

Le rachat de *start up* dans la haute technologie

Electronique, Pharmacie, Biotechnologies

une recherche coordonnée par
Bernard Paulré

MATISSE – ISYS
UMR n° 8595
C.N.R.S. et Université Paris 1 Panthéon Sorbonne

avec

Joëlle Le Goff
Laurent Le Dortz
Dominique Perrochon

octobre 2002

[feuille blanche]

Le rachat de *start up* dans la haute technologie

Electronique, Pharmacie, Biotechnologies

Ouvrage coordonné par

Bernard PAULRE

Laboratoire M.A.T.I.S.S.E. – I.SY.S.

Innovation-SYstème-Stratégies

U.M.R. C.N.R.S. n° 8595

Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Avertissement

La première version de ce rapport a été achevée fin 2001. Des corrections ont été faites sur cette première version sans tenir compte des événements intervenus depuis cette date.

[feuille blanche]

Avant –propos et remerciements

Cette étude s'inscrit dans le cadre d'un contrat liant, pour I.S.Y.S. – M.A.T.I.S.S.E. (U.M.R. de l'Université Paris I - C.N.R.S. n° 8595), le C.N.R.S., le Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, et le Centre Français du Commerce Extérieur (C.F.C.E.). Son objet est l'étude du rôle et de la place des groupes leaders dans le rachat de jeunes entreprises innovantes (appelées *start up* par la suite), ceci dans quelques secteurs de Haute Technologie : Biotechnologies, Equipements de télécommunication, Informatique (matériel et logiciels), Pharmacie et Semi-conducteurs. L'Electronique Grand Public est évoquée de façon incidente.

La recherche a été prise en charge par quatre chercheurs appartenant aux trois institutions mentionnées auparavant. Si elle a été conduite par cette équipe, une certaine division du travail est intervenue qui a conduit au partage suivant :

Le secteur Informatique a été pris en charge par Melle Joëlle Le GOFF, chargée de mission à l'Observatoire des Stratégies Industrielles (O.S.I.) du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

Le secteur des Equipementiers de télécommunication a été étudié par Laurent Le DORTZ, chef de groupe à la Direction Etudes et Analyses du Centre Français du Commerce Extérieur.

Les secteurs Pharmacie et Biotechnologies ont été traités par Dominique PERROCHON, A.T.E.R. à l'Université Paris I, appartenant au laboratoire C.R.I.F.E.S. de l'U.M.R. M.A.T.I.S.S.E.

Le secteur des Semi-conducteurs été pris en charge par Bernard PAULRE, Professeur à l'Université Paris I, directeur du laboratoire I.S.Y.S., qui a également assuré la rédaction des chapitres de présentation générale de l'étude.

Cette recherche n'aurait pas pu être entreprise et menée à bien sans l'accès à deux bases de données de la société Thomson Financial. Nous sommes reconnaissants pour leur aide et leurs conseils à David SANCHEZ, Alexis BIANCOSPINO et Alexandre DIALLO du bureau parisien de cette société.

Nous remercions pour leur aide précieuse toutes les personnes qui, à la Direction Générale de l'Industrie, des Technologies, de l'Information et des Postes (Di.G.I.T.I.P.) nous ont permis de réaliser cette étude et n'ont pas ménagé leurs efforts pour en assurer la bonne fin et le bon déroulement. Nous tenons à remercier plus particulièrement M. Grégoire POSTEL-VINAY, chef de l'Observatoire des Stratégies Industrielles (O.S.I.).

Nous adressons aussi nos remerciements à M. Georges DIOQUE, Directeur des Etudes du Centre Français du Commerce Extérieur.

Nous sommes également reconnaissants envers toutes les personnes de la Di.G.I.T.I.P., chargés d'études ou responsables de secteurs, qui nous ont reçus et nous ont fait part de leur expérience, de leurs réactions à une première rédaction du rapport, ce qui nous a permis de procéder à un certain nombre de corrections des versions préliminaires de notre travail :

- M. Gérard MATHIEU, chef du Service des Industries Manufacturières (S.I.M.),
- Messieurs Hubert GALINAT, Emmanuel NEUVILLE, Thierry TRIOMPHE et Didier ZMIRO du Service des Technologies et de la Société de l'Information (S.T.S.I.),
- Madame Nelly WEYNMANN de l'O.S.I.

Nous tenons également à remercier Messieurs Louis de GIMEL et Raymond HEITZMANN du SESSI, ainsi que M. Jean-François LAFAYE de l'ANVAR.

Nous avons également bénéficié d'un certain nombre d'entretiens avec plusieurs responsables de sociétés de capital-risque, de *start up* et d'experts, en France et aux Etats-Unis. Qu'ils soient tous remerciés de l'expérience qu'ils nous ont fait partager et des informations qui nous enrichi notre réflexion :

Mesdames :

Me Carole ACIMAN de Skadden , Arps, Slate, Meagher &Flom LLP
Margaret R. GRUCZA d'Industrial Research Institute
Sylvie MARC du Cabinet Trans Atlantic Ventures Inc.
Antoinette SCHOAR Assistant Professor of Finance du M.I.T.
Monika A. VNUK , d'Oxford Bioscience Partners

Messieurs :

Jean-Luc ABAZIOU , President &CEO d'Ericsson IP Infrastructure,
Jean-Luc ALARCON de Meta group,
François BEHAGUE, Alcatel, Vice-Président Technologie et Développement,
David CHAFFETZ d'Eurocoordination, Director of Strategic Alliances,
Cédric CURTIL, Viventures Partners, associé,
Jean-François FORMELA d'Atlas Venture,
Guillaume GIRARD de Mercator Capital,
Alain LEBEC de Merrill Lynch (Corporate and Institutional Client Group),
Olivier NGUYEN, du Cabinet Pierre Audouin Consultants
John RAUSCHER du Cabinet IT-Start-up,
Alexander N. ROSSOLIMO d'International Strategy Associates,
Jean-Patrice SAVEREUX, Délégué du Président-IBM France,
Cyril TOULLIER de Capricorn (International Internet Marketing).

Nous remercions plus particulièrement les responsables de la société Business Interactive pour le temps qu'ils nous ont consacré lors de notre visite en leurs bureaux aux Etats-Unis.

Les entretiens avec les responsables et les experts américains ont été préparés et organisés par plusieurs collaborateurs des Postes d'Expansion Economique aux USA que nous remercions vivement :

Laurent Van SOEN du PEE de New -York
Georges PURAVET du PEE de Boston
Denis GARDIN et Michel COMBOT du PEE de Washington.

Bien évidemment, selon l'expression consacrée, qui n'est pas un simple codicille de circonstances, l'équipe de recherche assume l'entière responsabilité de toutes les erreurs, omissions qui pourraient être relevées dans le présent rapport.

Il est important de préciser également que les jugements prononcés n'engagent que les auteurs de l'étude et non le Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie. Les experts et consultants extérieurs au Ministère dont nous avons cité les noms, ne doivent pas davantage être considérés comme impliqués ou engagés par les affirmations et analyses développées dans cette étude.

Présentation et résumé

Dans l'approche traditionnelle de l'innovation, deux types d'entreprises : les groupes leaders en place d'un côté, les *start up* nouvelles de l'autre, sont considérés comme rivaux. D'un côté les groupes en place disposeraient d'un pouvoir de marché significatif et en profiteraient soit pour engager des politiques de recherche en principe efficaces et inaccessibles aux petites, soit pour pratiquer une politique de régulation sinon de rétention des innovations afin de rentabiliser les investissements passés. De l'autre les petites entreprises ou les entreprises naissantes feraient sans doute preuve d'un dynamisme entrepreneurial plus fort, mais disposeraient de peu de moyens et seraient fortement contraintes par les sources de financement. La logique ainsi mise en avant est celle d'une dynamique des nouvelles entreprises dont le destin est, pour celles d'entre elles qui vont réussir, de parvenir à s'imposer et, à terme, de devenir leaders à leur tour en supplantant les leaders actuels.

L'hypothèse qui est à l'origine de la présente recherche va à l'encontre de ce postulat de départ puisque nous introduisons l'idée d'une complémentarité des deux catégories d'acteurs. Cela n'implique pas toutefois la disparition complète des relations de rivalité dont l'enjeu est la domination à terme d'un marché ou d'un secteur. Mais les stratégies des acteurs impliqués dans l'évolution d'un secteur ainsi que la variété de ceux-ci sont telles que nous sommes confrontés à un système de relations finalement assez complexe. Suffisamment complexe pour ne pas pouvoir le réduire à l'antagonisme et à la rivalité des nouvelles entreprises et des leaders en place, les premières voulant se substituer aux seconds.

Non seulement nous mettons ici en avant un comportement nouveau que les modèles traditionnels de l'innovation ne prennent pas en considération : le rachat significatif d'un certain nombre d'entreprises naissantes innovatrices par des groupes installés sur des secteurs *High Tech*. Mais nous constatons, et c'est là l'un des résultats originaux de notre recherche, qu'une autre catégorie d'acteurs, les suiveurs ou les leaders de niche, joue également un rôle important dans la dynamique de ce système. Nous sommes confrontés à un jeu impliquant au moins trois types d'acteurs et non pas deux. Par ailleurs, cette dynamique repose sur l'existence de « transfuges » c'est-à-dire sur le fait que certains acteurs changent de catégorie au cours du temps : les nouvelles entreprises peuvent être absorbées, disparaître ou devenir suiveurs ou leaders de niche avant, éventuellement, de devenir leaders à leur tour. L'évolution d'un secteur innovant résulte d'une dynamique qu'on ne peut analyser en statique, à partir de rôles ou de positions figées imputés aux entreprises qui le composent.

A une analyse menée souvent exclusivement en terme d'antagonisme, nous sommes donc amenés à substituer une démarche plus complexe reposant sur un principe d'auto-organisation du système et plaçant au cœur de la réflexion l'évolution et les changements de position des acteurs. Ce qui nous amène à ne pas préjuger de la nature des relations et des stratégies qu'ils vont déployer.

Notre propos, dans la présente recherche, n'est pas d'ordre théorique ou académique. L'objectif en est principalement empirique. Il s'agit d'entreprendre une analyse systématique destinée à mesurer l'ampleur et à apprécier les facteurs déterminants et les effets d'un comportement et d'une relation d'un type relativement nouveau qui consiste, pour certains groupes leaders, à prendre le contrôle d'entreprises nouvelles innovatrices.

Les enjeux de l'hypothèse que nous soumettons à l'examen sont importants. Il s'agit en effet d'abord de savoir si, réellement, au delà de quelques cas particuliers, on assiste à l'apparition d'un phénomène nouveau d'une ampleur suffisante pour remettre en cause les approches traditionnelles de l'innovation, processus nouveau constituant une sorte de "boucle vertueuse" relativisant le processus de "destruction créatrice". On devrait alors renoncer à la vision du processus d'innovation comme un processus dans lequel les grandes entreprises existantes sont menacées et remplacées par les petites prenant progressivement leur place. On devrait renoncer également à l'idée que la bureaucratisation de la R&D dans les grands groupes rend leur survie peu probable. On devrait accepter l'idée de l'existence d'un véritable marché des technologies nouvelles. Enfin, l'existence d'une demande de rachat de *start up* performantes solvable et soutenue, légitime et crédibilise les efforts des différents acteurs intervenant en amont dans le soutien et le financement de la création d'entreprises.

Mais il existe d'autres enjeux. Ainsi, le fait que ce phénomène se soit développé d'abord aux Etats-Unis et qu'il y manifeste une ampleur exceptionnelle, incite les grandes entreprises européennes à se porter acquéreur de *start up* performantes nord américaines. Le marché de la technologie implicite s'internationalise même si, pour une part importante, il est concentré dans un seul pays. Mais ces achats ont aussi pour conséquence une délocalisation financière partielle des groupes européens qui se font coter à Wall Street. Un autre enjeu est celui de la possibilité pour l'Europe d'enclencher la boucle vertueuse apparue ces dernières années aux Etats Unis. C'est la question du dynamisme entrepreneurial et technologique de l'Euroland qui est en cause. Ce qui met en cause des facteurs à la fois d'ordre financier, éducatif et réglementaire.

On doit observer que l'ingérence des grands groupes dans le système du capital risque et dans le monde des *start up* ne se limite pas à intervenir comme voie de sortie éventuelle. En effet, depuis quelques années, on assiste au développement de fonds de capital risque détenus par ces groupes. Il s'agit là d'un autre comportement nouveau dont les diverses manifestations constituent ce que l'on appelle le *corporate venture*.

Notre recherche se situe ainsi plus particulièrement à l'intersection de deux problématiques. D'une part celle des sources externes de technologie et notamment de la fusion-acquisition utilisée comme instrument d'acquisition externe de technologies. D'autre part celle du *Venture capital* comme source d'innovation technologique.

Cette recherche mobilise un certain nombre de ressources parmi lesquelles une base de données sur le capital-risque (Venture Expert) et une autre sur les fusions et acquisitions (SDC Platinum). Ces deux bases de données ont été mises à notre disposition par la société Thomson Financial.

La plupart des opérations de rachat de *start up* que nous évoquerons sont localisées aux Etats Unis. Mais les acquéreurs ne sont pas uniquement nord-américains. D'ailleurs la base sur le capital-risque utilisée dans cette recherche est en principe internationale. Elle comporte cependant, au moins jusqu'à une époque relativement récente, un biais nord-américain. D'autre part, elle comporte des informations sur des opérations relativement anciennes (début des années soixante). Néanmoins, en ce qui concerne les sorties par introduction en bourse, l'opération la plus ancienne disponible dans la base remonte à 1968. Quant aux sorties par fusion-acquisition, la première opération recensée date de 1973. Les traitements de caractère statistique effectués dans cette recherche exploitent la totalité de la base, sauf mention contraire. La période couverte est donc très étendue. Il ne faut pas oublier cependant que les activités de capital-risque et les sorties ayant crû de façon exponentielle à la fin des années quatre-vingt dix, la majeure partie des informations obtenues résulte essentiellement, et de loin, d'opérations récentes remontant à moins de dix ans.

La recherche fait ressortir les phénomènes suivants :

- la sortie des compagnies soutenues par le capital-risque ne s'effectue plus principalement, depuis quelques années, par l'introduction en bourse (IPO : *Initial Public Offering*). Le rachat de *start up* par des entreprises existantes est devenu un phénomène important dont les caractéristiques de prix et d'investissement sont sensiblement différentes de celles des sorties par introduction en bourse.
- le rachat de *start up* par les groupes leaders des secteurs *High Tech* n'est pas un phénomène « massif ». Il n'est pas massif en nombres. Il n'est pas massif en valeurs sauf quelques opérations exceptionnelles. Il ne concerne pas au même degré tous les secteurs (il concerne surtout l'électronique et peu la pharmacie et les biotechnologies). Il est concentré sur quelques groupes.
- le *Corporate Venture*, tel que l'on peut le mesurer, occupe une place croissante mais volatile. Cette activité ne semble pas quantitativement liée à l'investissement prenant la forme de rachat de *start up*.
- de façon inattendue, l'étude permet de pointer le comportement très actif d'un nombre limité mais important de non leaders ou de « suiveurs ». Globalement cette catégorie d'acteurs réalise plus de rachats de *start up* que les leaders. Le montant total des transactions réalisées est du même ordre de grandeur que celui des leaders, lequel est certes plus concentré, donc plus élevé en moyenne ¹.
- les « suiveurs » identifiés au départ par leur activisme relatif sur le marché des *start up*, se révèlent après coup un groupe également actif sur le marché des fusions et acquisitions « banales ». Nous parvenons ainsi à identifier un groupe de non leaders mettant en œuvre une stratégie de croissance rapide fondée sur la croissance externe et, notamment, sur le rachat de *start up*.

Notre recherche avait pour ambition d'approfondir le rôle des groupes leaders dans le rachat de *start up*. L'hypothèse formulée initialement était que par ces rachats les grands groupes parvenaient à acquérir des technologies de pointe et à compenser les défaillances éventuelles ou les retards de leur R&D interne. Le résultat obtenu est que, mis à part un nombre très restreint de groupes leaders (il s'agit de quatre groupes), les acteurs les plus actifs sur le marché des *start up*, sont des groupes suiveurs.

Ce qui tend à montrer que si le rachat de *start up* n'est pas, en moyenne, un élément central de la stratégie de maintien du leadership, il constitue, pour un nombre non négligeable de groupes *High Tech*, un facteur essentiel de la stratégie de conquête du leadership. Il est au centre de stratégies de croissance rapide et agressive, associé aux rachats d'entreprises qui ne sont pas des *start up*, du moins pas au sens où nous avons traduit cette notion ici (c'est-à-dire d'entreprises adossées à du capital-risque) ².

L'exemple emblématique de cette stratégie de conquête est évidemment Cisco. Dont la position dans notre échantillon est naturellement ambiguë : s'il est considéré aujourd'hui comme un leader du secteur des équipements des télécommunications, il n'était considéré pendant toute une période que comme un leader de niche (réseaux locaux) et donc comme un « suiveur » au sens où nous avons utilisé cette notion ici. Le cas Cisco constitue donc l'illustration la plus remarquable de cette stratégie de conquête par la croissance externe et par le rachat de *start up*, stratégie qui nous semble émerger de notre recherche comme le phénomène le plus important.

¹ Nous avons constaté qu'en général les leaders payent leurs acquisitions plus cher.

² Rappelons l'une des mises en garde que nous avons explicitées : nous avons ici identifié *start up* et ce que nous pouvions mesurer grâce aux bases de données utilisées. Il existe des *start up* « privées » dont le financement ne passe pas par le système du capital-risque c'est-à-dire par des acteurs recensés comme exerçant une activité répétitive dans le cadre d'un système institutionnalisé.

Le fait que les leaders ne soient pas globalement extrêmement actifs sur le marché des *start up* s'explique. Notamment par la difficulté qu'ont ces grands groupes à parvenir à intégrer de façon correcte les équipes des entreprises rachetées. Nous retrouvons à ce niveau l'hypothèse Schumpeterienne sur la tendance à la bureaucratisation de la R&D dans les grands groupes. Nous retrouvons également le phénomène du *Not Invented Here* qui joue à l'encontre des technologies importées à la faveur des rachats de *start up*. On sait d'ailleurs que l'une des clés du succès de Cisco réside justement dans sa capacité à intégrer favorablement les équipes issues des entreprises rachetées. C'est ce qui justifierait la préférence des groupes leaders pour des stratégies d'alliance.

Pour approfondir l'analyse, nous avons identifié deux groupes de secteurs : les secteurs baptisés « secteurs de type 1 », qui sont ceux dans lesquels les leaders acquéreurs *High Tech* actifs³ sont minoritaires par rapport aux acquéreurs actifs non leaders. Par contre dans les « secteurs de type 2 », les acquéreurs leaders actifs sont majoritaires. La Pharmacie et les Biotechnologies pesant assez peu dans nos statistiques, il nous reste, en substance : deux secteurs relevant du type 1 (Software au sens large, non compris Internet, et Semi-conducteurs) et 2 relevant du type 2 (Hardware et Equipements de télécommunication).

Plus globalement, c'est-à-dire en rassemblant, pour chaque groupe (leaders d'un côté, non leaders de l'autre) les entreprises « actives » et les entreprises « peu actives », nous observons que, mis à part, principalement, le secteur des équipements de télécommunication,⁴ les groupes suiveurs ou « non leaders » dominant.

Nous avons abordé la question de savoir quels facteurs sont à l'origine de la segmentation des secteurs *High Tech* en deux types. Nous concluons en observant, après une analyse détaillée des secteurs, que les barrières à l'entrée, les évolutions technologiques dans des domaines où l'offre peut porter sur des systèmes plus ou moins modulaires, sur des produits complexes ou sur des biens individualisables, et les relations commerciales dans lesquelles les grands comptes peuvent occuper une place importante, sont autant d'opportunités ou de contraintes qui, jointes aux stratégies des entreprises, font varier les places respectives des leaders et des non leaders dans le rachat de *start up*.

Nous tirons de cette recherche un certain nombre de suggestions ou de recommandations destinées essentiellement aux responsables de la politique industrielle. Mais le premier enseignement que nous voulons souligner a trait à la vision de la dynamique d'innovation qu'il convient de privilégier parce que plus conforme, selon nous, à la réalité :

1- si l'un des facteurs de succès du capital-risque réside dans la facilité de sortie des *venture capitalists*, il convient de garder désormais présent à l'esprit que la sortie par fusion et acquisition constitue l'une des voies de sortie « normale » à côté de l'entrée en bourse (IPO).

2- il faut alors tenir compte également du fait que les sorties par acquisition ne résultent pas principalement d'une intervention de grands groupes ou de groupes leaders dans leurs secteurs. Les groupes de taille moyenne, voire de petites firmes innovatrices et dynamiques jouent, du moins aux Etats Unis, un rôle important dans le rachat de *start up*. Par conséquent, si les rachats ont plus de chance d'être réalisés par des « suiveurs » que par les leaders, il en résulte que l'un des facteurs de succès du *venture capital* réside dans l'existence d'un vivier de firmes moyennes (voire de petites firmes ayant quitté le statut de *start up* depuis peu de temps) animées par une

³ Les groupes actifs sont ceux qui réalisent au moins trois rachats de *start up* adossées au capital-risque. Les groupes peu actifs sont ceux qui réalisent au plus deux rachats.

⁴ Le secteur *Consumer related* est dans la même situation. Mais cela concerne un nombre très faible d'opérations.

volonté de croissance rapide par la voie de la croissance externe, et par l'accent mis sur l'accumulation de technologies nouvelles.

3- la structure et la dynamique de la « demande » d'acquisition de *start up* varient selon les secteurs et les périodes. D'un côté les caractéristiques de la technologie des secteurs acquéreurs et leurs configurations possibles peuvent être très différentes selon qu'il s'agit d'offrir des biens-systèmes, des solutions « de bout en bout » ou des produits relativement autonomes. Les standards jouent évidemment un rôle dans ces dynamiques. De l'autre, les périodes de bouleversement technologiques tendent à affaiblir les barrières et créent des opportunités nouvelles.

4- les groupes leaders, les groupes moyens et les *start up* tendent à jouer des rôles complémentaires dans la dynamique d'un système d'innovation. Contrairement à un point de vue ancien qui consiste à poser un principe de rivalité entre ces trois types d'acteurs, il convient, au niveau du système global, de considérer qu'il s'agit d'acteurs jouant des rôles complémentaires, variables selon les époques et les structures industrielles, et parmi lesquels existent des transfuges potentiels qu'il est utile d'identifier.

5- la sortie par acquisition n'est pas seulement une modalité qui permet de dynamiser un système de capital risque en élargissant le champ de sorties possibles. Inversement, c'est aussi un moyen pour les groupes suiveurs, ou les groupes moyens, de nourrir leur croissance et de mettre en œuvre une stratégie agressive de conquête de leadership. Il ne faut pas voir le capital risque uniquement comme le lieu de « production » de jeunes entreprises appelées à grandir. Il s'agit aussi d'un vivier grâce auquel les groupes de second rang peuvent alimenter leur croissance. Il n'y pas que des inconvénients à envisager la prédation des *start up* par les groupes moyens.

En ce qui concerne la dynamique de longue période d'un système national d'innovation, notre recherche conduit donc à mettre au jour une dynamique d'évolution reposant sur un phénomène de « cannibalisme » : des *start up* un peu plus anciennes, plus performantes ou animées par un esprit entrepreneurial plus agressif prenant le contrôle de *start up* plus récentes, de façon répétitive. Ce qui signifie, en prolongeant le raisonnement, que le succès du *venture capital* tient moins à la réussite d'une entreprise que de celui d'un réseau ou d'un système dans lequel l'agglomération progressive de plusieurs entreprises finit par permettre l'avènement d'un leader de niveau national sinon mondial. Il est vraisemblable que les acteurs du capital-risque, firmes spécialisées, experts et financiers jouent un rôle essentiel dans la capacité du système à engendrer ces séries de fusions et acquisitions sans lesquelles le délai de maturation et de croissance des nouvelles firmes serait très élevé. Il s'agit là d'une sorte de phénomène « d'accumulation primitive » de nature industrielle qui semble accompagner très naturellement la montée d'un régime d'innovation permanente dont la décennie des années quatre-vingt dix aux Etats-Unis a illustré à la fois le rôle positif et les limites.

Il est utile également de souligner sinon l'émergence, du moins la structuration progressive et la complexification d'un véritable marché de la technologie. Le rachat de *start up*, que ce soit par des groupes leaders ou par de suiveurs, participe de ce marché différencié et segmenté de la technologie. Cette manœuvre stratégique doit être mise en perspective aussi sous cet angle.

Nos analyses nous conduisent à plaider en faveur d'un décentrement.

Si l'on suit certaines analyses traditionnelles, et dans un pays comme le notre, d'inspiration assez colbertiste, on a naturellement tendance à privilégier les grands groupes comme pôles d'entraînement et comme source de financement et d'impulsion dans les dynamiques d'innovation. Telle était la logique des analyses de J. Schumpeter dans la deuxième phase de ses recherches sur l'innovation, celles qui contribuèrent à souligner le rôle positif des monopoles et des groupes leaders dans l'innovation.

C'est la même inspiration qui, dans un autre ordre d'idées, conduit aussi à plaider en faveur du *corporate venturing*, au nom de l'idée que le financement de *start up* par les grands groupes est une préparation à leur intégration par ceux-ci et, ainsi, est une voie détournée d'innovation qui peut se révéler fructueuse. En fait, dans nos analyses, le rachat ne semble pas l'issue « normale » ou la plus fréquente du *corporate venturing*. Par conséquent, si le *corporate venturing* doit être soutenu, et nous pensons qu'il doit l'être, ce ne peut pas être sur la base de l'argument d'une externalisation de l'innovation et de la réintégration ultérieure de ses résultats par le groupe qui a contribué à en assurer le financement. L'argument qui nous semble plus juste serait plutôt celui des compétences d'évaluation stratégique et de diagnostic que les personnes qui, au sein d'un grand groupe sont en charge de l'activité de *corporate venture*, ont la possibilité de mobiliser.

Nous plaidons donc pour un décentrement, c'est-à-dire pour une attention plus grande accordée aux entreprises « suiveuses » ou de second rang, et à leur implication dans le système de capital-risque. Dans un ordre d'idée différents, on a beaucoup insisté, à l'OCDE et aux Etats-Unis au rôle prépondérant des entreprises petites et moyennes dans la création d'emploi. Tout se rejoint : la capacité de croissance et d'innovation de cette population d'entreprises intermédiaires, les marges de création d'emploi qui les caractérisent et l'appétence, pour les plus dynamiques et agressives d'entre elles, vis-à-vis de *start up* qui constituent autant d'occasions de rebond et de renforcement de leur portefeuille d'activités et de technologies.

Table des matières

AVANT-PROPOS ET REMERCIEMENTS	V
PRESENTATION ET RESUME.....	VII
TABLE DES MATIERES.....	XIII
CHAPITRE 1 Objets et enjeux de la recherche	1
1- Les relations entre entreprises innovatrices naissantes et les grandes entreprises : un problème ancien, des relations et des comportements nouveaux.....	3
2- Position des problèmes 1 : la fusion acquisition comme moyen d'acquisition de technologies	6
3- Position des problèmes 2 : les <i>start up</i> comme cibles technologiques	12
4- Présentation de l'objet de la recherche.....	14
CHAPITRE 2 Cadres d'analyse, concepts et questions méthodologiques.....	17
1- Un premier cadre d'analyse : le système de capital-risque et ses éléments	17
2- Les bases de données utilisées.....	18
2-1 <i>Venture Expert (bases de données sur le capital risque)</i>	18
2-2 <i>La base de données sur les fusions et acquisitions : SDC M&A</i>	19
3- Quelques ordres de grandeur sur le système de capital risque et son évolution.....	21
3-1 <i>Les Portofolio Companies</i>	21
3-2 <i>Les Fonds, selon les échantillons</i>	23
3-3 <i>Le Corporate Venture</i>	26
3-4 <i>Les Firmes</i>	28
3-5 <i>Les débours</i>	29
4- Les concepts de base et leur traduction empirique.....	31
4-1 <i>Notion de start up</i>	32
4-2 <i>Les fusions et acquisitions</i>	32
4-3 <i>Les rattachements sectoriels : la question des nomenclatures</i>	37
4-4 <i>Notion de High Tech</i>	38
4-5 <i>Une seconde nomenclature : la nomenclature des activités relevant de l'Information Technology</i>	39
5- Ordres de grandeur sur les fusions et acquisitions	40
6- L'échantillon de leaders	43
6-1 <i>L'échantillon</i>	43
6-2 <i>Présentation de l'échantillon</i>	50
6-3 <i>Caractéristiques et propriétés de l'échantillon</i>	51
6-4 <i>L'échantillon de leaders de secteurs non High Tech</i>	52
Annexe statistique.....	53
Annexe méthodologique.....	70
CHAPITRE 3 Approche globale et premiers résultats	85
1- Les sorties par Fusions et Acquisitions.....	86
1-1 <i>Les deux types de sorties : par I.P.O. et par M&A</i>	86
Les sorties par I.P.O.....	87
Les sorties par Fusions Acquisitions.....	92
1-2 <i>Comparaison des deux voies de sorties : par I.P.O. et par M&A</i>	105
Comparaison des évolutions	105
Comparaison des prix.....	106
Comparaison des décompositions sectorielles	106
2- Les fusions et Acquisitions « globales »	107
2-1 <i>Propriétés de l'échantillon global SDC (fusions acquisitions « au sens strict »)</i>	109

2-2 Analyse du comportement des groupes <i>High Tech</i>	109
2-3 Identification et analyse des groupes les plus actifs	111
2-4 Analyse du comportement des groupes leaders à partir de l'échantillon	114
3- Rapprochement des caractéristiques des M&A globales et des rachats de compagnies adossées à du capital-risque	116
4- Le rachat de <i>start up</i> par les leaders <i>High Tech</i> . Comparaison avec les non leaders. Analyse statistique.....	120
5- L'implication des leaders dans le capital risque. Analyse statistique.....	123
6- Conclusion de ce chapitre	124
Annexe statistique.....	126
CHAPITRE 4 Les stratégies de rachat de <i>start up</i> dans les secteurs <i>High Tech</i>	137
1- Aperçu quantitatif et position des problèmes.....	138
1-1 Identification de deux configurations de base et commentaires	138
1-2 Approfondissement des caractères des secteurs.....	140
1-3 Secteurs, types de groupes acquéreurs et stades de développement des compagnies rachetées	143
2- Le secteur informatique, matériel et logiciel	146
2-1 Le bornage des secteurs	146
2-2 Les fusions-acquisitions	147
2-3 Le rachat des <i>start-up</i> : une politique pour l'essentiel portée par des acteurs de niche	152
2-4 Une exception à la politique menée par les groupes de l'informatique: le leader Microsoft	155
3- Le rachat de <i>start-up</i> par les groupes leaders du secteur des équipements de télécommunication	157
3-1 Les résultats quantitatifs.....	157
3-2 Profil des acquéreurs.....	161
3-3 Approche stratégique.....	162
3-4 Perspectives	164
4- Le secteur des Semi-conducteurs.....	165
4-1 Approche quantitative du rachat de <i>start up</i> dans le secteur des semi-conducteurs.....	166
4-2 Analyse stratégique	174
5- Le secteur de la Pharmacie et des Biotechnologies.....	179
5-1 Pourquoi les spécificités de l'industrie pharmaceutique nous ont-elles conduits à définir deux échantillons sectoriels ?	179
5-2 Premiers résultats généraux : un phénomène non significatif.....	181
5-3 L'approche par les groupes : une logique stratégique paradoxale ?	183
5-4 L'attrait du corporate venturing dans la biopharmacie	186
5-5 Conclusion sur le rachat de <i>start up</i> dans les secteurs étudiés	187
6- Conclusion du chapitre.....	188