissage en général qui, elle, est foisonnante. Les quelques travaux sur l'apprentissage par l'échec montrent que les organisations qui *in fine* apprennent sont rares. Baumard et Starbuck (2005) mettent en lumière le procédé de rationalisation *a posteriori* emprunté par les dirigeants dont l'organisation connaît l'échec, montrant ainsi qu'ils apprennent finalement assez peu à cette occasion. En outre, en situation d'ambiguïté, percevoir la différence entre le succès et l'échec peut se révéler complexe (Levitt et March, 1988) tant les objectifs poursuivis peuvent être distincts et flous pour les acteurs. L'échec ou le succès étant largement affaire de perception et d'interprétation, les acteurs peuvent modifier le ou les outils de diagnostic afin d'interpréter plus positivement les situations de gestion (Chuang et Baum, 2003). Ils peuvent également être collectivement traumatisés par un échec et être tentés d'écarter la personne qui incarne le plus cet échec collectif afin de repartir sur de nouvelles bases (Cusin, 2008). Ce faisant, il y a fort à parier qu'ils apprennent très peu. Il est, de même, raisonnable de penser que les acteurs, tels les capital-risqueurs, vont qualifier plus ou moins d'échec une expérience donnée en fonction d'un niveau initial de résultat attendu. Le capital-risqueur attend un TRI de 20%, or, il n'est finalement que de 10% : demi succès ou demi échec ? Dans le même esprit, le moment auquel on décide de mesurer la performance peut évidemment avoir un impact sur la caractérisation en échec *versus* succès d'une expérience collective (Charreire Petit, 2003). En outre, la société, notamment occidentale, n'est pas organisée pour que les individus fassent part sans retenue de leurs « échecs ». On pourra sur cette question se reporter aux écrits d'Argyris (1993) sur le paradoxe du manager face à l'apprentissage, sur la recherche de Cannon et Edmonson (2005) qui traite des « efforts » à faire pour « *apprendre à échouer intelligemment* » ou encore aux travaux, plus anciens, de Sitkin (1992) qui met en lumière les stratégies d'évitement ou de minimisation des acteurs face à l'idée même de l'échec.

Si la littérature consacrée à l'apprentissage par l'échec est peu abondante, elle fait cependant l'objet d'un renouvellement récent, en France notamment. Dans une perspective behavioriste que nous qualifions ici de modérée, Cusin (2006) modélise l'apprentissage par l'échec (dans le cas d'échecs commerciaux) en prenant appui sur le modèle stimulus-réponse développé par

March et ses éminents collègues⁴. Il met en évidence le rôle des émotions dans le processus, montrant ainsi que l'échec n'est pas une expérience comme les autres (Cusin, 2008).

Dans notre recherche, en tenant compte de cet agent apprenant très particulier qu'est le capital-risqueur, nous faisons la proposition suivante :

Proposition 3 : Les échecs et les succès occupent une place tout aussi importante pour apprécier l'expérience du capital-risqueur.

Si la confrontation de deux littératures (apprentissage et notamment apprentissage par l'échec et légitimité) nous permettent d'établir quelques liens, le passage à la modélisation nécessite que nous confrontions à la réalité des acteurs nos premières conjectures.

2. Les fondements de la légitimité et l'expérience acquise par l'échec : le cas des capital-risqueurs français.

2.1 La méthode d'investigation

La méthodologie déployée est qualitative et exploratoire. Le monde professionnel du capital risque au sens strict⁵ (hors capital-transmission) est très petit en France⁶. Au-delà, il s'agit d'une communauté professionnelle fermée, qui ne se livre pas facilement. La pratique professionnelle nécessite qu'une partie des informations détenue par chaque capital-risqueur lui reste propre, ce qui n'incite pas à livrer sur la place publique les connaissances et analyses de chacun. Nous avons cependant pu réaliser six entretiens semi-directifs d'une durée approximative d'1h30, soit un échantillon représentant un tiers de la population ayant investi plus de 10 millions d'euros au premier semestre 2009. Il est cependant délicat d'estimer la

⁴ On pensera notamment aux travaux développés par March avec Simon en 1958, Cyert en 1963 ou encore avec Olsen en 1976.

⁵ Le capital-investissement (ou *private equity*) inclut en plus du capital-risque les opérations de reprise d'entreprises également désignées par le terme de capital-transmission et rend donc compte d'activités financières se situant en dehors du champ de l'activité du financement de l'innovation (Batsch, 2002).

⁶ Chausson Finance (2009) recense 18 sociétés de capital risque françaises qui ont investi, au premier semestre 2009, plus de 10 millions d'Euros. [www.chaussonfinance.com]

représentativité de cet échantillon tant les caractéristiques de la population totale sont difficilement appréciables et tant les profils sont distincts d'un capital-risqueur à l'autre.

Le regard est croisé à deux niveaux dans cette recherche : il fait discuter les apports de deux champs – le management stratégique et la finance – par deux chercheurs spécialisés au sein de chacun de ces champs - recherches sur l'apprentissage d'une part et sur le capital-risque, d'autre part. Les entretiens avec les capital-risqueurs ont été administrés par un chercheur puis, retranscrits intégralement et analysés par les deux chercheurs. L'analyse croisée a consisté à coder séparément les entretiens (analyse thématique), puis à échanger. La grille de codage utilisée par les deux chercheurs est la même. Elle prend appui sur le guide d'entretien construit ensemble, à l'issue de l'analyse des littératures qui a permis de construire les propositions.

Les structures auxquelles appartiennent les personnes interrogées sont exclusivement des Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) localisées à Paris. Les capital-risqueurs rencontrés ont des profils très distincts : leur âge varie de 35 et 60 ans et ils ont donc une expérience dans le capital-risque allant de 5 à 25 ans. Ils évoluent dans des structures d'âge et de notoriété hétérogènes.

Deux catégories se distinguent cependant parmi les six capital-risqueurs rencontrés :

- Quatre d'entre eux sont rentrés comme « junior » dans des structures d'investissement déjà bien établies.
- Deux d'entre eux sont considérés comme de nouveaux entrants car ils ont créé leur propre structure d'investissement.

Cette hétérogénéité rend compte de la diversité des situations sur les thèmes abordées de la légitimité, de l'expérience.

La recherche menée ici mêle parfois analyse des individus et des organisations auxquelles ils appartiennent. Ceci s'explique par le fait que les structures de capital-risque sont de faible taille et n'existent pas sans les figures emblématiques de la profession du capital-risque. Il est dès lors raisonnable de considérer, au plan méthodologique, que les niveaux organisationnel et individuel ne font qu'un.

2.2 Le contexte empirique

Le capital-risque français est une activité qui est toujours restée assez confidentielle même si elle a connu un essor inédit au moment de la bulle Internet (cf. tableaux 1 et 2 en annexe 1). Selon le capital-risqueur 4, « *Le capital-risque en France est un nain où les gens qui gagnent de l'argent sont très peu nombreux* ». C'est une activité cyclique fortement dépendante de la conjoncture qui règne sur le marché financier. Un capital-risqueur interviewé propose de distinguer différentes étapes dans l'histoire du capital-risque (cf. encadré 1).

Encadré 1 : Les grandes étapes de l'histoire du capital-risque depuis 1990

Selon le capital-risqueur 2, « l'histoire du capital-risque est découpée en trois périodes.

*** Première période = début des années 1980 – fin des années 1990**

C'est l'âge d'or. C'est une période de pionniers avec des petites équipes, des capital-risqueurs mal payés, des moines-soldats. L'offre de capitaux est cohérente avec ce que peut faire le marché français.

*** Deuxième période = 1999 – mars 2000**

C'est la bulle Internet. Il y a beaucoup d'argent donc beaucoup de communication, de marketing, tout le monde peut devenir capital-risqueur.

Le discours français est fortement biaisé : le capital-risque va bien car on met beaucoup d'argent.

*** Troisième période : mars 2000 – aujourd'hui**

C'est le chaos. L'activité est nourrie par la défiscalisation. C'est une période de lutte pour la survie.

Le capital-risque est une activité très concentrée : les 20 opérateurs les plus actifs en 2006 ont réalisé 70% des investissements (source : AFIC). Deux types de véhicules d'investissement sont utilisés ; les Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) et les Fonds Communs de Placement pour l'innovation (FCPI). Les FCPR sont des Fonds Communs de Placement d'une durée de vie de 10 ans dont la structure juridique est adaptée au métier du capital-risque.

Le paysage français se caractérise par le rôle joué par les structures de type FCPI⁷. Ces structures font l'objet de critiques virulentes de la part des capital-risqueurs interviewés et sont considérées comme étant déployées par des capital-risqueurs « peu légitimes ». Les raisons avancées sont les suivantes : 1) elles font pratiquement disparaître les barrières à l'entrée sur le marché du capital-risque grâce aux avantages fiscaux offerts aux souscripteurs,

⁷ Rappelons qu'il s'agit de produits d'épargne publique bénéficiant d'avantages fiscaux particulièrement attrayants pour les particuliers qui ont pour vocation d'investir à hauteur de 60 % dans des entreprises innovantes non cotées.

2) elles sont considérées comme mal adaptées à la spécificité du métier car trop contraignantes en ce qui concerne le délai pour investir : deux ans avec un projet de loi qui vise à réduire ce délai à 6 mois ! 3) les FCPI sont insérés dans des grandes banques qui n'ont pas forcément les compétences pour gérer les portefeuilles.

« L'activité de capital-risque est nourrie par la défiscalisation. Avec ces FCPI, tout le monde investit dans des pseudo start-ups de haute technologie. » (capital-risqueur 2).

« Parmi la communauté des capital-risqueurs, il y a une grande hétérogénéité avec des très mauvais comme ceux des FCPI (...) Les FCPR ne croient pas aux valorisations proposées par les FCPI. Cela peut créer des conflits » (capital-risqueur 3),

Le capital-risqueur 5 qui a une expérience dans la gestion des FCPI souligne que « La Societe Generale Asset Management (SGAM) lève régulièrement des FCPI (...) Elle avait un portefeuille important de start-ups qu'elle ne savait pas gérer (...) Les 50 entreprises du portefeuille étaient gérées par deux personnes alors qu'un vrai capital-risqueur ne gère que 7 ou 8 entreprises. (...) Le FCPI est trop contraignant puisqu'il oblige à dépenser 30 millions d'euros en 2 ans. Or le délai d'investissement moyen dans une start-up est davantage de 5 ans. Le FCPR est un véhicule d'investissement plus adapté au métier même s'il est plus difficile de lever des fonds.

2.3 Des liens singuliers entre la légitimité et les échecs du capital-risqueur

- **Les sources de légitimité : Le rôle essentiel du track record⁸**

Un consensus se dégage pour considérer que le **track record** est le fondement clé de la légitimité des capital-risqueurs au sein de leur communauté.

« Ce qui fonde la légitimité d'un capital-risqueur ? Sans hésiter, c'est le track record. Ce qui compte ce sont les plus-values réalisées.(...) (capital-risqueur 2).

« Un capital-risqueur légitime, c'est un capital-risqueur qui gagne de l'argent. Le reste, c'est de la poésie » (capital-risqueur 3).

Le capital-risqueur est légitime aux yeux des autres capital-risqueurs s'il est capable de compter à son actif des succès financiers. Autrement dit, s'il génère des plus-values lors de la sortie des entreprises dans lesquelles il a investi, soit en les faisant entrer en bourse, soit en les vendant. Le *track record* est un gage de légitimité qui s'apprécie au niveau de l'individu et non pas au niveau de l'organisation.

⁸ Le **track record** reflète l'historique individuel des performances d'investissements d'un capital-risqueur

« *Le capital-risque ce n'est pas un secteur mais des individualités comme Monsieur Y qui a fait les plus gros succès financiers de biotechnologie en France.* » (capital-risqueur 3).

« *Pour être investisseur, il faut un véritable talent. Il faut se méfier de l'image d'équipe consensuelle qui a du succès. Sur les fonds réputés qui ont du succès, il n'y a qu'un ou deux capital-risqueurs qui ont un véritable talent d'investisseur* » (capital-risqueur 6).

Cela peut paraître tautologique de dire qu'un financier est légitime s'il gagne de l'argent. Ce qui est singulier ici, c'est que la profession fait preuve de très peu de transparence concernant les performances individuelles. Autrement dit, la légitimité du capital-risqueur est fondée sur un indicateur (*track record*) qu'il est très difficile d'évaluer ou de contrôler. La parole (le déclaratif) a paradoxalement un poids considérable dans cet univers de contrats financiers.

« *Le track record des autres capital-risqueurs est impossible à trouver... Même au sein de la profession, les capital-risqueurs ne connaissent pas précisément ces chiffres. Ils connaissent les « gros coups ». Par exemple, nous savons que Sofinnova vient d'en faire deux mais nous ne savons pas mettre en regard ces succès par rapport à l'investissement effectué et par rapport aux échecs des autres investissements* » (capital-risqueur 2).

« *Au niveau des succès, il y a beaucoup de légendes. Quelquefois, un investissement qui est présenté comme un succès dans les medias n'en est pas un. On le saurait si on arrivait à rassembler toutes les informations mais c'est impossible ! Par ailleurs, certains capital-risqueurs mettent un succès à leur palmarès à bon compte c'est-à-dire en arrivant au dernier tour de table !* » (capital-risqueur 3).

« *La profession n'a pas de visions précises des chiffres de performances des autres investisseurs. Même au sein d'une syndication, on ne sait pas. Le seul moyen de les connaître est d'être à la fois investisseur et souscripteur. Autrement, les capital-risqueurs ont les uns envers les autres une appréciation globale avec quelques bons dossiers qui sont visibles.* » (capital-risqueur 6).

Un autre déterminant de la légitimité est directement lié au *track record* : **l'ancienneté** sur le marché du capital-risque. Celle-ci constitue en quelque sorte la mesure *ex post* de la légitimité car les générations de FCPR ne sont pas renouvelées s'ils ne satisfont pas les exigences financières de leurs souscripteurs.

« *Après le track record, c'est l'ancienneté qui fait qu'un capital-risqueur est légitime ou pas. Si un capital-risqueur n'a pas fait deux fois la mise au bout de 15 ans, il faut qu'il change de métier.* » (capital-risqueur 2)

« *Ce qui caractérise Sofinnova et qui rend ce FCPR exceptionnel, ce n'est pas d'être la plus grosse structure d'investissement actuelle en France mais d'être là depuis 1972 et d'avoir quatre générations de fonds. En Europe, il n'y a pas plus de 10 fonds qui ont plus de 10 ans d'expérience. (...)* » (capital-risqueur 3).

L'enquête terrain révèle une autre source de légitimité qui a la particularité d'être également une pratique au cœur du métier du capital-risqueur : **la capacité à accompagner les start-ups**. L'accompagnement est une pratique au cours de laquelle le capital-risqueur se forge une expérience reconnue et apprend. Une condition nécessaire mais non suffisante pour assurer cette tâche est d'avoir une double compétence financière et technologique. Les capital-risqueurs interviewés sont des ingénieurs, des polytechniciens. L'un d'eux insiste sur la double dimension des compétences d'un capital-risqueur :

« Un capital-risqueur est à la fois un généraliste d'entreprise [stratégie, financement] qui doit savoir gérer des ruptures, faire des montages financiers astucieux c'est-à-dire être capable de négocier la valorisation, d'augmenter le pourcentage de détention de l'entreprise détenu par les capital-risqueurs, de choisir de façon pertinente les clauses du pacte d'actionnaires. Il est aussi un spécialiste en technologie » (capital-risqueur 1).

« La moindre des choses c'est d'avoir autant d'envergure et d'enthousiasme que le dirigeant, avoir des supports, avoir un réseau qui permet d'accélérer la croissance de l'entreprise. (...) Le mauvais capital-risqueur c'est celui qui va au conseil d'administration en demandant juste « Comment ça va ? ». Il faut qu'il apporte un supplément de « boost ». » (capital-risqueur 3).

« Aux yeux des dirigeants de la start-up, c'est notre expérience entrepreneuriale qui compte (...) Nous sommes capables d'accompagner de façon opérationnelle les entreprises de notre portefeuille (...). De plus, quand ils rencontrent des difficultés, nous pouvons leur dire : « nous sommes passés par cette phase-là ». Notre marque est « Des entrepreneurs au service des entrepreneurs » (capital-risqueur 5)

La compétence concernant l'accompagnement des start-up est acquise par **l'expérience entrepreneuriale**. Tous les capital-risqueurs interviewés ont travaillé pendant plusieurs années dans l'industrie, voire ont été dirigeants d'entreprise, que ce soit en France ou aux Etats-Unis. Cette expérience entrepreneuriale permet la construction et/ou l'accès à un réseau social qu'ils mobilisent pour accompagner les *start-ups*.

Au-delà de la pratique de l'accompagnement, une autre mérite d'être mentionnée ici tant elle se trouve, elle aussi, au cœur de l'activité : la syndication. Se retrouvent autour d'un même tour de table des capital-risqueurs expérimentés et, éventuellement de nouveaux entrants. Pour ces derniers, il s'agit à la fois d'un lieu d'apprentissage tout à fait significatif et d'une occasion de se faire connaître de la communauté constituée des capital-risqueurs plus expérimentés et, ce faisant, d'acquérir une légitimité auprès de ceux-ci. La syndication constitue un vecteur d'apprentissage et donc une source de construction de la légitimité pour

le métier de capital-risqueur qui est un métier d'expérience, mais expérience autre que la routine...

« Un capital-risqueur acquiert une légitimité auprès de ses pairs via les syndications. Il faut qu'il partage ses deals et qu'il ne s'enferme pas. S'il ne propose que des deals pourris il ne sera pas légitime. Il faut savoir ouvrir le jeu aux autres, ouvrir pour recevoir ! C'est la logique du don contre don » (capital-risqueur 4).

L'histoire du capital-risqueur 5 (nouvel entrant) permet d'illustrer ce qu'il retire de la pratique de syndication :

« J'ai appris le métier dans les syndicats d'investissement à la Société Générale Asset Management (SGAM). Dans les syndications, j'étais censeur c'est-à-dire que je n'avais pas de droit de vote mais on m'écoutait car j'avais beaucoup investi, beaucoup travaillé sur le dossier et j'avais une expérience entrepreneuriale. J'ai beaucoup discuté avec mes pairs à cette occasion et notamment avec les anciens...(...) Mon savoir-faire acquis lors de ces échanges autour de la syndication a fini par payer et je me suis retrouvé lead dans des entreprises qui ont été couronnées de succès» (capital-risqueur 5).

Nous avons pu noter par ailleurs que le rôle des syndications semble d'autant plus important que les capital-risqueurs travaillent dans des structures récentes.

« L'apprentissage via les syndications existe surtout pour les capital-risqueurs nouveaux entrants (...). La position de suiveurs se justifie pour le nouvel entrant qui veut apprendre auprès des lead investors». (Capital-risqueur 1).

Le capital-risqueur 2 qui appartient à une structure d'investissement ancienne déclare : *« Dans notre FCPR, nous acceptons comme co-investisseurs un capital-risqueur nouvel entrant qui n'a pas encore acquis de légitimité dans la profession si nous le trouvons compétent. Ce n'est pas seulement l'argent qui compte. Il faut que nous partagions la même conception du métier. Nous apprécions cela via le type d'entreprises dans lesquelles il a investi et nous cherchons à savoir si elles ont été des succès financiers ».*

Les pratiques du métier via la syndication et l'accompagnement régulier des start-ups du portefeuille qui permettent aux capital-risqueurs de construire sa légitimité au sein de sa communauté supposent de **respecter certaines règles du jeu**, formelles et informelles que les capital-risqueurs qualifient souvent d'éthique.

« Un capital-risqueur doit respecter une certaine éthique, une certaine morale. Il peut perdre sa légitimité au sein d'un tour de table s'ils n'écoutent pas les autres qui étaient unanimes pour dire qu'il faisait une erreur, s'il agit au détriment des autres investisseurs. Au niveau de l'accompagnement des start-ups, un capital-risqueur perd sa légitimité s'il n'a pas

de lignes directrices claires, s'ils ne raisonnent pas dans l'intérêt de la société et prend des décisions arbitraires » (capital-risqueur 5)

Ces cinq sources de légitimité (*track record*, ancienneté, capacité à accompagner la start-up, expérience entrepreneurial et respect des règles du jeu) repérées grâce aux entretiens apparaissent véritablement comme les ingrédients indispensables à une action durable dans cette communauté. Bien évidemment, l'action ainsi autorisée ne rime pas forcément avec succès. Nous avons pu constater que les échecs jouent un rôle structurant dans l'apprentissage du métier de capital-risqueur.

- **Le rôle de l'échec**

Il est intéressant de noter que l'échec n'apparaît pas, comme il est pourtant classique de le constater dans la littérature, inhibiteur de l'action ou même de l'apprentissage. Cependant, le capital-risqueur est un apprenant comme tant d'autres ; il préfère évoquer ses succès...

« En France, on n'a pas de culture de l'échec. Donc on apprend moins de ses échecs car on a tendance à masquer les raisons qui ont mené à la casse et on n'est pas lucide. On raconte une autre histoire que celle qui s'est passée et qui pourrait nous remettre en cause. » (capital-risqueur 4),

« En France, il y a une pudeur par rapport à l'échec. C'est culturel. Personnellement, je dis haut et fort que j'apprends de mes échecs et j'assume mes échecs. » (capital-risqueur 5).

« L'échec est normal. D'ailleurs sur le site de Banexi Ventures, j'affiche le nombre des faillites d'entreprises de mon portefeuille. Mai je suis le seul ! Un capital-risqueur français ne dit pas qu'il a connu des échecs, il dit qu'il n'a pas eu de chances. Le seul endroit où l'on parle de ses échecs c'est au sein des réunions d'équipe hebdomadaires. Ces réunions, c'est l'école de l'humilité pour les capital-risqueurs » (capital-risqueur 2).

Les échecs rencontrés par les capital-risqueurs interviewés les conduisent à améliorer trois pratiques : la sélection du dirigeant de la *start-up*, la sélection des co-investisseurs du syndicat d'investissement et la réduction de la taille de la syndication.

La sélection du dirigeant de la *start-up*

Les échecs ont montré aux capital-risqueurs qu'ils étaient souvent liés à de mauvais choix de dirigeants. La communauté évite ainsi d'investir dans une *start-up* fondée par un scientifique isolé et sans connaissance managériale. La possibilité de sélectionner l'équipe une dirigeante aux compétences allant du purement scientifique au purement managériale s'avère cruciale

pour le capital-risqueur. Faciliter le partage et la circulation de l'information et des connaissances est un gage sérieux de pérennité de l'entreprise.

« L'erreur qui prédomine est celle sur les hommes. La qualité des dirigeants est notre premier critère de sélection. On a coutume de dire dans le milieu du capital-risque : « Il vaut mieux une technologie moyenne avec un homme de bonne qualité qu'une bonne technologie avec un homme moyen. ». Il nous est arrivé d'identifier une faiblesse que l'on croit pouvoir arriver à compenser mais on n'y arrive pas. La première leçon que l'on tire des échecs : on est plus attentif à l'appréciation des hommes. » (capital-risqueur 5).

Dans la pratique, lorsqu'un fonds est géré par plusieurs capital-risqueurs, des échanges ont lieu pour apprécier collectivement et de façon consensuelle l'opportunité d'investir ou non dans une *start-up* en fonction du profil du dirigeant. Le consensus apparaît ainsi comme un moyen de réduire l'incertitude liée à la décision ou non d'investir.

Mieux choisir les co-investisseurs de la syndication »

Le travail collectif entre capital-risqueurs ne concerne pas uniquement le choix du dirigeant, il a également trait au choix des partenaires de la syndication. En effet, la sélection des co-investisseurs est au moins aussi importante que celle du dirigeant pour éviter l'échec.

« Il est essentiel de bien choisir ses partenaires de syndication pour pouvoir arriver à un consensus entre capital-risqueurs sur la direction stratégique à impulser à la start-up. On rencontre les co-investisseurs potentiels pour savoir si un projet commun est possible. Les suiveurs peuvent mettre des bâtons dans les roues en ne votant pas pour les décisions stratégiques prises par le lead investor. En général, c'est de mauvais augure pour la réussite de l'entreprise.» (capital-risqueur 6).

« La syndication est un élément clé du succès. Je travaille toujours avec les mêmes capital-risqueurs. Je me syndique avec des capital-risqueurs dont je sais qu'ils vont retrousser leurs manches surtout en cas de difficultés. C'est intuitu personae. Si ça ne marche pas, on ne travaille plus avec eux» (capital-risqueur 5).

La faible taille de la communauté des capital-risqueurs en mesure d'investir plus de 10 millions d'euros en France est un élément significatif pour comprendre cette communauté. En effet, les syndications rassemblent souvent les mêmes acteurs qui, de fait, sont obligés de s'entendre pour travailler ensemble et se maintenir en tant que capital-risqueur. La faible taille du tour de table est souvent présentée comme un moyen de limiter les échecs grâce à une coordination plus fluide

Restreindre la taille du tour de table pour gérer la coordination »

« Il faut trouver un bon équilibre au niveau de la taille de la syndication c'est-à-dire ouvrir aux autres mais ne pas avoir une syndication trop importante qui peut entraîner des problèmes de coordination entre les différents acteurs qui peuvent conduire à l'échec. » (capital-risqueur 4)

« S'il y a trop d'investisseurs, cela tue le processus de décision. » (capital-risqueur 5)

Finalement, la mise à l'épreuve des trois propositions⁹ formulées à l'issue de la revue de littérature auprès de six capital-risqueurs est riche d'enseignements. Dans la partie conclusive de cet article, seront exposés tour à tour la robustesse des propositions, le modèle d'apprentissage du capital-risqueur que notre étude permet de révéler et, enfin, de discuter de la nature de l'apprentissage et de son lien avec son expérience accumulée.

Résultats et discussion

Dans cet article, nous avons interrogé, de manière exploratoire, le processus d'apprentissage à l'aune de la légitimité de l'apprenant. Pour ce faire, nous avons choisi un agent apprenant particulier ; le capital-risqueur. Les particularités de son activité professionnelle (quasi absence de routine, degré élevé des compétences à détenir, occurrence obligatoire des échecs et fonctionnement en communauté restreinte) en font une figure intéressante pour l'étude des liens entre l'apprentissage, la légitimité et les expériences dans la pratique professionnelle. Deux questions essentielles ont ici été traitées par une recherche empirique auprès de six capital-risqueurs à fort potentiel d'investissement, ce qui représente un tiers de la communauté totale en France. Comment les capital-risqueurs construisent-ils leur légitimité ? Quel est le rôle de l'expérience acquise (succès / échecs) dans le processus d'apprentissage du capital-risqueur ?

Dans cette partie conclusive, nous présentons et discutons d'un modèle d'apprentissage du capital-risqueur, fondé sur les liens singuliers entre sa légitimité et ses échecs. Ceci constitue l'apport théorique principal de cette recherche. Il en est un autre que nous souhaitons

⁹ **Proposition 1** : Etre suiveur dans les syndications permet au capital-risqueur nouvel-entrant d'apprendre en côtoyant le *lead investor* ainsi que les autres investisseurs. **Proposition 2** : Le processus d'apprentissage du capital-risqueur lui permet de passer de la position de suiveur à celle de leader **Proposition 3** : Les échecs et les succès occupent une place tout aussi importante pour apprécier l'expérience du capital-risqueur.

mentionner : au-delà des résultats concernant le capital-risqueur comme agent apprenant, les entretiens ont permis d'ouvrir la boîte noire du fonctionnement de la syndication, pratique professionnelle jusque là peu connue, y compris dans la littérature sur le capital-risque. Un résultat original émerge ainsi de notre recherche : la position de chef de file (*lead investor*) ne se justifie pas uniquement par une mise de fond majoritaire (celui qui investit le plus prend le *lead*), mais par la légitimité du capital-risqueur qui repose en partie sur ses compétences entrepreneuriales

Enfin, cette partie conclusive ouvre sur des pistes de recherche futures pertinentes, tant pour l'exploration théorique du rôle de la légitimité de l'apprenant dans le processus d'apprentissage à l'échelle d'une communauté que sur d'autres hypothèses sur la légitimité aux yeux d'autres parties prenantes que sont les dirigeants de start-ups et les souscripteurs (les investisseurs institutionnels qui confient leurs fonds aux capital-risqueurs).

Le modèle et les prolongements possibles de cette recherche vont être tour à tour présentés. De la confrontation des trois propositions au terrain, dans le cadre d'une exploration hybride, a émergé un modèle. Celui-ci constitue un enrichissement et une articulation des trois propositions, nés de la confrontation au contexte empirique. En effet, l'analyse croisée des verbatim d'acteurs fait apparaître que le capital-risqueur nouvel entrant apprend beaucoup en participant à des syndications qui lui permettent passer, au fil de celles-ci, de la position de suiveur à celle de *lead investor* et d'acquérir, ce faisant, une plus grande légitimité auprès de ses pairs. Il est intéressant de noter que ce résultat est congruent avec celui de De Clerck et Sapienza (2005) sur le rôle positif de la confiance dans le processus d'apprentissage du capital-risqueur. La confiance, en facilitant l'échange, encourage l'apprentissage au même titre qu'une légitimité accrue permet de prolonger l'action dans la communauté. Cependant, il est également significatif de relever que les capital-risqueurs interrogés n'ont pas spontanément évoqué la confiance accordée par les pairs comme une notion importante pour apprendre leur métier et développer leurs compétences professionnelles. Les liens entre confiance, légitimité et apprentissage du capital-risqueur mériteraient ainsi d'être encore creusés pour saisir davantage le cœur de cette pratique.

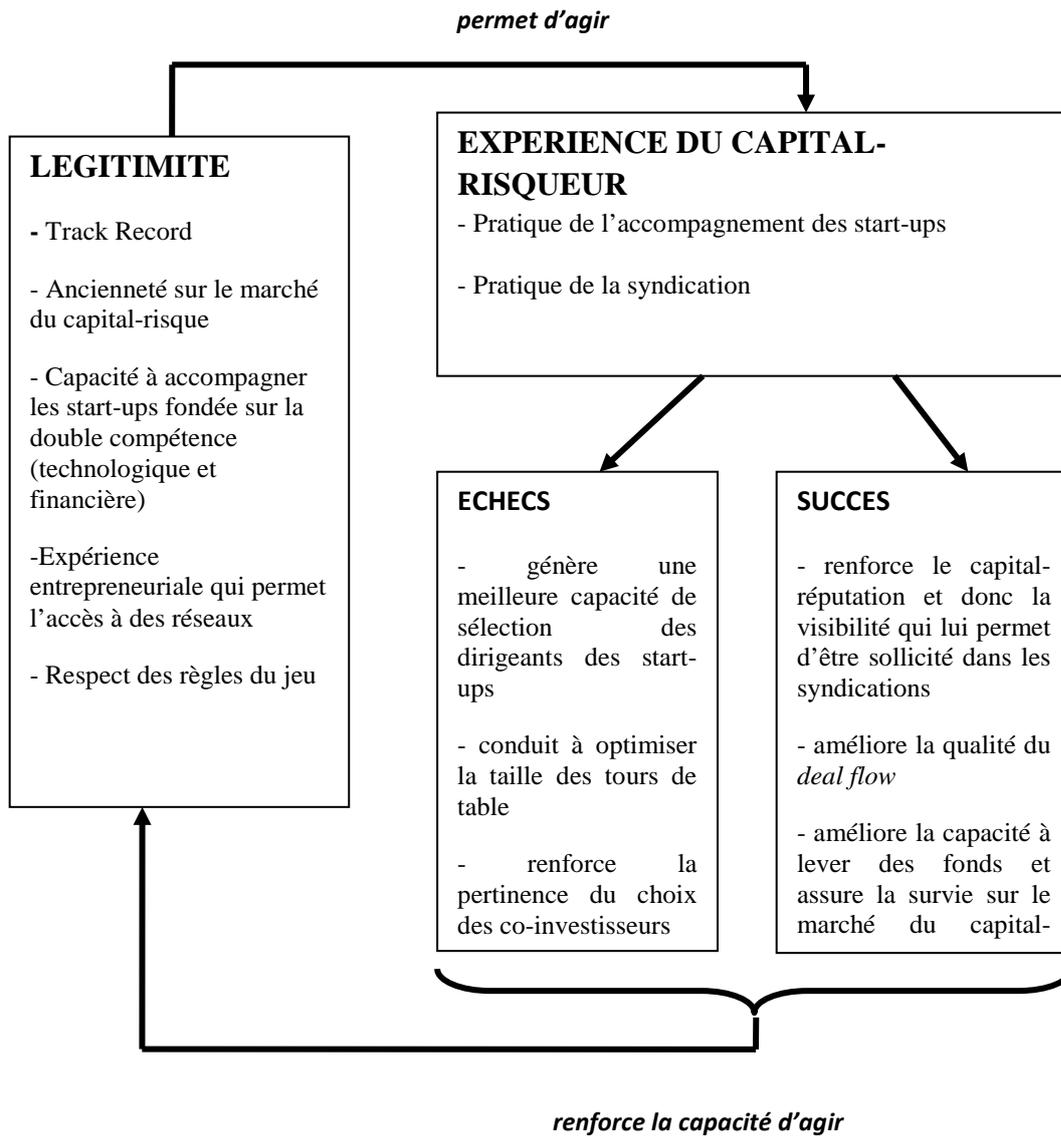
L'étude des travaux antérieurs laissait entendre que l'échec jouait un rôle particulier pour l'apprentissage du capital-risqueur, du fait même de la nature de son activité (incertitude radicale...). On pouvait dès lors imaginer que, l'échec faisant partie intrinsèque de l'activité,

celui-ci jouerait un rôle déterminant dans l'apprentissage du capital-risqueur. L'analyse des données nous invite cependant à la prudence tant l'échec ne saurait, à lui seul, être un déclencheur des apprentissages. Le capital-risqueur apprend aussi de ses succès, ceux-ci étant même indispensables à son apprentissage. De manière plus fortuite, un lien entre les échecs et la légitimité du capital-risqueur est apparue : les leçons tirées des échecs sont considérées comme des apprentissages renforçant la légitimité du capital-risqueur.

Nous proposons ainsi un modèle d'apprentissage du capital-risqueur fondé sur la singularité des liens entre sa légitimité et ses échecs (Cf. Schéma 1). Plus précisément, le modèle porte sur les liens entre la légitimité du capital-risqueur et l'expérience qu'il acquiert à l'occasion de deux pratiques au cœur de son métier : la syndication et l'accompagnement des start-up.

Nos résultats font apparaître que compter des succès dans son *track record* fait entrer le capital-risqueur dans un cercle vertueux. Il lui permet d'agir au sens où seul un capital-risqueur qui a fait ses preuves parvient à lever des fonds auprès des investisseurs. Disposer d'un bon *track record* renforce la capacité d'agir pour deux raisons essentielles : 1) cela améliore la qualité de son *deal flow* c'est-à-dire du flux de projets d'investissement qu'on lui propose. Le capital-risqueur 1 souligne que : « *la qualité du deal flow est améliorée quand le capital-risqueur a ses entrées à Pasteur, à Curie etc... et ceci n'est pas donné à tout le monde : il faut avoir des succès à son actif* ». Le capital-risqueur 2 met en avant le fait que tous les investisseurs venaient le voir parce que il avait investi dans la *start-up X* : « *Pour eux, j'étais légitime parce que j'avais cette entreprise à mon palmarès* ». 2) cela permet d'être sollicité par les autres capital-risqueurs dans les syndications. Ceci fait apparaître qu'il y a un renforcement mutuel entre la légitimité acquise et l'expérience, même si celle-ci comporte le risque de l'échec.

Schéma 1 : Le modèle d'apprentissage du capital-risqueur fondé sur les liens singuliers entre sa légitimité et ses échecs



Nos résultats font apparaître, de manière plus inattendue, un auto-renforcement entre la légitimité et l'occurrence d'échecs. L'expérience des capital-risqueurs, à travers leurs

pratiques (syndication et accompagnement) se traduit par des succès ou des échecs. Chacune à leur manière, ces expériences renforcent la légitimité des capital-risqueurs à la condition qu'ils tirent des leçons de leurs échecs. Par exemple, la meilleure gestion de la taille des tours de tables (faible) améliore l'accompagnement des *start-ups* en diminuant les problèmes de coordination entre investisseurs d'un même tour de table. Les expériences (succès et échecs) renforcent la capacité d'agir conformément aux attentes de la communauté. Ce résultat se démarque de la littérature : l'échec n'est pas, dans le cas du capital-risque, une forme rare d'apprentissage et il permet ici une performance accrue de l'apprenant. Nos résultats font en outre apparaître un lien original entre expérience, légitimité et capital social du capital-risqueur. Des investigations ultérieures pourraient éclairer encore ces liens entre ces concepts peu traités dans la littérature, à notre connaissance.

Au-delà de la modélisation, ce travail permet également de discuter de la nature de l'apprentissage du capital-risqueur et du lien de celui-ci avec son expérience. Deux axes nous semblent particulièrement féconds à ce stade et pourraient faire l'objet d'investigations futures, en prolongement de cette recherche.

Le premier axe concerne **la nature intra-organisationnelle versus inter-organisationnelle de l'apprentissage du capital-risqueur**. La littérature fait l'hypothèse implicite que les apprentissages des capital-risqueurs pourraient être confondus avec ceux des structures qui les emploient, tant celles-ci sont de faibles tailles et tant elles n'existent pas sans les figures, parfois emblématiques, des stars de la profession. Or, notre recherche empirique nous conduit à préciser et à nuancer cette conception. Des différences sont apparues en fonction de l'ancienneté des fonds en capital-risque. En effet, nous avons pu noter que c'est l'apprentissage intra-organisationnel qui prévaut pour les structures d'investissement anciennes, avec du tutorat des seniors au bénéfice des juniors, alors que c'est l'apprentissage inter-organisationnel, via les syndications ou les échanges dans les associations professionnelles qui domine dans les structures récentes.

L'apprentissage intra-organisationnel au sein des structures d'investissement anciennes

« L'apprentissage du métier de capital-risque lorsque j'étais capital-risqueur junior s'est fait via des réunions hebdomadaires avec les seniors de Banexi. (...) Ils parlaient

librement des entreprises de leur portefeuille, des raisons du succès ou de l'échec » (Capital-risqueur 2).

« Sur 10 ans, les capital-risqueurs voient passer 45 sociétés. Ils font des réunions d'équipe où ils discutent du devenir des start-ups, des difficultés rencontrées par les entreprises et les capital-risqueurs échangent des conseils entre eux. Ceci est d'autant plus fructueux que les fonds sont de plus en plus spécialisés par secteur. » Par exemple, M. X est entré à Crédit Agricole Private Equity à 50 ans avec une expérience dans la pharmacie. Il a appris la finance en interne avec moi, nous avons travaillé en binôme. C'est un apprentissage par tutorat : un capital-risqueur recruté pour ses compétences technologiques est accompagné par un senior qui connaît l'aspect finance. » (Capital-risqueur 1)

Les capital-risqueurs qui ont un talent d'investisseur apprennent aux autres « sur le tas » en les aidant au niveau de l'accompagnement des start-ups. » (Capital-risqueur 6)

L'apprentissage inter-organisationnel dans les structures d'investissement récentes

« L'apprentissage via les syndications existe uniquement pour les capital-risqueurs nouveaux entrants ». (Capital-risqueur 1)

« J'ai beaucoup appris en échangeant au sein de l'AFIC avec d'autres capital-risqueurs dans le cadre de l'élaboration de guides pratiques. » (Capital-risqueur 6)

Il pourrait être pertinent de questionner davantage le lien entre ancienneté de la structure et nature intra ou inter-organisationnelle de l'apprentissage développé, en particulier en analysant en profondeur une syndication particulière et les apprentissages des capital-risqueurs qui s'y développent à partir d'une même start-up financée et accompagnée.

Le second axe de prolongement possible concerne **rôle complexe de l'expérience dans l'apprentissage du capital-risqueur.**

Cette complexité apparaît clairement dans le discours d'un capital-risqueur : *« Beaucoup de dirigeants venaient me voir parce que j'avais investi dans Soitec. C'est absurde car chaque entreprise est unique »*. Il signifie ainsi qu'un succès patent crée de la légitimité dans la communauté de manière non rationnelle. Puis au cours de la même interview, il déclare : *« Le capital-risque est un métier d'expérience dans lequel on apprend de ses échecs car même si chaque entreprise est unique, il y a des « stigmates », laissant entendre que des leçons peuvent être tirées d'expériences uniques, en raison d'invariants sur lesquels on peut*

capitaliser la connaissance acquise antérieurement. Certains assument clairement le lien avec l'expérience (capital-risqueur 6), « *Le capital-risque est un métier d'expériences où il n'y a pas de schémas préétablis et où il faut s'en méfier* ». A y regarder de plus près, il semble bien que le rôle de l'expérience diffère selon le contenu technologique des entreprises. Les récurrences pour les entreprises à faible contenu technologique sont beaucoup plus fortes que dans les entreprises à fort contenu technologique et avec une propriété intellectuelle forte.

Liens entre apprentissage et expérience selon le contenu technologique des start-ups.

Le capital-risqueur 5 qui investit dans les entreprises de B to C déclare : « Le message pour convaincre les dirigeants de nous écouter : on va éviter les erreurs que nous avons vu par le passé. Par exemple, on évite de faire des dépenses de marketing trop tôt ou de développer à l'international trop tôt... Ces bonnes pratiques et les leçons tirées des échecs sont non formalisées mais elles sont partagées par moi et mes associés et dans l'idéal par les co-investisseurs dans la syndication (capital-risqueur 5).

Quant au capital-risqueur 3, qui investit dans des entreprises à fort contenu technologique et qui ont une propriété intellectuelle forte, il déclare : « Il n'y a que des cas uniques et pas de situation standard. Il y a des choses que l'on doit savoir et ensuite on entre en terra incognita... Et à ce niveau là, au-delà des savoirs-faire acquis par l'expérience, il faut avoir un cerveau. » (capital-risqueur 3).

Il semblerait donc pertinent de prolonger ce constat par une étude plus approfondie visant à analyser si des apprentissages de plus grande ampleur (de type double boucle) se produisent plus aisément avec le financement et l'accompagnement d'entreprises à fort contenu technologique. Si tel était le cas, la nature des apprentissages plus radicaux pourraient être appréhendée de façon plus fine. Le transfert de ces apprentissages vers d'autres projets de start-ups financées ou à financer pourraient alors être mieux connus, ce qui constitue à la fois un enjeu pour la profession et un enjeu théorique.

REFERENCES

Argyris C. (1993), *Knowledge for Action. A Guide to Overcoming Barriers to Organizational Change*, Jossey Bass.

Argyris C. et Schön D. (1996), *Organizational Learning II : Theory, Method and Practice*, Addison-Wesley Publishing Company.

Attewell P. (1995), « Technology diffusion and organizational learning : the case of business computing », chapter 11 in Cohen M.D. et Sproull L.S. (Eds), *Organizational Learning*, Sage Publications, pp 203-229

Batsch L., (2002), *Le capitalisme financier*, Repères, La découverte, n°356, 120 p.

- Baumard P. et Starbuck W, (2005), « Learning from Failures : Why it may not happen », *Long Range Planning*, Vol 38, N° 3, 1-18.
- Berglund H., Hellström T. et Sjolander S, (2007), « Entrepreneurial Learning and the role of Venture Capitalists », *Venture Capital*, june, Vol 9, N°3, 165-181.
- Brander J.A, Amit R., Antweiler W., (2002), « Venture Capital syndication : improved venture selection versus the value-added hypothesis », *Journal of Economics and Management Strategy*, 11(3), 423-452
- Bygrave W.D, (1987), “Syndicated investments by venture capital firms : a networking perspective”, *Journal of Business Venturing*, 2, 139-154
- Cable D, Shane S., 1997, “A prisoner’s dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships”, *Academy of Management Review*, 22, 142-76
- Cannon M. et Edmonson A. (2005), « Failing to Learn and Learning to Fail (Intelligently) », *Long Range Planning*, Vol 38, N° 3, 299-319.
- Charreire Petit S. (2009), « J. Meyer et B. Rowan, Les organisations comme reflets de mythes rationnels », chapitre 11 in S. Charreire Petit et I. Huault (Dir), *Les Grands Auteurs en Management*, 2nd (Ed) Caen : EMS, 173-186.
- Charreire Petit S. et Leroy F., (2005) « Apprentissage et Performance : un lien naturel et problématique », Table ronde in 14^{ème} *Conférence Internationale de Management Stratégique*, Angers, (AIMS)
- Charreire Petit S. (2003), « Les rôles de la migration et de la légitimation des savoirs dans l’apprentissage organisationnel : études de cas », *Revue Finance, Contrôle Stratégie*, Vol 6, n°2, Juin, 115-153.
- Chuang Y.-T., and Baum Joel A.C. (2003), "It’s All in the Name: Failure-induced Learning by Multiunit Chains," *Administrative Science Quarterly*,
- Cohen M. et Levinthal (1990), “Absorptive Capacity : a new perspective on learning and innovation”, *Administrative Science quarterly*, 35, 128-152
- Cohen M. et Bacdayan P. (1994), « Organizational Routines Are Stored as Procedural Memory : Evidence from a Laboratory Study », *Organizational Science*, vol. 5, n° 4, p. 554-568.
- Cusin J. (2008), *Faut-il échouer pour réussir ?*, *Mythe et réalité autour du retour d’expériences en entreprise*, Le Palio Editeur, Paris.
- Cusin J. (2009), « Les désillusions de l’échec comme source d’apprentissage performant », in *actes de la XVI conférence de l’AIMS*, Grenoble, juin.
- De Clerck D., Sapienza H.,(2005), “When do VC learn from their portfolio ?”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, july, 517-535
- Dubocage E., (2003), *Le capital-risque : un mode de financement dans un contexte d’incertitude*, thèse de doctorat, Université Paris-Nord
- Dubocage E., Rivaud-Danset D., (2006), *Le capital-risque*, Repères, La découverte, n°445
- Dubocage E., 2010, « Les spécificités du métier de capital-risqueur », *De l’idée à l’organisation*, Vuibert, à paraître
- Fernhaber S., McDougall-Covin A., (2009), “VCs as Catalysts to New Venture Internationalization : The Impact of their Knowledge and Reputation Resources”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, January, p. 277-295.
- Ferrary M., 2006, « Apprentissage collaboratif et réseaux d’investisseurs en capital-risque », *Revue Française de Gestion*, N°169, 4

- Foray, 2009, *L'économie fondée sur la connaissance*, Repères, La Découverte, n° 302, 128 p.
- Gherardi S. (2005), "Learning and Performance: partners or traveling companions?", in actes conférence du PESOR Apprentissages et Performance organisationnelle, Université Paris Sud 11, 30 septembre.
- Girod M. (1995), « Mémoire et organisation », Thèse de doctorat, Université Paris 9 Dauphine.
- Gompers P. et Lerner J., 2000, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 579 p.
- Gompers P. et Lerner J., 2006, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 581 p.
- Gorman M., Sahlman W.A, 1989, "What do venture capitalists do ?", *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248
- Hayton J, Zahra J, 2005, "Venture team human capital and absorptive capacity in high technology new ventures", *International Journal of Technology Management*, 31 (3/4), 256-274.
- Hedberg B. (1981), « How Organization Learn and Unlearn ? », in P.C. Nystrom et W.H. Starbuck (Eds), *Handbook of Organizational Design*, vol. 1, Oxford University Press, p. 3-27.
- Knight F.H, 1921, *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, Houghton Mifflin, Réimprimé en 1971, Chicago, University of Chicago Press
- Koenig G. (1997), « Apprentissage organisationnel », in Y. Simon et P. Joffre (éds), *Encyclopédie de Gestion*, 2e éd.
- Lave, J. and E. Wenger (1991), *Situated Learning. Legitimate peripheral participation*. Cambridge University Press.
- Leroy F., (1998), Apprentissage organisationnel et stratégie. In H. Laroche, J.P. Nioche (Eds), *Repenser la stratégie : fondements et perspectives*. Vuibert : Paris.
- Lerner J., (1994), « The Syndication of Venture Capital Investments », *Financial Management*, vol. 23, n° 3,16-27.
- Lerner J., 1995, "Patenting in the Shadow of Competitors", *Journal of Law and Economics*, 38 : 2, 463-495.
- Levitt, B. et J. March (1988), "Organizational learning", *Annual Review of Sociology*, 14, pp.319-40.
- Manigart S., Lockett A., Meuleman M., Wright M., Landström H., Bruining H., Desbrières P. et Hommel U. (2006), "Venture capitalists' decision to syndicate", *Entrepreneurship Theory and Practice*. 30 (2) : 131 -153.
- March, J. (1991), "Exploration and exploitation in organizational learning", *Organization Science*, 2, 1, pp. 71-87.
- March, J. and P. Olsen (1976), *Ambiguity and Choice in Organizations*, Bergen (Norway), Universitetsforlaget.
- Meyer, J.W. and B. Rowan. (1977), "Institutionalized organizations : Formal structure as myth and Ceremony", *American Journal of Sociology*, 83 (September): 340-363.
- Mosey, S.; Wright, M.(2007)., "From Human Capital to Social Capital: A Longitudinal Study of Technology Based Academic Entrepreneurs", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.31, pp.909-935.
- Pentland B. et Rueter H. (1994), « Organizational Routines as Grammars of Action », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, p. 484-510.

Sahlman W.A, 1990, « The Structure and Governance of Venture Capital Organizations », *Journal of Financial Economics* 27: 473-521

Sheperd D., Zacharakis A., 2001, « The venture capitalist-entrepreneur relationship : control, trust and confidence in co-operative », *Venture Capital*, vol. 3, n°2, 129-149

Van de Ven A. (1986), “Central problems in the management of innovation : implications for integration, *Management Science*, vol 32, pp. 590-607.

Van de Ven A. et Polley D. (1992), “Learning while innovating”, *Organization Science*, vol 3, n°1, fevrier, pp. 92-116.

Wright M., Lockett A., (2003), “The structure of management of alliances : Syndication in the venture capital industry”, *Journal of Management Studies*, 40, 2073-2102

Annexe 1 : Les chiffres clés de l'activité

L'AFIC propose des statistiques rendant compte de l'activité du capital-risque. Cette dernière reste cependant difficile à appréhender car il existe un flou entre capital-risque et capital-investissement. S'il est possible de connaître le montant d'investissement en capital-risque et le nombre d'entreprises concernées, la répartition sectorielle des investissements ou les statistiques sur les sorties (IPO, rachat, faillite) concernent le capital-investissement.

Tableau 1 : Montant des investissements (Meuros) en capital-risque en France de 1996 à 2008

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Amorçage &Création	150	167	260	519	1155	561	493	332	396	481	536	677	758
Développement	358	382	587	1071	1884	720	755	785	695	895	1057	1310	1653
Capital-risque	508	549	847	1590	3039	1281	1248	1117	1081	1376	1593	1987	2411

Source : AFIC

Tableau 2 : Nombre de *start-ups* financées par le capital-risque en France de 1996 à 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Amorçage &Création	555	417	353	335	416	557
Développement	558	423	402	481	428	707
Capital-risque	1113	840	755	816	844	1264

Source : AFIC

Les chiffres publiés par l'AFIC sur les performances de l'activité du capital-risque interrogent la légitimité de la profession : la performance nette à long terme (1988-1998) du capital-risque est de 1,3%. Le calcul de la performance par quartile montre une dispersion importante entre les fonds de capital-risque : 9,7% pour le premier quartile contre -17,1% pour le dernier (source : www.afic.asso.fr). Le débouclage des premiers FCPI révèle aussi une disparité des performances. Apprécier les performances d'un FCPI est un exercice difficile (Le monde, 7 novembre 2009). Le rendement de ces produits ne prend son sens qu'à la sortie, une fois le client remboursé, après 7 ans. La valeur liquidative publiée chaque trimestre pendant la durée de vie du produit est peu représentative en raison des méthodes de valorisation propres à ces produits. Pas toujours transparentes, certaines sociétés de gestion présentent des performances brutes sur plusieurs années incluant l'avantage fiscal dont le client a bénéficié la première année.