UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

ÉCOLE DOCTORALE DROIT, SCIENCE POLITIQUE ET HISTOIRE

Droit, religion, entreprise et société (Strasbourg)

THÈSE présentée par :

Yusuf AUSIANDRA

soutenue le : 19 Avril 2017

pour obtenir le grade de : **Docteur de l'Université de Strasbourg**

Discipline/ Spécialité : Droit des affaires

L'évolution Institutionnelle du Capital Risque dans l'environnement du web 2.0

Une étude Comparative et Transdisciplinaire

THÈSE dirigée par :

M. STORCK Michel	Professeur, Université de Strasbourg

RAPPORTEURS :

Mme. RIASSETTO Isabelle	Professeur, Université du Luxembourg
M. GODON Laurent	Maître de conférences, Université de Versailles

AUTRE MEMBRE DU JURY :

M. URBAN Quentin	Maître de conférences, Université de Strasbourg

Dédicace

Je dédie cette thèse à mon père, ma mère et ma sœur

Remerciements

Je remercie Monsieur le professeur Michel Storck d'avoir accepté de diriger ma thèse et pour ses précieux conseils et guides, ses corrections bienveillantes et sa disponibilité constante, et ses encouragements nombreux.

Mes parents et ma sœur, pour leur soutien constant et absolu à travers la durée de la préparation et rédaction de la thèse.

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements 3

Table des matières 4

Liste des tableaux 12

Liste des figures 14

Introduction

Section I. La nouvelle économie de l'innovation 18

Section II. Le financement de l'innovation 21

Section III. Le capital-risque 25

Section IV. L'effet de l'essor technique du NTIC sur le capital-risque 43

Section V. Les initiatives juridiques encadrant le nouveau moyen de financement 50

Section VI. L'analyse économique de droit : un outil théorique d'analyse règlementaire 74

Section VII. La problématique de la recherche 79

Première Partie

Une analyse économique néo-institutionnaliste et conventionnaliste de l'évolution du capital risque à l'ère de la plateformisation de l'économie

Introduction de la première partie 84

Titre I. L'Analyse Economique du Droit Financier de l'Institution du Capital risque : fondements et limites 98

Chapitre I. Le concept de l'analyse économique du droit financier traditionnel et le capital-risque 99

Section I. La théorie néo-classique et le capital-risque 99

A. Les fondements de la théorie néo-classique 99

B. L'efficience des marchés 104

Section II. Critiques et le sujet du capital risque 110

A. Critiques sur certains points et l'oscillation régulatrice 110

B. La pertinence avec le sujet du capital-risque 114

Chapitre II. L'analyse économique néo-institutionnaliste et conventionnaliste du droit financier 117

Section I. Le concept de l'analyse économique néo-institutionnaliste contractualiste 117

A. Le néo-institutionnalisme anglo-saxon : *private ordering* et l'économie libérale des marchés 117
B. Le concept de fond du néo-institutionnalisme du droit financier : le cas de l'école américaine 126

Section II. Le *Private Ordering* et le droit régulatoire 128

A. Le *Private ordering* : de l'idéologie de l'individualisme atomistique à la théorie contractualiste 128

B. La Marginalisation du droit régulatoire 134

Chapitre III. Le Néo-institutionnalisme américain et le capital-risque 146

Section I. Le courant théorétique contractualiste américain: le TDP, TCT et TIC 146

A. La théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence 147
B. La théorie des coûts de transactions, la théorie des contrats incomplets et l'incomplétude contractuelle 150

Section II. La taxinomie de l'incomplétude contractuelle et les contrats relationnels 159

A. l'incomplétude contractuelle : flexibilité et discrétion 159
B. les contrats relationnels 161

Section III. . Une Analyse contractualiste du capital-risque 170

A. La structure institutionnelle du capital risque à travers le paradigme d'incomplétude contractuelle 170

B. Le financement de l'innovation par gouvernance contractuelle : couplage *securities design* – Marché financier 183

Titre II. L'archétype du financement de l'innovation américaine et la critique néo-institutionnaliste française 199

Chapitre I. La structure économique et juridique du financement de l'innovation 200

Section I. Le modèle de financement par capital-risque 200

A. Le capital-risque et le droit financier américain 200
B. Le droit civil et la flexibilité contractuelle 206

Section II. VC *mediated innovation* (le modèle d'aoki) : évolution de l'archétype 217

A. La structure d'écosystème au Silicon valley 217
B. Le modèle d'Aoki 218

Chapitre II. Le concept de fond du néo-institutionnalisme financier : le cas de l'école française 222

Section I. La thèse d'André Orléan : convention financière et liquidité financière 222

A. Le conventionnalisme Français : cadre analyse de valeur, critique du néoclassique et la notion centrale de liquidité 222

B La Notion Centrale de liquidité 233

Section II : L'analyse conventionnelle du capital-risque 242

A. Mécanisme créateur de liquidité financière 242
B. Mécanisme de maintien de liquidité financière 255

Titre III. La plateformisation et la financiarisation de l'économie 268

Chapitre I. Le web 2.0 et l'économie des plateformes 272

Section I. L'économie du 2.0 et les effets de l'essor technique du NTIC 272

A. L'histoire de la plateformisation de l'économie 276
B. Les trois principes de la nouvelle économie : structures des coûts atypiques, les effets de réseaux, la domination des actifs immatériels et les lois singulières de l'économie de la connaissance 281
C. L'émergence du champ disciplinaire de l'intelligence compétitive 2.0 284
D. Les outils 2.0 et la gestion d'entreprise 286

Section II. L'évolution de l'externalisation des ressources : *crowdsourcing* et la notion de la 'sagesse de la foule' 296

A. Valeur stratégique de la foule : 'la sagesse de la foule' 310
B. Les limites du crowdsourcing 316

Chapitre II. La financiarisation de l'économie : l'hégémonie du modèle institutionnel financier 323

Section I. La Financiarisation de l'économie : Histoire et structure 323

A. Financiarisation de l'entreprise : une entreprise fragmentée, modulaire et centrée sur la valeur actionnariale 323

B. Le recentrage stratégique de la firme et un nouveau modèle d'accumulation 355

Section II. La théorie contractuelle, *liberal market economy* et la nouvelle firme financiarisée 365

A. Les *start-ups* : les nouvelles firmes entrepreunariales financiarisées 365

B. La privatisation de l'innovation et le capital-risque 372

Conclusion de la première partie 385

Deuxième Partie

L'évolution du cadre règlementaire du capital risque : un regard comparatif

Introduction de la deuxième partie 392

Titre I. Droit, flexibilité contractuelle et la mise en réseau de la société 395

Chapitre I. La taxinomie de la flexibilité dans le financement de l'innovation 397

Section I. L'engrenage de la structure cyclique du financement de capital-risque 399

Section II. Les éléments constituant la flexibilité institutionnelle. 408

Chapitre II. La reproduction de l'archétype de financement américain (Le capital-risque) : un regard comparatif du milieu régulatoire 409

Section I. La France 409

Section II. Le cas d'Israël 414

Section III. Le cas de la Chine 416

Section IV. Le cas de Taiwan 420

Section V. Le cas de la Corée du sud 421

Section VI. Le cas du Japon 424

Section VII. Le cas de l'Indonésie 426

Chapitre III. Les observations comparatives et analyse institutionnelle 432

Chapitre IV. L'apport de la mise en réseau de la société et la flexibilisation soutenue : le cas du « *Kiss Contracts* » 437

Chapitre V. L'inaliénabilité d'une gouvernance contractuelle flexible avec la liquidité financière 448

Titre II. Droit, Liquidité et la mise en réseau de la Société 451

Chapitre I. L'élément central de l'accumulation financière : la quête constante de la liquidité 452

Section I. La liquidité dans le paradigme d'analyse économique de droit traditionnelle et néo-institutionnelle américain contractualiste 453

Section II. La liquidité financière selon l'institutionnalisme français 456

Chapitre II. Les théories institutionnelles sur la liquidité 459

Chapitre III. L'apport de la mise en réseau de la société : l'internet comme vecteur de la liquidité 462

Chapitre IV. L'état de lieux de l'écosystème du capital risque et l'apport des progrès du NTIC vis-à-vis de la liquidité financière 463

Section I. Exemple de progrès par initiative privée 467

Section II. L'experimentation française 471

Chapitre V. Droit financier et liquidité financière : un regard juridique comparatif 473

Section I. La dérégulation financière américaine : le *Jumpstart Our Business Start-ups Act (JOBS Act)* et le *Private Placement* 475

Section II. Le modèle industriel et bancaire Européen 481

Section III. Le modèle évolutif Israélien 495

Section IV. Les réformes Chinoises 498

Section V. Le progrès du Japon 500

Chapitre VI. La Poursuite de la liquidité financière par l'encadrement règlementaire : Un résumé 502

Conclusion de la Deuxième Partie 504

L'essence d'un cadre régulateur optimal pour le financement 506

Conclusion Générale 509

Résumé 573

Résumé en anglais 575

Liste des tableaux

Tableau 1	Les deux branches du *Private Equity*	P.26
Tableau 2	Types d'interventions du capital risque	P.27
Tableau 3	Typologie des plateformes de crowdfunding	P.46
Tableau 4	Modifications apportées par le JOBS Act	P.52
Tableau 5	Tableau comparatif Reg A, Reg D, Rule 506 (c) et Regulation crowdfunding	P.58
Tableau 6	Résumé des Articles de l'ordonnance N°. 2014-559 du 30 mai 2014	P.67
Tableau 7	*The Top 32 VC-Backed Exits of 2015*	P.94
Tableau 8	L'économie des contrats du droit des obligations français selon Thierry Kirat	P.209
Tableau 9	Tableau comparatif des différents paradigmes	P.232
Tableau 10	Les Principales étapes historiques de la structuration des activités des organisations	P.279
Tableau 11	Les Fonctionnalités et les applications du Web 2.0 au niveau de l'entreprise	P.288
Tableau 12	Approches de la production et de l'innovation distribuées	P. 293
Tableau 13	Tableau récapitulatif des technologies 2.0	P.295

Tableau 14	Une typologie de *crowdsourcing*	P.300
Tableau 15	Typologie de Crowdsourcing fondée sur l'objet	P.301
Tableau 16	Differents types de crowdsourcing selon Lebraty	P.303
Tableau 17	La catégorisation de l'usage du crowdsourcing par les entreprises par rapport à leur produit	P.309
Tableau 18	La financiarisation des stratégies	P.357

Liste des figures

Figure 1	Le Cycle de vie d'un fond de *private equity*	P.28
Figure 2	Relation LP/GP/Entrepreneurs	P.37
Figure 3	Démarche simplifiée de la méthodologie *Law and Economics*	P.78
Figure 4	L'essentiel du LEF sur le Droit des valeurs mobilières	P.109
Figure 5	Quatre éléments composant la dynamique de la société par actions	P.133
Figure 6	Les éléments de la mutation économique	P.141
Figure 7	Schéma résumant le progrès institutionnel de la firme	P.170
Figure 8	Schéma de l'archétype institutionnel de financement de l'innovation américain	P.175
Figure 9	Schéma de gouvernance d'entreprise financiarisée du capital risque	P.187
Figure 10	Schéma de différentes clauses de l'architecture financière	P.198
Figure 11	Schéma simplifié de l'école de pensée conventionnaliste	P.225

Figure 12	Schéma sur l'application du néo-institutionnalisme français sur l'institution financière	P.228
Figure 13	Schéma de progression de la logique financière selon Eric Pineault	P.247
Figure 14	Schéma de différentes dimensions de l'évolution institutionnelle du capital financier	P.253
Figure 15	Modèle économique traditionnel simplifié	P.326
Figure 16	Modèle économique financiarisé simplifié	P.326
Figure 17	La succession des types de gouvernance d'entreprise	P.330
Figure 18	Cercle de l'économie sous la financiarisation avancée	P.383
Figure 19	Schéma de la structure dualiste de capital risque	P.404
Figure 20	Schéma des différents contrats explicites et implicites dans un financement de capital risque	P. 405
Figure 21	Start up Financing Cycle	P.455

L'évolution Institutionnelle du Capital Risque dans l'environnement du web 2.0

Une étude Comparative et Transdisciplinaire

INTRODUCTION

Section I. La nouvelle économie de l'innovation

« *L'entrepreneur est le révolutionnaire de l'économie* »

Joseph Schumpeter - Théorie de l'évolution économique, 1911 / 1926

[1] Le monde connaît actuellement un bouleversement touchant jusqu'à le dynamique du monde des affaires contemporain. Une décentralisation des épicentres des pouvoirs politique et économique est suivie d'une fragmentation de la notion d'influence. Ces phénomènes incitent certains penseurs à identifier une transformation du concept même du pouvoir.[1] Parmi les exemples illustrant les transformations énormes dans le paysage des affaires se trouve la notion renouvelée de l'émergence des *start-ups* comme levier de création de valeur[2]. Le paradigme d'une économie industrielle jadis soutenue par la puissance des grandes sociétés commerciales établie et maintenue à travers des opérations d'intégration verticale s'écroule face à la rapide valorisation financière des sociétés nouvellement créées ayant une forte croissance due à leur nature innovante tels que *Google, Facebook, Twitter* pour en citer les plus connues. La reconfiguration de l'écosystème des affaires à présent axé sur le concept de l'innovation, ressuscite un vif intérêt portant sur le concept théorique et pratique de l'innovation.

[1] Une référence faite à l'ouvrage de Moisés Naìm, *The End of Power*, New York: Basic books, 2013.

[2] Le terme de *start-up* est défini comme une jeune entreprise innovante, dans le secteur des nouvelles technologies en se fondant sur la définition de Larousse en ligne : http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/start-up/74493

[2] Au préalable, une définition propre du terme innovation s'avère nécessaire avant de pouvoir poursuivre l'exposé. L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) définit l'innovation en tant que « *la mise en œuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratique de l'entreprise, l'organisation de lieu de travail et ou les relations extérieures* ».[3]

Cette définition proposée par l'OCDE rejoint la typologie d'innovation dressée par l'économiste Joseph Schumpeter considéré comme le père de l'entreprenariat et une « prophète » de la théorie de l'innovation. [4] Selon Schumpeter, une typologie de l'innovation peut être dressée en cinq types *inter alia*[5] *:*

1. L'innovation des produits
2. L'innovation de procédés
3. L'innovation des modes de production
4. L'innovation de débouchés
5. L'innovation de matières premières

[3] Les pensées de l'économiste Schumpeter représentent une importance fondamentale puis qu'elles portent sur les trois point clés importants du concept de l'innovation toujours plausible jusqu'à présent : 1. les cycles d'affaires[6] ; 2. le rôle primordial des entrepreneurs[7] et 3. Une cadre analytique pour une économie

---

[3] L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE), *Manuel d'Oslo Principes Directeurs Pour Le Recueil et l'interprétation des Données sur l'innovation,* 3e édition, Editions OCDE, P.54

[4] Thomas K, McCraw, *Prophet of innovation, Joseph Schumpeter and creative destruction*, Belknap Press, 2007

[5] Joseph Schumpeter, 1935, *Théorie de l'évolution économique : Recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, Collection « Les Classiques des Sciences Sociales » Bibliothèque Paul-Émile-Boulet Université de Québec, P.68

[6] Joseph Schumpeter, 1935, *Op cit,* P.135

[7] Jacques Brasseul, *L'entrepreneur, figure centrale du capitalisme de marché*, Problèmes économiques: comprendre le capitalisme, Edition Mars 2014 numéro 5, La documentation française, P. 42-51

en perpétuel mouvement. Joseph Alois Schumpeter à travers ses diverses œuvres[8] avait préparé le terrain pour une pensée économique fondée sur l'importance de l'entrepreneur non comme agent de l'économie supportant d'une manière endogène la structure économique mais au contraire un agent perturbateur incitant à un changement fondamental à la structure de l'économie.

[4] Selon ce dernier, l'entrepreneur en tant que personne bouleversant la configuration préétablie d'un système, représente un moteur générateur de la valeur économique dans le système capitaliste. D'une manière subséquente, l'entrepreneur dans cette fonction revêt un rôle pilier dans la croissance capitaliste, en participant au processus incessant de « destruction créatrice ».[9] L'entrepreneur schumpetérien crée une friction concurrentielle dans le marché poussé par l'innovation à travers la poursuite du profit commercial allant jusqu'à des résultats considérés comme des innovations radicales. Il est intéressant de noter en passant que dans le cadre juridique actuel le terme invention a été choisi et innovation délaissé.[10] Cela se comprend par la nature récente du terme de l'innovation, pourtant les deux notions exigent un point commun : la créativité.[11]

[5] La réintroduction de la pensée Schumpetérienne, favorisant une mise en avant d'un développement piloté par l'esprit entrepreneurial, nous amène à la corrélation soulignée par Schumpeter entre le capital et le financement de l'entreprise. Les institutions bancaires et financières deviennent indispensables à la compétitivité économique vis à vis l'allocation de capital vers les projets entrepreneurials de l'innovation. Le financement de l'innovation constitue en lui-même une forme d'investissement social par le potentiel de générer des

---

[8] Joseph A. Schumpeter. *Capitalism, Socialism & Democracy*, Taylor and Francis e-Library, London : Routledge, P.132, 2003

[10] Françoise Moulin, *Innovation et invention comparaison du point de vue juridique*, Working paper serie RMT (WPS 03-13), 2003, 20 p.<hal-00451615>, P. 2

[11] *ibid, P. 17*

externalités positives. Par cela d'autres entreprises peuvent bénéficier directement ou indirectement des innovations faites par une entreprise innovante. De ce point de vue, le rendement social peut dans certains cas être supérieur au rendement privé. Malgré les énormes bénéfices inhérents à un programme de financement d'innovation, le niveau de risque n'est toutefois pas toujours négligeable. Le financement des entreprises innovantes repose sur une forme d'investissement ayant un niveau d'incertitude élevé, des coûts souvent exorbitants et une forme d'investissement non-remboursable ou irréversible.

Section II. Le financement de l'innovation

[6] Les sources de financements pour les entreprises sont endogènes et exogènes. Le financement endogène prend la forme d'un autofinancement par les fonds propres de l'entreprise[12]. Pour les entreprises établies ayant une ressource en fonds propres importants telles que les entreprises listées au CAC 40, un financement interne fait partie des stratégies de refinancement envisageable. Par contre, pour les entreprises jeunes et en pleine croissance marquées par une demande énorme de capital frais dédié à la recherche - avec un haut niveau d'incertitude de rendement – un financement exogène s'avère primordial.

[7] La typologie du financement de l'entreprise divise le financement en deux par rapport à la durée de financement. Le cycle de financement court permet aux entreprises de financer les transactions à court terme tels que les comptes courant. Pour les start-ups, le financement est plutôt de long terme avec une allocation plus fondamentale pour des raisons liées à la nature même des *start-ups*. Le financement de la start-up sera dédié dans l'approvisionnement en capital pour les recherches et la valorisation initiale de la recherche et du business model de la *start-up.* Ainsi les sources de financement de la *start-up* elle-même doivent être de nature à long-terme et résistant à un niveau de prise de risque élevé.

[12] Jean-Pierre Biasutti et Laurent Braquet, *Comprendre le système financier : De la croissance à l'instabilité*, 2e édition, 2014, Paris, Les éditions Bréal, P.16

Certes, le financement des entreprises *start-up* est disponible par la conclusion d'une dette bancaire ou d'un appel à l'épargne dans les marchés financiers. Toutefois, la durée de vie encore jeune de l'entreprise et le manque accru des biens économiques sous-jacents autres que des droits intellectuels ou des droits de propriété industrielle ainsi qu'un simple business plan renforcent les difficultés rencontrées dans la levée de fonds, aussi bien par voie bancaire qu'auprès des marchés financiers.

[8] D'autre part, les investisseurs rencontrent aussi une difficulté liée à l'asymétrie d'information existant entre l'entrepreneur innovant et les investisseurs eux-mêmes. Cette condition résulte de l'impossibilité pour l'entreprise de dévoiler un débit d'information plus élevé par rapport à la valeur et au potentiel de leur entreprise. Cela est dû aux risques d'imitation par les entreprises concurrentes. Il y a donc un risque d'aléa moral des entrepreneurs vis à vis des investisseurs. Ce risque prend la forme d'un risque de perte d'une partie de bénéfice de l'innovation subi par les investisseurs. L'existence de cet aléa moral peut aboutir à l'assèchement de l'alimentation financière envers l'entreprise innovante ayant pourtant un potentiel de haut rendement. Ainsi, un débat autour de la structure idéale adaptée aux financements de l'entreprise innovante se forme. Une différence apparaît entre la dynamique de financement en Amérique et en France. La révolution de NTIC (Nouvelles Technologies d'Information et de Communication) américaine repose sur le financement direct des marchés financiers. Le mode de financement direct par les marchés financiers possède un élément incitatif assez important amenant les entrepreneurs à épuiser les moyens d'accroître la rentabilité tout en réduisant les coûts et à relever le taux de marge. Il permet donc d'optimaliser l'efficience et de soutenir la croissance économique.

[9] En France, durant les trente Glorieuses, le paysage financier était au contraire dominé par le financement indirect sous forme de crédit bancaire, le recours à l'autofinancement et un partenariat avec l'État.[13] Ce dernier supporte l'expansion de l'entreprise par les commandes publiques dans certains domaines

[13] *Ibid,* P.94

tels que l'armement, la chimie, l'aérospatiale, etc. À présent en France l'innovation technologique est toujours fortement soutenue par les pouvoirs publics par le biais des crédits d'impôt de recherche, commandes publiques, subventions et d'autres moyens.

[10] Les formes de financement des entreprises diffèrent d'une manière complexe en suivant la structure au niveau macroéconomique ainsi que les variations socio-économiques et socioculturelles. Le système américain connu par son esprit entrepreneurial accorde une grande importance aux vertus de l'idéologie libérale[14]. Cela se traduit par la mise en tant que perspective centrale de la poursuite des rémunérations financières. Ainsi les marchés financiers aux Etats-Unis représentent le catalyseur idéal en termes de gouvernance des incitations dans la poursuite de la valorisation des projets d'entreprises innovantes . La France comme cité plus haut part d'une approche cartésienne mettant en avant la méthode et l'importance de la recherche préalable, marquent ainsi la centralisation et la planification de l'économie[15]. De plus, l'intervention de l'Etat dans la structure de l'économie nationale reste toujours majeure. Cette structure explique l'assistance omniprésente de l'Etat dans la valorisation d'un projet entrepreneurial. Le rôle des incubateurs alimentés par le biais de financement public reste un caractère essentiel du financement de l'innovation en France. L'implication de l'Etat dans la croissance économique est preuve d'une plus grande permissivité aux politiques interventionnistes de l'Etat et d'une forme de scepticisme à l'égard d'une logique de marché libre purement autorégulatrice.

[11] D'un point de vue économique, il n'existe pas de système de financement supérieur par nature. Mais une multitude de configurations s'inscrivant dans la ressource créative de l'ingénierie financière permet l'essor de

---

[14] Leo Paul Dana, *A Framework for the Classification of Government Policy on Entrepreneurship : Contrasting Six Models*, 1985, Journal of Small Businesses and Entrepreneurship, P.3

[15] David B, AudretschR, Thurik, Ingrid Verheul, Sander Wennekers, *Entrepreneurship: Determinants and Policy in a European-US Comparison*, Economics of Science, Technology and Innovation,2002, Dordrecht : Kluwer Academic Publisher, P.113

l'innovation à travers un financement adéquat[16]. La fonctionnalité de l'ingénierie financière consiste dans la gestion d'alignement d'intérêts entre des industriels ayant un haut niveau d'incertitude et d'ambiguïté en terme de risque par rapport à leur portefeuille d'activité et des investisseurs hésitants à investir dans des valeurs à forte croissance pour des raisons d'une présence de risques substantielle[17].

[12] La dichotomie entre le potentiel d'une haute rentabilité d'un projet innovant et l'incertitude attachée à la nature des projets se cristallise dans le domaine du financement de l'entreprise innovante. Les projets ayant le prédicat innovant sont souvent caractérisés par certains éléments particuliers propres à ces types de projets. Premièrement les projets innovants reposent sur les qualités subjectives de ses concepteurs[18]. En second lieu, compte tenu de la nature nouvelle des produits, il existe un risque générateur d'incertitude quant à la nature technique et quant à l'aspect commercial[19]. Enfin, l'évaluation des projets innovants nécessite souvent l'intervention de spécialistes.[20] Le cumul des trois éléments cités auparavant rend le financement des projets innovants dans la plupart des cas inadéquats à l'économie bancaire et au recours à des financements auprès des marchés financiers. Conformément à cela, un mode de financement alternatif au financement direct par les marchés financiers et au financement bancaire s'est formé : le capital-risque.

---

[16] Bruno Amann, *Ingénierie financière et innovation*, Encyclopédie de l'innovation, Economica, Toulouse , 2013. PP. 213 – 231. P. 229

[17] *Ibid.* P.214

[18] Catherine Casamatta, *Capital-risque et Innovation*, Encyclopédie de l'innovation, Economica, Toulouse , 2013, PP.197-212, P.197

[19] *Ibid*

[20] *Ibid*

Section III. Le capital risque

[13] Le capital-risque fait partie d'un ensemble de mécanismes de financement plus vaste : le capital investissement ou *private equity*. Le *private equity* consiste dans l'apport, par des investisseurs, à des entreprises non cotées (*private*) de fonds propres (*equity*) ou quasi fonds propres pour financer le développement ou le rachat. Ces apports sont réalisés par des sociétés ou des fonds d'investissements, des caisses de retraite (pensions funds), des banques, des sociétés d'assurances, ou de grandes entreprises. Ils peuvent aussi être exercés par des personnes physiques individuelles : les *Business Angels.*[21]Le Private Equity ou Capital investissement est constitué de deux activités : Le capital-risque et les rachats d'entreprises (*Buyouts*). Le capital-risque concerne la forme d'investissement à long terme dans des jeunes entreprises ayant un haut potentiel de rentabilité. Le *Buy Out* ou le Capital transmission se situent dans le domaine des reprises des sociétés matures par le moyen du levier d'emprunt (*Leveraged Buy Outs*)[22].

[21]Christophe Bouteiller et Catherine Karyotis, *Op cit* .P.11

[22] Patrick Sayer et Maxime de Bentzmann, *Les 100 Mots du Capital-Investissement Que sais-je?*, 1re Édition,2013, Paris: Presses Universitaires de France, P.9

Les deux branches du Private Equity sont composées de :

Private Equity ou Capital Investissement Tous les investissements en fonds propres dans les entreprises non cotées	
Venture Capital ou Capital risque Investissements dans des entreprises jeunes et à fort potentiel de croissance	**Buy-out ou Rachat d'entreprise** Investissements dans des entreprises matures et à fort potentiel de rentabilité

Tableau 1 Les deux branches de *private equity*

Source : Christophe Bouteiller et Catherine Karyotis. *L'essentiel du Private Equity et des LBO, 2013, Paris,* édition l'extenso. P. 9

Les types d'intervention du capital risque sont les suivant :

Capital de Pré-amorçage	Capital d'Amorçage	Capital Création	Capital Développement
Prêts d'honneur Prêts familiaux, dons ou apports BPI France (avant 2013 Oséo) CRITT	Incubateurs Cigales et capital-risque solidaire Business Angels	Business Angels SCR locales et régionales FCPR, FIP, FCPI Fonds de capital risque d'entreprises créées par des industriels Fonds de capital-risque institutionnels (filiales de banques, fonds initiés par l'État)	Business Angels Fonds de développement FCPR, FIP, FCPI Fonds de capital-risque institutionnels

Tableau 2 Types d'interventions du capital risque

Source : Christophe Bouteiller et Catherine Karyotis. *L'essentiel du Private Equity et des LBO,* Paris, éditions lextenso. P.29

Le financement d'une entreprise suit des phases très structurées connues sous le terme de cycle de vie d'un fonds. L'illustration suivante nous permet de décrire les différentes phases dans le cycle de vie des fonds de Private Equity:

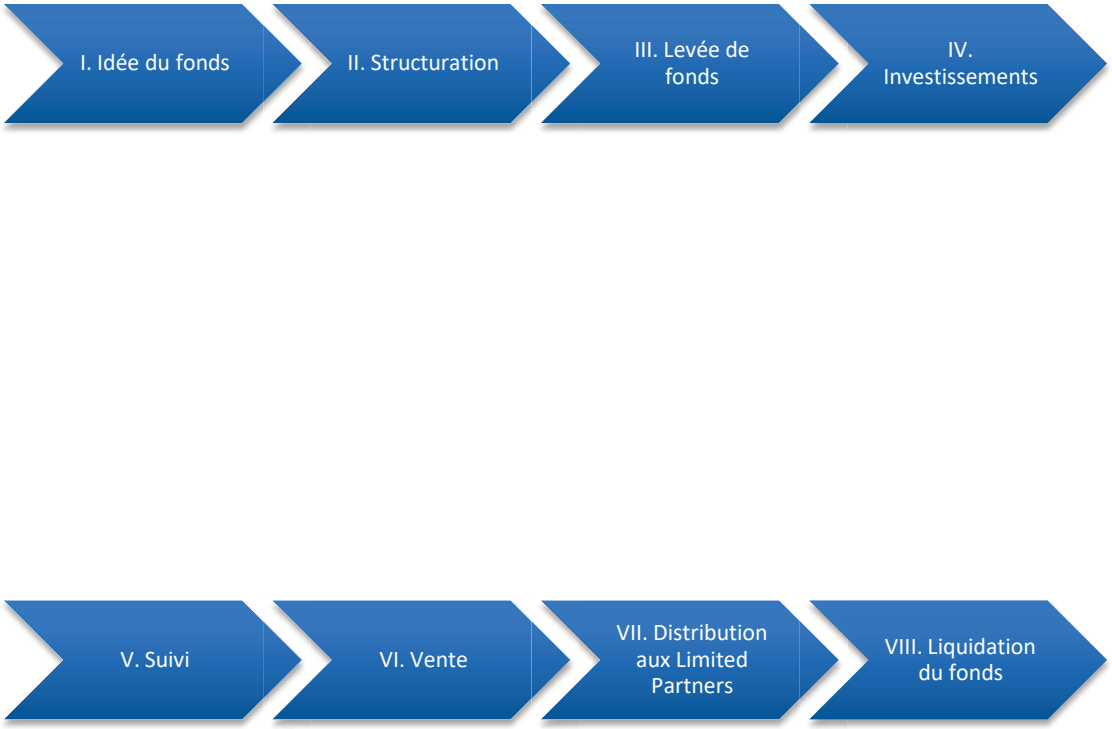


Figure 1 Le Cycle de vie d'un fond de *private equity*

Source : Mondher Cherif. 2008. *Le Capital-risque*. 2e édition. Paris : Edition Revue Banque. P. 23

Description complémentaire de la figure :

Etape I : Sponsor financier et équipe de gestion de fonds

Etape II - III : Choix de la juridiction, structure juridique et automatisations, *Due diligence sur les managers,* coordination avec le régulateur, et rédaction du règlement

Etape III – IV : *Due diligences,* investissements, structuration fiscale, Travaux de *compliance* sur les participations, Gestion administrative des participations (flux financiers)

Etape V : Suivi des participations, valorisations, investissements supplémentaires, gestion des flux (suivi des intérêts échus/dividendes, suivi des clauses des pactes actionnaires et des intermédiaires

Etape VI – VII : Travaux légaux pour les désinvestissements (contrats), flux financiers au vendeur, suivi des distributions

Etape VIII : Dépositaire/ administration

Pendant les étapes V jusqu'à VIII, un procédé de *reporting* aux investisseurs prend place ainsi qu'un calcul de la valeur liquidative, de la comptabilité du fonds et un suivi de règlement.

La pluparts de la littérature sur le sujet de capital-risque en particulier et le capital Investissement en général propose des déterminants *succes drivers* de la réussite du capital risque qui sont *inter alia :*[23]

1. Les Marchés des sorties
2. Le Contrôle et contrats
3. Le rôle des clusters
4. L'Expérience et compétence des investisseurs
5. La Compétence technologique et gouvernance
6. L'Esprit des entrepreneurs et le profil des entreprises
7. Les Syndications et effets de réseau
8. La Taxation et le cadre législatif

Les différents déterminants seront traités avec plus de précision au cours de la recherche.

[14] Pour pouvoir comprendre l'institution du capital-risque et son rôle dans le financement de l'innovation par rapport aux autres types de système de financement, une approche multidimensionnelle limitée de l'institution sera adoptée. La démarche sera divisée en trois dimensions : a) historique, b) institutionnelle et c) structure des transactions. Premièrement, le capital-risque s'est développé au lendemain de la première guerre mondiale avec la création des premiers organismes aux Etats-Unis de capital-risque sous le nom de *American Research and Development Corporation (ARD)* entre 1950 et 1980.[24] L'impulsion du secteur public par le biais du cadre législatif crée par le *Small Business Investment Act* (*SBIA*) avait permis l'injection des fonds publics vers les *Small Business Investment Companies (SBIC).* Cependant l'essor du financement par le capital-risque moderne tel qu'on connaît aujourd'hui remonte à l'assouplissement fondamental de la *Employee Retirement and Income Security Act* (ERISA) en

[23]Gilles Mougenot, *Op cit,* P. 158 -161

[24] Bernard Guilhon et Sandra Montchaud, *Le capital-risque mécanisle de financement de l'innovation*, 2008, Paris : Lavoisier, P. 28

1979. La modification règlementaire avait permis l'investissement des fonds de pensions dans les *private equity* ou capital-investissement.

[15] L'âge d'or du capital-risque atteint ses sommets dans les années 1980 marqués par la forte rentabilité des investissements et la réussite des portefeuilles d'investissement dans des sociétés telles qu'Apple Inc. et Genentech. Le record en terme de rentabilité de croissance avait explosé entre les années 1994 et 2000 avec un développement rapide de $4,1 milliards en 1994 jusqu'à à atteindre $105,8 milliards en 2000[25]. L'explosion de la bulle internet avait mis fin à ce niveau de croissance extraordinaire. Depuis l'année 2000, la levée de fonds effectuée subit des fluctuations mais reste entre 20 à 30 Milliards de dollars[26].

[16] En France, l'essor du capital-risque prend ses origines dans l'action des organisations parapubliques dans les années soixante-dix en vue d'un renforcement des fonds propres de l'entreprise.[27] Le développement du capital-risque en France s'appuie largement sur la politique des pouvoirs publics favorisant les investissements dans le capital investissement (*private equity)* en général et le capital-risque (venture capital) en particulier. La politique étatique de support dans cette matière prend forme en deux axes de développement principal : la recherche des effets et les incitations fiscales.[28] Le politique de l'Etat français était une politique de soutien sans pour autant se substituer aux marchés.[29]Le concept d'un effet de levier est fondé sur l'emploi de l'endettement pour dégager une rentabilité plus importante des capitaux propres tant que le coût du capital est inférieur à l'augmentation des bénéfices grâce à l'endettement.[30] En s'alignant sur cette définition, il est clair que l'impact voulu par les pouvoirs publics était la disponibilité des fonds à travers la création des « fonds des fonds ». En 1999 un

---

[25] Gilles Mougenot, *Tout Savoir sur le Capital Investissement*, 5e édition, 2015, Paris: editions lextenso, P.145

[26]*Ibid,* P.147

[27] Mondher Cherif, *Le Capital Risque*, 2e édition, 2008 Paris, Edition Revue Banque. P. 44

[28] Guillaume Guhur, *L'évolution du capital investissement en Europe et en France*, Mémoire de DESS Ingénierie Financier, 2003, 34 p. P.16

[29]*Ibid*

[30] http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Mots-de-la-finance/Effet-de-levier

fond public (Fonds Public pour le Capital-risque) géré par la caisse des dépôts et de consignation a reçu 90 millions d'euros de l'Etat français et 45 millions d'euro de la Banque Européenne d'investissement (BEI).

[17] Par la suite, le Fonds de promotion pour le capital-risque dont les fonds sont constitués par l'État, le fonds européen d'investissement et la caisse des dépôts assure le relais avec des fonds à la hauteur de 150 millions d'euros. L'idée motivant l'accumulation des fonds réside dans la pénurie des fonds propres issue des financements privés pour les investissements dans certains secteurs tels que la biotechnologie, l'électronique et l'environnement.[31] L'importance de la recherche et corrélativement le but pivot de sa valorisation favorisent la création d'autres formes d'effet de levier ayant pour but de supporter l'innovation. La création de L'AVAR (*Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche*) est un mode de soutien d'effet de levier. L'ANVAR est un établissement public français crée en 1967 par la Loi no. 67-7 du 3 Janvier 1967 portant création d'organisme de recherche (CNEXO, ANVAR, IRIA). Elle est chargée d'un cofinancement de l'innovation dans l'entreprise sous la tutelle du ministère chargé de l'industrie, des PME (Petit et Moyen Entreprise) et de la Recherche. L'ANVAR valide l'aptitude innovante d'une société filtrant par ce fait l'accès aux capitaux collectés par un FCPI. La société est aussi en ordre de recevoir des fonds de FCPI à condition de consacrer au moins 33% de son chiffre d'affaires à la recherche/ développement.

[18] La transparence fiscale dont bénéficie le FCPI due à l'absence de personnalité juridique permet son exonération à l'impôt. Le placement initial est déductible de l'assiette de l'impôt avec un plafonnement de 25% et de douze mille euros par personne. De plus, les revenus (plus-values et dividendes) perçus par le souscripteur et provenant de parts de FCPI conservées pendant cinq ans sont exonérés d'impôts. La dynamique règlementaire sous la forme d'un changement législatif en 1999 avait permis à la FCPI de s'investir dans des sociétés non-cotées ramenant la portefeuille en 2000 à une composition de 60% de sociétés cotées innovante et 40% de sociétés cotées traditionnelles. Cette dérive à la

[31] Guillaume Guhur, *Op cit,* P. 16

fonctionnalité initiale permettait au FCPI d'éviter de subir la « Courbe en J » qui est pourtant le caractère essentiel des financements dans les sociétés non côtés avec en contrepartie une corrélation directe avec les fluctuations des marchés financiers. En 2005 après un constat de l'étendue des dérives par rapport à la raison d'être des FCPI, le législateur avait encore une fois modifié le cadre règlementaire visant une obligation d'avoir une composition d'actif au minimum de 40% de sociétés non cotées innovantes.[32] Le FCPI peut aussi intégrer dans ce ratio les entreprises cotées sur Alternext. Depuis la transposition de la directive AIFM dans le droit français par l'ordonnance no.2013-676 du 25 Juillet 2013 publiée au Journal officiel du 27 Juillet, le FCPI entre dans la catégorie FIA ouverte à des investisseurs non professionnels. [33]Une dernière forme d'organisme formé dans le cadre de « l'effet de levier » est la Banque de développement des PME ou BDPME avec comme finalité la mutualisation des risques des PME innovantes.[34]

L'effort vers l'alimentation des sociétés non-cotées par le placement à risque de l'épargne se fait par la suite d'une manière exclusive à travers les incitations fiscales. Le législateur a créé une forme nouvelle de sociétés, les sociétés de capital-risque (SCR) et des fonds commun de placement à risque (FCPR) ouvrant accès à une neutralité fiscale soumise à certaines conditions.

[19] Le SCR prend la forme d'une société anonyme créée par la loi du 12 Juillet 1985 avec pour but d'encourager le financement de sociétés non cotées et bénéficiant d'une transparence fiscale pour les opérations de capital investissement qu'elles réalisent. L'imposition fiscale est reportée sur les actionnaires bénéficiaires des revenus, évitant une double imposition. Cette transparence fiscale analogue aux *Limited Partnership* et *Limited Liability Company* Américaine[35] est en elle-même une forme d'incitation fiscale. Le revers dans le domaine de la fiscalité pour les FCPR se trouve dans la ségrégation en terme de régime fiscal entre les revenus issus d'activités de capital investissement

[32]123Venture, Rapport d'Activité Semestriel, 1er Octobre 2007 / 31 mars 2008, P.4
[33] Article L. 214-24 Code monétaire et Financier
[34]Guillaume Guhur, *Op Cit*, P.17
[35] http://www.irs.gov/uac/Choosing-a-Business-Structure

d'un côté et les revenus autres (dépôts, prêts, contrats à terme). Cette condition résulte de l'aménagement de règles comptables complexes favorisant le développement des FCPR (Fonds Communs de Placement à Risque). Une SCR ne peut détenir en titres d'une même société plus de 25% de son capital et ne peut pas servir d'instrument de contrôle à un groupe (aucun actionnaire direct ou indirect ne peut détenir plus de 40% des droits de votes).[36] Suite à la transposition de la directive AIFM dans le droit français par l'ordonnance no.2013-676 du 25 Juillet 2013 publiée au Journal officiel du 27 Juillet, les SCR peuvent entrer dans la classification de FIA (Fond d'investissements Alternatifs) par leur objet[37]. Le critère économique est ainsi la variable de qualification principale dans l'analyse de l'objet du véhicule. Dans le cas où l'objet du véhicule consiste à lever des capitaux en vue de les investir conformément à une politique d'investissement définie, alors ce véhicule d'investissement ou de placement est un FIA ; et dans un autre cas si ce véhicule n'est qu'un cadre ayant une fonction de faciliter l'exploitation en commun d'un ou de plusieurs actifs détenus collectivement alors ce véhicule n'est pas un FIA[38].

[20] Le FCPR a été créé par la loi du 3 Javier 1983 en vue de favoriser le financement des sociétés non cotées par les particuliers. La stratégie régulatrice pour le FCPR est comme pour les SCR fondée sur les incitations de nature fiscale. L'actif d'un FCPI doit être composé d'au moins 60% d'actions de sociétés françaises qualifiées comme « innovantes » par l'ANVAR ou remplissant le critère de 33% de son chiffre d'affaire consacré à la recherche. Comme pour le FCPI, le FCPR est soumis au régime de transparence fiscale pour cause de manque de personnalité juridique. Les souscripteurs peuvent aussi déduire de l'assiette de l'impôt sur le revenu à concurrence de 25% leur placement initial dans une limite plafonnée par personne. De plus, les revenus (plus-values et dividendes) perçus par les souscripteurs provenant de parts de FCPI, pour autant qu'ils sont conservés pendant 5ans, sont exonérés d'impôts.

---

[36] Emmanuel Cotton, *La Société de Capital Risque : Caractères Juridique et Fiscal*, http://www.pansard-associes.com/publications/audit-comptabilite/points-comptables-specifiques/capital-risque-juridiques-fiscales.htm

[37] Michel Storck, *Commentaire sur les FIA dans le Code Monétaire et Financier*, 4e édition, 2014, Paris : Éditions Dalloz P. 322

[38] *Ibid*

De même que pour le FCPI, la transposition de la directive AIFM dans le droit français par l'ordonnance no.2013-676 du 25 Juillet 2013 permet de classer les FCPR dans la catégorie des FIA ouverts à des investisseurs non professionnels.

[21] Par la suite, la politique de gouvernement français tente de favoriser l'allocation de surplus d'épargne particulière vers l'innovation à travers d'autres types de schémas fiscaux corrélés à certains types de contrats. Les contrats « DSK » (Dominique Strauss-Kahn) sont des bons ou contrats de capitalisation et d'assurance vie dont 50% du montant sont investis en actions françaises et européennes avec un quota de 5% au minimum d'actifs faisant partie de catégories risquées (titres de sociétés non-cotées, parts de Fonds Commun de Placement à Risque, actions de Sociétés de Capital risques[39]). Le contrat propose des incitations fiscales en exonérant les intérêts et les plus-values de l'impôt sur le revenu (mais non aux prélèvements sociaux) à la condition d'être détenus pour une durée d'au moins huit ans[40]. Les contrats DSK ont été remplacés en 2005 par une nouvelle génération de contrats : les contrats NSK (Nicolas Sarkozy). Ainsi depuis le 1er Janvier 2005, la souscription est fermée.

[22] La présentation historique et institutionnelle du cadre du capital-investissement (*private equity)* et du capital risque en France amène à un constat général sur la forte utilisation des effets de leviers et de l'incitation fiscale pour différer le surplus de l'épargne des particuliers disponible pour combler la manque de capitaux requis pour la croissance des sociétés non-cotées innovantes. Ensuite, une élaboration rapide de la configuration juridique et organisationnelle de capital-risque sera abordée. L'approfondissement de la configuration ainsi que divers aspects de financement seront étudiés dans les chapitres à venir de cette thèse. Les fonds de capital-risque sont organisés en fonds fermés (*closed –end funds*) d'une durée limitée. En France, la structure employée les plus souvent est le FCPR (Fonds Commun de Placement à Risques). Outre le FCPR, des

[39] Article 21 de la loi de finances pour 1998 (loi n° 97-1269 du 30 décembre 1997 modifiant l'article 125-0 A du Code général des impôts (CGI). Le décret n°98-412 du 28 Mai 1998 publié au Journal Officiel du 29 Mai 1998 détaille les modalités d'application de cet article. Une instruction publiée au bulletin officiel des impôts (BOI) 5 1-3_98 du 29 mai 1998 précise le régime juridique et fiscal de ces bons.

[40]http://www.toutsurlassurancevie.com/contrat-d-assurance-vie-dsk.html

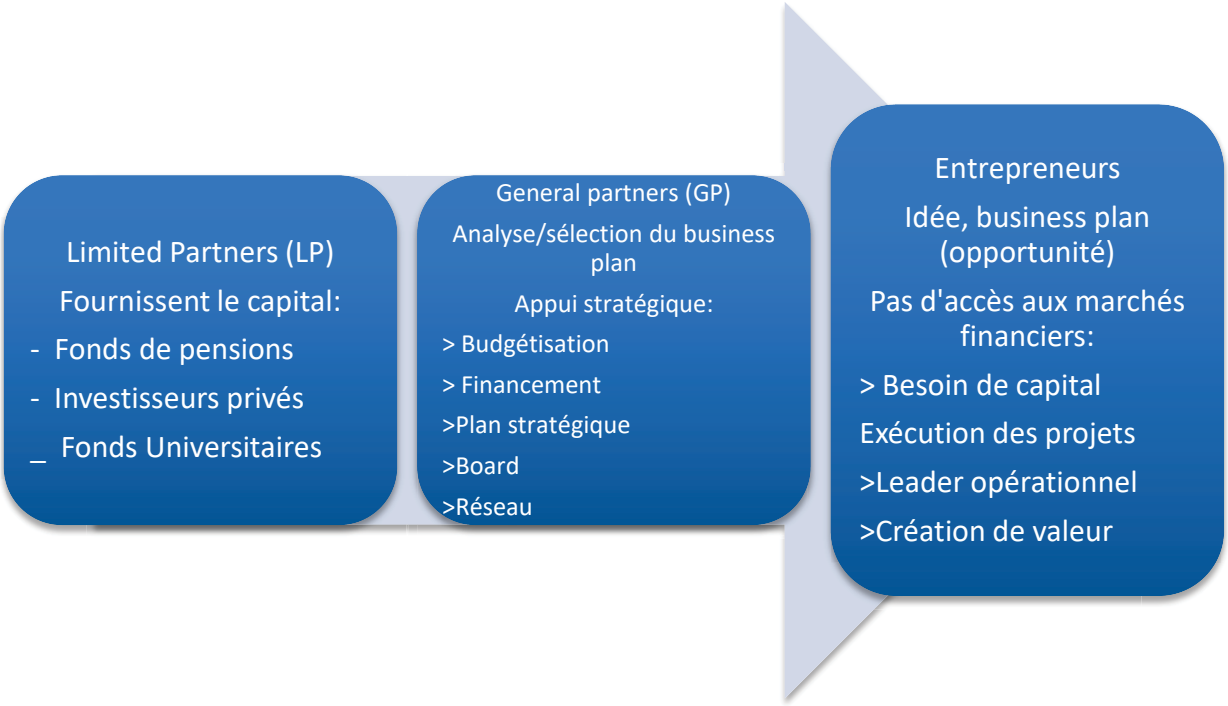
structures alternatives existent telle que les Sociétés de Capital-risque (SCR) ou les Fond commun de placement dans l'innovation (FCPI). En dépit des différences dans le mode de financement juridique et financier, les structures citées possèdent des régimes fiscaux comparables pour les investisseurs institutionnels.[41]

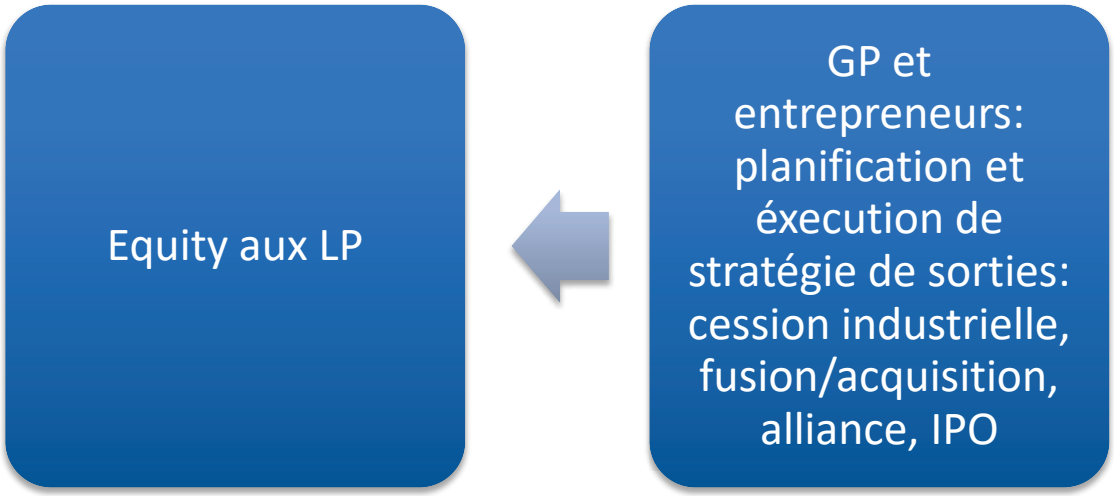
Au cœur de l'organisation, une configuration des relations principales prend place entre trois différents parties : 1) Les *General Partners ;* 2) *Les Limited Partners* ; et 3) Les Entrepreneurs.[42]

[23] En premier lieu, les *General Partners* (GP) sont des intermédiaires financiers chargés de la gestion et du placement des fonds mis à disposition par les investisseurs institutionnels connus sous l'appellation *Limited Partners* (LP). Les investisseurs institutionnels (LP) sont constitués d'institutions variées entre autres les fonds de pensions, universités, fondations, banque, assurances, fonds souverains ou des personnes physiques.[43] Tout en aval, les sociétés recevant des investissements sont appelées sociétés de portefeuille ou participations. Les fonds de capital risques sont d'une durée de vie limitée située entre 8 jusqu'à 10 ans avec une possibilité d'extensions par la voie des renégociations avec les *Limited Partners*. L'extension de la durée des fonds est sollicitée dans certaines conditions pour éviter une sortie prématurée. Les capitaux risque sont pour la plupart minimalistes en ressources humaines, reposant sur une gestion par moins de 10 professionnels. [44] Le graphique ci-dessous apporte une simplification de la structure de financement par le capital-risque.

[41] Mondher Cherif, *Op cit,* P. 28
[42]*Ibid*
[43]Gilles Mougenot..*Op cit,* P.148
[44]*Ibid*

Figure 2 Relation LP/GP/Entrepreneurs





Source : Mondher Cherif. 2008. *Le Capital-risque.* 2e édition. Paris : Edition Revue Banque. P. 29

Il existe certains caractères marquant de l'industrie de capital risque tels que[45] :

A. *Stage financing*
B. Tour de financement et *mile stones*
C. Option d'arrêt
D. L'accompagnement par des conseils professionnels
E. Les sorties

[24] Le *stage financing* ou le financement par étape représente un des mécanisme d'allocation de risques employé par les capitaux risques pour affronter le problème d'asymétrie d'information ainsi que les aléas moraux dans la relation avec les sociétés de portefeuilles. Le financement par étape, aussi appelé tour d'investissement, est structurés en accord avec le niveau de risque lié au profil et développement du projet. La simplification des étapes donnera un financement débutant par le capital d'amorçage (*seed financing),* un ou plusieurs tours de '*early stage financing'* et '*later-stage financing'* composés des financements pour les étapes de développement, l'expansion et la mise sur marché du produit. Les étapes initiales se distinguent par le faible montant des fonds investis et la courte durée du tour de financement. Dans le cas où les LP déterminent la rentabilité des projets par rapport à des risques ainsi que la production des résultats préliminaires satisfaisants, alors la phase de financement intermédiaire (*later stage)* peut être constituée des montants des fonds s'élevant à plusieurs millions ou dizaines millions d'euros.

[45]Gilles Moguenot, *Op cit,* P.150

[25] Les *miles stones* conceptuellement se traduisent comme étant des critères de contingence que doivent atteindre les sociétés de portefeuille dont dépendent les tours financement suivants. En d'autres termes, ce sont des conditions déterminées et évaluées par les LP pour ensuite décider de la continuité des investissements par l'initiation des tours de financement postérieures. La fourchette de durée des tours peut être rangée entre 3 mois et un an. Les tours de financement peuvent aussi être de plusieurs dizaines selon l'appréciation des LP par rapport aux conditions spécifiques des projets. Certaines revues sur le capital risque distinguent en deux structures de *stage financing* : les *miles stones financing* et les *financing rounds.*[46] La différence entre les deux types de financement réside dans l'existence ou l'absence des *Financial commitment* (engagement financier) de la part des LP. Pour les types dits « *les miles stones financing* », les LP s'engagent à injecter plus de fonds dans la société portefeuille dans le cas où les conditions prédéterminées sont remplies. Pour les *financing rounds,* une absence d'engagement subsiste sans pour autant déterminer les entrepreneurs à se réalimenter en capital auprès des investisseurs après avoir atteint certaine conditions. La revue identifie 4 différentes dimensions affectant l'optimalité des contrats notamment : 1) le niveau des efforts entrepreneurial ; 2) les efforts des capitaux-risque ; 3) La préférence des investisseurs pour des projets à haute liquidité financière et 4) des attentes externes sur la faisabilité de la technologie en jeux.[47]

[26] Les options d'arrêt constituent une des dynamiques dans les relations contractuelles entre le capital-risque et les managers des sociétés portefeuille. Le fonds de capital-risque possède le droit d'abandonner ou de redéfinir les engagements financiers envers la société portefeuille à chaque tour de financement ou *milestones.* L'étendue des droits de contrôle possédé par le fonds

[46]Talmor, Eli and Cuny, Charles J., *The Staging of Venture Capital Financing: Milestone vs. Rounds* (April 2005), EFA 2005 Moscow Meetings Paper, Disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=487414 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.487414

[47]*Ibid,* P. 24

de capital-risque déterminera la résolution de conflits au cas où une option d'arrêt est exercée.

[27] L'accompagnement par des conseils professionnels est une marque caractéristique de l'industrie du capital-risque. À la différence des autres systèmes de financement fondés quasi-exclusivement sur les performances des entrepreneurs, le capital-risque participe activement dans la valorisation des investissements. Certaines recherches dégagent même une certaine ressemblance entre le capital-risque et la finance islamique. [48] La finance bancaire conventionnelle préfère le recours aux collatéraux ou actifs sous-jacents et évite de s'impliquer dans la gestion des sociétés contractant la dette bancaire. Il en est de même pour les marchés financiers reposant sur des modes opératoires axés sur les incitations mesurées par la performance des cours de titres. La seule exception repose sur la politique interventionniste des *hedges funds* et fonds LBO (*Leveraged Buy-Outs)* pouvant accumuler assez de titres ouvrant accès au droit de vote pour participer directement à la gestion des sociétés cibles par des acquisitions aux marchés publics. [49] Le capital-risque en tant qu'une forme d'investissement actif se distingue des autres modes de financement conventionnels par la participation directe des intermédiaires financiers des fonds ou de société capital-risque (LP) dans la gestion des investissements et subséquemment à la valorisation des investissements. Les LP interviennent souvent dans le choix et composition des dirigeants financiers de la société de portefeuille. En utilisant les réseaux étendus qu'ils possèdent, les LP fragmentent et recomposent les cadres dirigeants de la société portefeuille dans le but d'obtenir une composition pouvant maximaliser les performances dans la durée des engagements. L'énorme flexibilité du paradigme de financement de capital-risque

---

[48] M. Nait Slimani Mohand, *Finance Islamique et Capital-Risque (Capital Investissement) : Perspectives de Financement Participatif pour la création et le développement des PME*, Mémoire de magistère, Université Moloud Mammeri de Tizi Ouzou, Soutenu en 2013, 246 p , P.4

[49] Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas. *Hedge Fund Activism, Corporate Governance,and Firm Performance,* The Journal of Finance, Vol. LXIII, NO, 4 August 2008, P. 1748

fixé sur une valorisation maximum à la sortie permet une modélisation théorique assez fiable avec la réalité.[50]

[28] Les sorties sont considérées comme la finalité centrale du cycle de vie d'un financement de capital-risque. La sortie est préalablement prévue dès le démarrage de l'intervention en capital-risque et souvent inscrite dans les pactes d'actionnaires ou dans les statuts des entreprises.[51] La sortie permet la récupération des liquidités investies avec les Retour sur Investissements ou ROI (*Return on Investments)* ou des plus-values obtenues post-valorisation.

La sortie du capital des sociétés portefeuille se fait selon trois modalités :

1. La réduction du capital passant par un rachat des actions, le remboursement des comptes-courants ou d'obligations
2. La revente de la participation aux actionnaires des sociétés financées, à de nouveaux investisseurs qui peuvent être des personnes physiques ou morales ou encore à un fonds de capital investissement (cession secondaire)
3. L'introduction en bourse (*Initial Public Offering / IPO ou Offre Publique d'actions) sur le Marché Libre (petites entreprises), Alternext (réservé aux PME, PMI) ou Euronext (dédié aux grands entreprises).*

[29] Pourtant un trend commence à inquiéter les spécialistes de capital-risque. Pour cause la faible valorisation obtenue par les entreprise par les sortie des IPO, de plus en plus d'entrepreneurs préfèrent des sorties par le moyen de *trade-sales.*[52] La montée en importance des *trade-sales* au détriment des moyens de sortie conventionnelle ou « cas d'école » que sont les sorties à travers les bourses dédiées aux *start-up* constitue un constat important sujet à une élaboration

[50] Steven N. Kaplan et Per Strömberg, Financial *Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, Review of Economic Studies 2002 pp 1-35, P.33

[51] Christophe Bouteiller et Catherine Karyotis, *L'essentiel du Private Equity et des LBO*, 2e édition, 2013, Paris : Éditions lextenso, P.28

[52] Gilles Moguenot, *Op cit,* P. 158

plus approfondie de cette thèse. Simplement définis, les *trade-sales* sont des sorties des entrepreneurs par l'achat partiel ou total de sa part de l'entreprise par une autre entreprise. [53] L'opération se fait par le biais des méthodes propres aux opérations de fusions et d'acquisition telle que l'acquisition par achat financier ou échange de titres. Le phénomène est une rupture avec les solutions théoriques conventionnelles reposant auparavant d'une manière majoritaire sur l'hypothèse du manque des bourses dédiées aux IPO des *start-ups.*La réalité morose des cours des marchés financiers dédiés au *start-up* reste un problème central propre au financement de l'innovation en générale et de l'industrie de capital–risque en particulier. Le problème sera abordé en plus de profondeurs dans les chapitres suivants de cette thèse. Une étude plus approfondie des mécanismes financiers et juridiques propres au capital-risque, en particulier les phases clés telle que la sortie des investisseurs, sera abordée dans les chapitres suivants de la recherche.

[30] À la différence de la définition inscrite dans la littérature française sur le capital risque, le capital risque décrit dans la littérature Americain prend en compte le cycle complet du financement par capital investissement depuis la phase de capital d'amorçage, capital création, capital développement jusqu'au capital transmissions ou *leveraged buy-outs.* Tandis que le terme capital risque en France se limite à une branche seulement du capital-investissement en excluant l'activité des rachats d'entreprises (*buyouts)* comme ne faisant point partie de l'activité de capital risque. Pour plus de facilité, la thèse adoptera la terminologie française et en subséquent emploiera le terme capital investissement pour décrire la totalité du cycle de financement d'une entreprise jeunes et à fort potentiel de rentabilité et croissance en incluant la capitale transmission. Le terme capital risque d'autre part vise la phase particulière de financement depuis le capital amorçage jusqu'à le capital développement.

[53] https://vcexperts.com/definition/trade-sale

[31] Dans un des ouvrages pionnier dans le domaine de Capital risque, Paul Gompers décrit le Cycle de capital risque, son développement préliminaire aux Etats Unis et la structure particulière du financement[54]. Un point important décrit dans le livre porte sur le caractère particulier des capitaux risque en comparaison avec d'autres types de financement. Le capital risque est fortement marqué d'une forte présence d'incertitude, de risques et valorisation spéculative des projets [55]. En plus de cela, le capital-risque nécessite une durée d'investissement plus longue dans le temps, se situant de 10 jusqu'à 15 ans. Gompers décrit bien que les premiers projets de capitaux risque se faisaient dans la nomenclature universitaire de Harvard et se sont soldés par un échec cuisant dû à une valorisation fort optimiste. Heureusement la démocratisation dans l'utilisation des Technologies de l'Information et de Communications (TIC) résultait de l'innovation financière et l'intégration d'une nouvelle forme de financement au cycle de vie des *start-ups*.

Section IV. L'effet de l'essor technique du NTIC sur le Capital risque

[32] L'avènement et l'expansion rapide de la technologie de l'information et de communication (TIC) aboutit à l'ère du web 2.0. Le terme « web 2.0 » a été utilisé la première fois pour une conférence tenue en octobre 2004. Le terme est un résultat d'un *brainstorming* entre Dale Dougerthy, co-fondateur de la société d'édition O'Reilly, Craig Cline de MediaLive et John Battelle, co-fondateur du magazine Wired. [56] Le web 2.0 se réfère à l'émergence d'une nouvelle étape dans l'histoire du web caractérisée par un changement des règles et une modification des modèles de revenus.[57] Ce bouleversement dans l 'emploi du web comme levier de productivité place l'internaute (tout utilisateur d'internet) au cœur même du système de production des contenus.

---

[54]Paul gompers et John Lerner, *The Venture Capital Cycle*, 1999, MIT Press, P.29

[55]European Investment Bank and PJ / Industry & Services Constantin Christofidis & Olivier Debande, *Financing Innovatinve Firms Through Venture Capital*, February 2001, European Investment Bank (EIB) Sector Papers, P. 23

[56]Digimind, *Le Web 2.0 pour la veille et la recherche d'information Exploitez les ressources du web social*, White Paper, Juin 2007, INFOthéque Pôle Universitaire Léonard de Vinci, P.6

[57]*Ibid*

[33] Selon le texte de Tim O'Reilly, il existe sept principes du Web 2.0 qu'on peut ainsi résumer: [58]

1. **Le Web comme une plate-forme de services**. Par ce principe, un schisme est fait par rapport aux plateformes statiques du web 1.0 illustré par l'offre simple de contenu à travers le web.
2. **Une transformation du statut d'internaute d'utilisateur simple en Co-développeurs des applications.** Ce principe fait passer ainsi le « logiciel produit » en « logiciel service ».
3. **L'amélioration de service est en corrélation positive directe avec l'augmentation du nombre d'utilisateurs.** Au cœur de ce principe réside l'effet de la « longue traîne » (*long tail)* crée par le magazine *Wired*. L'effet se matérialise dans la possibilité de multiplier la demande et ainsi augmenter le volume de vente jusqu'à un niveau égal à un produit populaire par la diversification des canaux de production. Les caractères uniques et difficilement assimilables des données possédées par chaque utilisateur web 2.0 permettent un enrichissement de choix en parallèle avec l'augmentation des utilisateurs.
4. **Les données sont une forme de richesse et toutes les applications web d'importance sont reliées à une base de données dédiée.** Ce principe permet le développement du mouvement « de données libres » «en opposition avec l'univers des données propriétaires.
5. **L'exploitation de l'intelligence collective dans la création d'une valeur à destination d'utilisation collective** (exemple de Wikipédia et sites similaires). Ce principe invoque la proactivité des utilisateurs du réseau dans la suprématie concurrentielle dans le marché.
6. **La mise en place des interfaces marquées par leur flexibilité et légèreté construite autour de nouveaux standards de protocoles du web.** Le Web 2.0 est physiquement identifiable par la libération des logiciels aux seules utilisations sur les plateformes PC. Les logiciels

[58]O'Reilly, Tim, *What is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software*, Communications & Strategies, No. 1, p. 17, First Quarter 2007, Available sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1008839 , P.2-20

migrent de plus en plus sur les « objets nomades » tel que les téléphone portable, les tablettes et bien d'autres.

[34] Au niveau du concept le web 2.0 se distingue de son prédécesseur (le web 1.0) par la délocalisation du centre de gravitation de l'entreprise et les marchands à l'internaute. Cela est marqué par la transformation de l'internaute d'un profil passif en un sujet actif. L'internaute devient le consommateur-producteur des contenus. Les principe et concept propres à l'architecture du web 2.0 avaient permis l'émergence et l'épanouissement du modèle de financement connu sous le terme de crowdfunding ou *financement participatif* en français. La finance participative est selon Maaloui et Conreaux une transposition moderne et sociale d'un phénomène ancien : la souscription publique. [59] Le terme crowdfunding a été utilisé la première fois par Michael Sullivan dans le lancement de son incubateur dédié aux vidéo blogs. Son site intégrait une fonction de financement par la foule. Deux élément structurant du mode de financement dit du financement participatif sont (1) l'impact des nouvelles technologies du web 2.0 et les réseaux sociaux et (2) Une volonté d'implication et d'altruisme des acteurs souhaitant prendre part dans une aventure entrepreneuriale, sociétale ou humaine.[60]

[35] En principe, Il existe cinq différents modèles de financement participatif dont le don, la prévente, la coproduction, le prêt, et la prise de participation.[61] Parmi les différentes formes de financement participatif figure une forme de financement ayant un mécanisme de contrôle et de gouvernance le plus élevé tout en promettant un retour sur l'investissement. L' « *equity crowdfunding* » ou le financement d'un projet entrepreneurial via la souscription de titres ouvre la possibilité aux investisseurs d'obtenir un profit sur leurs investissements en forme d'une hausse en valorisation des titres acquis. Cette caractéristique permet de distinguer l' « *equity crowdfunding* » des autres types

[59] Véronique Bessière et Éric stéphany, *Le Crowdfunding : Fondements et Pratique*, 2014, Bruxelles, De Boeck Supérieur P.16

[60] *Ibid*

[61] David Röthler et Karsten Wenzlaff, *Crowdfunding Schemes in Europe : EENC* Report September 2011, European Expert Network on Culture (EENC)

de financements participatifs fondés sur le don ou une rémunération simple. Elle représente 15% de la totalité de marché de finance participative en Amérique pour l'argent collecté, par rapport aux autres catégories de finance participative[62].

En pratique, une typologie des différentes plateformes peut être constituée ainsi [63]:

Types	Don	Reward-based	Peer-to-Peer Lending	Equity Crowdfunding
Concept	Financement philanthropique	Financement « coup de cœur » ou philanthropique : financement artistique, culturel, caritatif	Prêts entre particuliers ou aux PME	Investissement et prise de participation dans le capital entrepris
Projets financés	Projets humanitaires, associatifs ; Projets personnels	Projets culturels et entrepreneuriaux	Particuliers, PME, Projets	Jeunes entreprises (*start-ups)* en phase d'amorçage, PME, TPE
Rétributions	Aucune	Royalties, contreparties	Intérêts (ou non)	Dividendes, plus-values à la revente
Besoins en capitaux	Entre 2 K € et 20 K€	Entre 2 K € et 20 K€	Entre 2 K € et 25 K€	Entre 50 K et 1M€
Acteurs (exemples)	Helloasso ; The Give	Kickstatrter, Ulule, MyMajorCompany	Friendclear, Spear, Prêt d'Union	WiSeed, Anaxago, Smartangels

Tableau 3 Typologie des plateformes de crowdfunding

[62] David Groshoff, *Kickstarter My Heart: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding constraints and Bitcoin Bubbles*, SSRN Draft per 1 Mars 2014, P.57

[63] Véronique Bessière et Éric stéphany, 2014, *Op cit,* P. 19

Source: Véronique Bessière et Éric stéphany, *Crowdfunding : Fondements et Pratique,* P.19

[36] Le *Equity crowdfunding* ou finance participative avec rémunération par la souscription de titres est une des formes avancées du « financement par la foule ». L'origine et la justification du « *equity crowdfunding* » peut être tracé aux Etats-Unis. Suite aux multiples crises subies par les Etats Unis d'origine financière avec en dernier la crise de « *subprime mort-gage* », le gouvernement américain avait fait passer différentes lois telles que le Sarbanes-Oxley rendant une plus grande rigidité dans la levée de fond aux marchés financiers. Les règles de Bâle III imposent aux banques un ratio prudentiel plus important rendant ainsi tout emprunt bancaire soumis aux critères plus stricts. De cette inflation règlementaire visant une plus grande protection des investisseurs résultait un tarissement de source d'investissement. Les « start-up » ou sociétés débutantes souvent innovatrices ont été les plus affectées par l'impact des moyens protecteurs des autorités des marchés financiers et des régulateurs bancaires. Face à ces conditions, le gouvernement américain avait tenté d'assouplir les règlements de levée de fonds visant le crédit d'amorçage pour les sociétés « start-up ». Ainsi, les règles du droit financier existant depuis 1933 ayant le but d'uniformiser les règles restrictives des levées de fond devaient être revues. En principe, la totalité des législateurs américains étaient du même avis sur les mesures d'assouplissements favorisant la création des entreprises et de travail avec pourtant un point de divergence portant sur les limites de la protection des investisseurs. Certains législateurs américains supportent les idées protectionnistes mettant en importance la risque de la prolifération de fraude tandis que d'autres accusent l'inégalité à l'accès aux investissements lucratifs à haute potentiel de rentabilité. Ces derniers considèrent que les mesures de protections érigées par le droit financier barrent les investisseurs à valeur patrimoniale plus faible à l'accès aux investissements à forte rentabilité.[64]

[64] Thomas A. Martin, 2012, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*, Willamette University College of Law, P. 5

[37] Il en résulte que le cadre réglementaire pour cette forme de financement reste toujours restreint malgré l'introduction d'une loi modifiant la loi sur les titres financiers (*Securities Act*) de l'année 1931 et l'année 1933 en faveur du système de financement participatif par souscription de titre. Ainsi le *JOBS Act* est entré en force avec un sous-chapitre connu sous l'appellation de *Crowdfund Act. Le JOBS Act*[65] et *le Crowdfund Act*[66] en Amérique en application depuis l'année 2012 est actuellement toujours en attente d'adaptation au niveau des régulations de SEC (*Securities and Exchange Commission*). Le caractère distinctif du « *equity crowdfunding* » par rapport aux autres modes de financement notamment aux *ventures capital* ou capital-risque se situe dans l'utilisation de l'internet comme élément pivot dans la levée des fonds ; les montants modestes des sommes investies, la gestion des investissements et le mécanisme de sélection des entreprises destinatrices des fonds. Une description du fonctionnement de l'industrie naissant de « *l'equity crowdfunding* » nécessite une compréhension préalable du fonctionnement de l'industrie du capital risque dont elle est une variante nouvelle. Le problème d'agence constitue une problématique pivot dans le financement des projets par les capital risqueurs marqués particulièrement par l'asymétrie d'information.

[38] La croissance rapide de l'architecture du web 2.0 tel qu'exposée précédemment avait permis la croissance rapide du concept de crowdsourcing à l'origine de la logique de crowdfunding. Le concept de *crowdsourcing* a été présenté la première fois par Jeff Howe en 2006 dans un article du magazine « wired » intitulé *« The Rise of Crowdsourcing ».*[67]Il trouve sa source dans la pratique des applications connues sous le nom d' *« open source ».* Ce concept correspond à la logique de *wikinomics* cité auparavant. Une grande partie de l'infrastructure du web connue à présent incluant le moteur de recherche Google a été alimentée par les sources provenant du grand public à travers le net. À l'instar

[65] Un acronyme pour "Jumpstart Our Business Start-ups" Act

[66] Un acronyme pour « *Capital Rising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-disclosure*" Act

[67] Kevin Lawton et Dan Marom. *The crowd-funding revolution: How to raise venture capital using social media*, 2013, New York: Mc Graw Hill, P. 4

du concept de *crowdsourcing* permettant un appel public de diverses ressources, le *crowdfunding* applique le concept de désintermédiation au monde de la finance. Certaines plateformes initialement connues comme étant des portail de « *crowdsourcing* » existent toujours et se développent rapidement telles que « Kiva » dans la domaine de microcrédit aux entrepreneurs du tiers-monde ou « CrowdSPRING » et « 99designs » offrant des maquettes (*design)* en faisant appel à une foule de contributeurs. Le *crowdfunding* ou le financement participatif est une part spécifique du *crowdsourcing,* plus exactement l'application de la logique du *crowdsourcing* au domaine du financement des idées innovatrices. Ce dernier peut lui-même être le résultat d'un effort d'un travail collaboratif en ligne *(crowdsourced).*

[39] Le mode de financement participatif (*crowdfunding)* avait fait des débuts fulgurants aux États-Unis. L'idée du financement réside dans le concept du *crowdsourcing* consistant en un appel d'offre de contribution à un public déterminé (des communautés en ligne) ou indéterminé (le « *crowd* ») pour un certain projet. L'ontologie de cet appel à la foule (*crowd*) réside dans une conception de la sagesse des foules. Le marché des idées et de l'innovation est fortement marqué par l'empreint d'un monopole et d'intermédiation des créations. Un nombre restreint de professionnels supportés par des financiers propose un produit culturel ou un concept aux marchés et impose une certaine uniformisation des préférences du marché. Le développement de l'internet amène à une montée de connectivité à travers le monde et la chute des barrières des distances et géographiques. L'explosion des sites concentrés dans la lignée de certains types de préférences telles que l'art a donné naissance à des artistes et a généré des produits culturels indépendants. Le net 2.0 permet par cela un développement de contenu du net à deux sens. Les utilisateurs d'internet se dégagent de la passivité du consommateur de contenus et deviennent aussi des producteurs de contenus. Le *crowdsourcing* poursuit son chemin vers plus de défis propres à la production des contenus culturels et créatifs: le financement des productions d'œuvres. Des artistes et des créateurs de contenus culturels proposent donc sur le fondement des mêmes principes que la *crowdsourcing* propose à la foule d'utilisateurs d'internet

de financer leurs idées. La réussite des financements des divers films[68] par ce moyen a introduit un grand enthousiasme dans l'application plus étendue du principe. La nature de certaines idées en particulier dans le domaine des technologies ne se limite point à une mise en œuvre par la simple réalisation d'un concept d'invention. Cette dernière nécessite des recherches longues et couteuses et engage souvent la constitution d'une forme juridique.

Section V. Les initiatives juridiques encadrant le nouveau moyen de financement

[40] Le *JOBS Act* est la toute première législation qui intègre le mode de financement de la finance participative dans le droit financier sans pour autant le définir de façon expresse. L'approche d'encadrement du *JOBS Act* passe par une déduction de la nouvelle exemption créée aux articles 4 (a) (6) et 4A du Securities Act de 1933. En conséquence, le *crowdfunding* relève donc d'une exemption aux interdictions prévues à l'article 5 autant qu'il correspond aux conditions énumérées par l'article 4 (a) (6) précité. Ces offres peuvent par la suite faire l'objet d'une émission et d'une communication publique sans devoir être enregistrées auprès de la SEC ni être accompagnées d'un prospectus. Il existe toutefois des conditions strictes imposées par les articles (4) & (6) et 4A du *Securities Act of 1933* au niveau du montant total de l'offre permise (au maximum 1.000.000 $) et au niveau du montant autorisé pour l'investisseur par rapport à ses revenus. Pour ce dernier, l'investisseur avec des revenus annuels ou une valeur de patrimoine inférieure à 100.000 $ peut investir au maximum soit 2.000 $ ou 5 % de ses revenus annuels de son patrimoine. Pour les investisseurs avec des revenus annuels ou un patrimoine égal ou supérieur à 100.000 $, le plafond est de 10% des revenus annuels ou de la valeur du patrimoine. Une critique peut être posée à l'égard de ces critères, tel qu'un grand risque de fraude et de manipulation sans omettre l'atteinte au respect de la vie privée dès lors qu'une déclaration de l'état de patrimoine et de la valeur des revenus devraient être faites.

[68] Vincent Ricordeau. *Crowdfunding Le financement participatif bouscule l'économie,* 2013, Paris, Editions Fyp P. 18

[41] Un point particulier apparaît concernant les obligations imposées à l'égard de l'émetteur. Lorsque celui-ci entend bénéficier de l'exemption du *crowdfunding*, il pourra s'adresser à un courtier ou à un portail internet agrée. Par contre, certains conditions particulières devront être satisfaites telles que l'interdiction d'offrir des recommandations, des conseils, ou de faire une sollicitation d'achat des « Securities ». Le courtier ou le portail sera aussi privé du droit d'exercer une gestion des « Securities » et des fond d'investissements. Les interdictions précitées pourront être considérées comme le côté passif du rôle des plateformes. En revanche, il existe des prohibitions assorties à l'obligation imposée à caractère actif. Les plateformes ont une obligation d'informer les investisseurs et de s'assurer que l'émetteur n'aura accès au fonds investis qu'une fois l'objectif de financement atteint – en accord avec le principe de *threshold* - et à défaut que les fonds seront restitués aux investisseurs. D'autres obligations d'une rigidité significative existent pour le *reporting* à la SEC au sujet de la situation financière, du contenu de l'offre et des objectifs. En plus de celles-là, il existe encore d'autres obligations en forme d'interdiction d'exercer tout acte de nature publicitaire autre que l'envoi vers le courtier ou le portail internet, l'obligation de s'abstenir d'avoir recours à un tiers pour des publicités en usant des moyens de communications fournis par le courtier ou le portail sans mention de l'existence de rémunération.

[42] Pour ce qui concerne les investisseurs, un droit spécifique est reconnu à l'égard de l'émetteur dans le cas d'une communication d'offre inexacte, ayant des contenus d'omission ou de nature susceptible de tromper les investisseurs. Par rapport aux « *Securities* », une interdiction de revente pendant un délai d'un an est imposée sous réserve du rachat par certaines personnes aux statuts déterminés. Enfin, le JOBS Act modifie en général les conditions que doivent respecter les émetteurs qui procèdent à des offres publiques ou privées en général.

Pour mieux comprendre les différentes modifications apportées par le JOBS Act introduisant le « *equity crowdfunding* » par diverse exemptions, ci-dessous une liste des articles de JOBS Act et les modifications apportées:

Articles de loi	Description
Insertion de l'article 4 (a) (6) Securities Act 1933 par l'article 302 (a) du JOBS Act	Création d'une exemption spécifique pour les opérations de *crowdfunding*
Insertion de l'article 4A dans le Securities Act de 1933 par l'article 302 (b) du JOBS Act	Les conditions à satisfaire pour bénéficier de l'exemption de *crowdfunding*
Article 4A (a) Securities Act de 1933	Obligation aux portails de s'enregistrer auprès de la SEC
Article 4A (b) du Securities Act de 1933	Obligations à la charge des émetteurs
Article 4A (c) du Securities Act de 1933	Droit de recours réservé aux investisseurs dans le cas d'une fausse déclaration ou une omission d'une information légalement requise dans le cadre d'une opération de *crowdfunding* exemptée en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933
Article 4A (e) du Securities Act de 1933	Limitation du droit de revendre les « Securities » acquises dans le cadre d'une opération de *crowdfunding* exemptée en application de l'article 4 (a) (6) du Securities Act de 1933
Insertion de l'article 3 (h) dans le Securities Exchange Act 1934 par l'article 304 (a) du JOBS Act	Exemption aux portails de s'enregistrer en tant qu'imposé par l'article 15 (a) (1) du Securities Exchange Act de 1934
Insertion de l'article 3 (a) (80) du Securities Exchange Act 1934	Définition des portails et plateformes internet destinées à lever des fonds
Article 305 du JOBS Act	Régit les relations entre les dispositions du droit financier fédéral contenu dans le JOBS Act et les dispositions du droit financier étatique

Article 305 (b) du JOBS Act	Pouvoir des états d'enquêter et d'agir à l'égard d'émetteurs, de portails et de courtiers ou toute autre personne qui ferait usage de l'exemption prévue de l'article 4 (a) (6) en matière de crowdfunding d'une manière frauduleuse et illicite
Article 201 (a) (1) du JOBS Act	Impose à la SEC de modifier la règle 506 dans un délai de 90 jours à dater de l'adoption du JOBS Act afin de déroger à l'application de l'interdiction de la sollicitation et de la publicité prévue par la règle 502 (c) aux offres et aux ventes de « securities » faites conformément à la règle 506 pour autant que tous les investisseurs sont avisés (« *accredited investors* »)
Article 4 (b) nouveau du Securities Act de 1933	Les offres et les ventes constituant une exemption en vertu de l'article 230.506 du titre 17 du CFR tel que révisé par le JOBS Act ne sont pas considérées comme étant des offres publiques en raison de sollicitations ou de publicités générales
Introduction des articles 501 et 601 des titres V et VI du JOBS Act modifiant l'article 12 (g) (1) du Securities Exchange Act de 1934	Augmentation du seuil auparavant fixé à 500 actionnaire en a) 2000 actionnaires pour tous les émetteurs à l'exception des établissements de crédit ; b) 500 pour les investisseurs avisés et c) 2000 pour les établissements de crédits

Introduction du concept de Emerging Growth Companies ou Société en plein développement dans l'article 2 (a) (19) du Securities Act de 1933 et l'article 3 (a) (80) du Securities and Exchange Act de 1934 par le biais de l'article 101 (a) et (b) du titre I du JOBS Act.	Création du concept de « Emerging Growth Companies » / EGC visant les émetteurs dont le chiffre d'affaires total annuel brut était inférieur à 1.000.000.000 (un milliard de dollars) au cours du dernier exercice fiscal complet.
Article 105 (a) du JOBS Act complétant la définition de notion d'offre contenue à l'article 2 (a) (3) du Securities Act de 1933	Modification en matière d'intermédiation pour les offres publiques effectuées par une « *Emerging Growth Company* »

Tableau 4 Modifications apportées par le JOBS Act

[43] Selon les règles proposées et toujours en consultation des autorités des marchés financiers américains (SEC), l'estimation des coûts juridiques (*compliance cost)* d'une levée de fonds dans un période de 12 mois est le suivant[69]:

- $ 12.960 jusqu'à $17.960 pour un offre en dessous de $100.000 ;
- $25.460 jusqu'à $55.460 pour un offre entre $100.000 jusqu'à $500.000 ; et
- $47.960 jusqu'à $122.960 pour un offre dépassant $500.000

[69] *ibid*

[44] En addition, les commentaires rendus au SEC dans le procès de consultation par un portail de financement « *EarlyShares* » révèle que le coût pourra atteindre des montants plus haut encore tels que[70] :

- 134-154% de la valeur de l'offre pour un montant de $25.000
- 53%-65% de la valeur de l'offre pour un montant de $250.000
- Entre 48-63% pour un montant de $501.000
- Et entre 24%-32% pour une levée de fond de $1 million

Face à un cadre règlementaire rigide et couteux par souci de protection des investisseurs, les acteurs du marché de l'industrie de la finance participative américaine tentent de convaincre la SEC de réduire les obligations de rapport continu et la fixation à un montant de $1 million pour l'obligation des « audits financiers ». L'état actuel des propositions de règlementation de la SEC implique un coût élevé pour des montants plus modestes et suscite l'intérêt des sociétés offrant des participations en fonds propres visées plus haut. Un scénario règlementaire possible sera la permission pour les sociétés ayant recours à l'*equity crowdfunding* d'avoir recours à un « *parallel offering* » ou une offre en parallèle[71]. Cela permettra à ces sociétés d'offrir en même temps leurs titres aux investisseurs professionnels (*accreditted investors).* Ainsi, ce système diversifiera la composition d'actionnaires au bénéfice de la société. Cette dernière aura la reconnaissance de la foule et du marché en même temps que le support du financier qualifié ou professionnel.

[45] Le JOBS Act américain fixe le plafond du montant des investissements individuels permis par rapport à la valeur patrimoniale des investisseurs. Cette limite s'ajoute à la limite des fonds levés totale permit à un émetteur fixé à la hauteur de $1 million pour une période de 12 mois. Le J*OBS Act* introduit un barème de 5% du revenu annuel pour les individus ayant une valeur patrimoniale (*net worth*) de moins que $100.000 et 10% du revenu pour les individus avec valeur patrimoniale au-delà de $100.000. Le système américain

---

[70] *ibid*

[71] http://venturebeat.com/2014/01/02/it-might-cost-you-39k-to-crowdfund-100k-under-the-secs-new-rules/

formé par le Titre III du Jobs Act a délégué la compétence d'engager dans les opérations de finance participative avec souscription de titres à deux statut: 1° Les *« broker-dealer »* et le nouveau statut crée 2° Les portails de financement ou *« funding portal »*. Seuls les *broker-dealer* certifiés peuvent se permettre d'offrir des conseils en investissement[72] tandis que les portails en sont interdits sous peine de se voir attribué une responsabilité plus élevée[73].

[46]La configuration régulatrice de la finance participative aux Etats Unis s'annonçait lugubre et de loin moins compétitive par rapport au système français. Pourtant en mars 2015, la SEC avait adopté la Régulation A+ ouvrant un plus grand accès au capital pour les PMEs. [74] La promulgation de la loi nouvelle est considérée par des observateurs de l'industrie de financement des *start-ups* comme un substitut direct aux régulations portant sur la finance participative.[75] Les nouvelles règles introduisent une dérogation aux obligations d'inscription visant les émetteurs des titres de petite et moyenne taille. En se fondant sur cette nouvelle régulation, les PMEs pourront dorénavant lever des fonds par des offres publiques des titres financiers à la hauteur de $50 million sur une période de 12 mois sous condition de procéder à des démarches d'accréditation d'éligibilité, de la transparence et des critères de *reporting*. La régulation A+ est structure sur un système dit du *tier-ing*. En d'autres termes, une hiérarchie autour d'une typologie prédéterminée d'investisseurs entre en vigueur. Le premier tier (Tier 1) consiste en des offres de titres financiers de souscription d'une valeur atteignant $20 million sur période de 12 mois. Une limite maximum de $6 million s'impose aux détenteurs de titres considérés comme affiliés aux émetteurs de titres. Le seconde Tier érige un plafond de levée de fonds jusqu'à $50 million sur une période de 12 mois avec une limite maximum de détention pour les affiliés de $15 million. Les deux "tiers" sont soumis à certains critères de base tandis que spécialement pour le seconde "tier" les offres de titres sont aussi soumises aux obligations de

[72] Jumpstart Our Business Startups Act § 304(b), 15 U.S.C.A. § 78c(a)(80).
[73] *Douglas S.* Ellenoff, *Making crowfunding credible*.Round table, P.23
[74] http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-49.html
[75] http://www.crowdfundinsider.com/2015/03/65007-the-reg-a-bombshell-50m-unaccredited-equity-crowdfunding-title-iv-takes-center-stage/

transparence additionnelle et à des obligations complémentaires de *reporting*. Les articles finaux de la régulation bénéficieront d'une dérogation par rapport aux obligations d'inscription et des paramètres de qualifications particuliers attachés au type de sécurité normalement imposé par chacun des états fédéraux (*préemption)* dans l'offre destinée aux "acheteurs qualifiés ou accrédités" (l'offre de type "*second tier")*. Par contre, les offres destinées aux investisseurs non-accrédités seront toujours assujetties aux obligations d'inscription et de qualifications des acheteurs. Les émetteurs peuvent bénéficier des avantages du programme de revue développé par NASAAA (*North American Securities Administrators Associations*)[76]

[47] Cette nouvelle régulation en dépit d'être mandatée par le Titre IV du *JOBS Act*, se démarque de l'exemption destinée à l'industrie de l'*equity crowdfunding* par rapport à l'esprit de la régulation. La régulation A+ procède à une levée des restrictions pour les investisseurs accrédités mais limite toujours l'accès aux investisseurs moins importants financièrement. Les investisseurs non-accrédités (Tiers 2) confronteront ainsi les limitations d'investissements de 10% de leur valeur patrimoniale ou 10% de leur revenu net. Pourtant cette limitation est considérée par les observateurs comme purement formaliste pour plusieurs raisons. L'absence des limitations pour les sollicitations et le démarchage ainsi que la possibilité de s'auto-déclarer dans la qualification de la valeur patrimoniale (*self-certification)* constituent une grande avancée dans la dérèglementation des offres publiques des titres financiers. Il est clair que l'entrée en vigueur de cette régulation annulera toute nécessité d'attendre le dénouement du régime crowdfunding de JOBS Act. La régulation A+ assure d'ores et déjà une alimentation en liquidité d'un niveau supérieur pour les *start-ups* rendant possible l'épanouissement et la croissance du financement participatif avec souscription de titres (equity crowdfunding) devançant de loin en terme quantitatif de capital l'industrie de l'*equity crowdfunding* européen. D'une manière subséquente, l'Amérique avait adopté une démarche de contournement par rapport à la question d'un régime de *crowdfunding* dédié et avait opté pour une déréglementation d'un

[76] Les standards de ce nouveau service sont accesibles sur le lien suivant http://www.nasaa.org/34628/nasaas-coordinated-review-program-setting-new-service-standards/

régime préexistant. Le niveau de rigidité plus élevé par rapport aux obligations imposées en matière d'audit financier dans le régime du *crowdfunding* et la lenteur d'obtention de l'accord de la SEC constituent un contrepoids à la libéralisation apparente de régime d'accès au financement accordé aux PMEs sous la régulation A+. Un tableau comparative a été dressée par Kiran Lingam, conseiller juridique sur la plateforme de finance participatif SeedInvest publié sur le portal d'observateurs « crowdfundinsider.com » comparant Reg A Tier 1, Reg A Tier 2, Reg D: Rule 506(c) et la Regulation Crowdfunding[77]. Le tableau est ci-dessus reproduit, traduit et adapté en français :

Tableau comparative entre Régime de la Reg A Tier 1, Reg A Tier 2, Reg D, Rule 506 (c) et Regulation crowdfunding

	Reg A – Tier 1	Reg A – Tier 2	Reg D ; Rule 506 (c)	Crowdfunding (Reg CF)
Limite plafond de l'offre	$20.000.000	$50.000.000	Aucune limite	$ 1.000.000
Types d'investisseurs qualifiés	Tous, les investisseurs non accréditées inclus	Tous, les investisseurs non accréditées inclus	Résérvés aux investisseurs accrédités	Tous, non-accrédités
Limites d'investissement individuel	Aucun	Non accrédité : maximum 10% des revenus ou 10% de la valeur patrimoniale ; 10% des revenus pour	aucun	Toute offre : minimum de $2000 ; 5% des revenus si valeur patrimoniale en dessous de $100.000, plafond maximum de

[77] http://www.crowdfundinsider.com, *Op cit*

		les personne juridique		$100.000
Mécanisme de vérification de la valeur patrimoniale d'investisseurs	Non existant	Auto-certification	Vérification élevée, preuve d'accréditation requise, information financière requise	Auto-certification
Démarchage	Non-limité	Non-limité	Non-limité	Seules les notifications sont permises et tout s'opère en ligne
Phase preliminaries / phase de sondage de terrain (*pre-filing/ testing the waters)*	Sondage de terrain premise sans dépôt préliminaire requis ; les documents de démarchage sont obligatoirement déposés avec la première déclaration d'offre publique ; document	Sondage de terrain premise sans dépôt préliminaire requis ; les documents de démarchage sont obligatoirement déposés avec la première déclaration d'offre publique ; document	Aucune obligation de dépôt de dossier à date	Dépôt préliminaire auprès du SEC avant toute offre publique (prohibition de sondage de terrain)

	circulaire d'offre est obligatoirement déposé 48 heures précédant la première vente de titres	circulaire d'offre est obligatoirement déposé 48 heures précédant la première vente de titres		
Duration du procès	Longue – l'agrément du SEC et de l'autorité financière de l'état fédéral requis	Longue – l'agrément du SEC et de l'autorité financière de l'état fédéral requis	Courte – le SEC est exclue de la procédure	Moyen – nécessité de dépôt préliminaire auprès du SEC
Nature des documents d'offre publique	Compliqué – agrément du SEC et d'état fédéral requis	Compliqué - agrément du SEC requis	Absence de critères requis en particulier	Compliqué – agrément du SEC et d'état fédéral requis
Type de publication financière	Etats financiers examinés	Etats financiers vérifés (*audited*)	Absence de critères requis en particulier	Non requis en dessous de $100.000 ; etats financiers examinés pour le montant de $100.000 - $500.000 et Etats financiers vérifiés (*audited*) pour le montant au

				dessous de $500.000
Publication des rapports réguliers	Non existant	Rapport annuel, semi-annuel, état financier courant vérifiés (*audited*) inclus	Non existant	Publication annuelle et état financier
Critère de termination des publications des rapports réguliers	Non existant	Moins que 300 actionnaires des titres de type Reg A+	Non existant	Retrait de la totalité des titres émis en vue d'un financement participatif avec souscription de titres
Limitation dans le transfert des titres / reventes	Aucun	Aucun	Obligation de détention des titres pendant 1 an	Obligation de détention des titres pendant 1 an ou vente exclusivement à l'émetteur ou aux investisseurs accrédités
Limites des nombres d'actionnaires	Aucun sous certaines conditions	Aucun sous certaines conditions	2000 investisseurs accrédités	Non-limité
Présence d'un	Non-requise	Non-requise	Non-requise	Portail de

intermédiaire				financement en ligne ou courtier requis ; portail de financement participatif requis
Pré-emption au niveau de l'état fédéral	Aucun, une revue conjointe et coordonnée avec le SEC	oui	Oui ; mais avec une prime de dépôt sous le régime *blue sky* élevés	Oui ; mais dépôt obligatoirement inscrit auprès de l'état fédéral d'origine et tout état fédéral ayant un nombre dépassant le 50% des investisseurs en finance participatif
Type de responsabilité civile	Responsabilité standard 12 (a)(2)	Responsabilité standard 12 (a)(2)	Responsabilité standard 12 (a)(2)	La responsabilité repose sur le portail et la charge de la preuve pour action sur manque de précaution sur l'émetteur

Niveau d'éducation des investisseurs requis	aucun	aucun	aucun	Existence des examens de compétence d'investissement préalable requis

Caractèristique	Régime Favorable aux émetteurs	Régime moyennement favorable aux émetteurs	Régime défavorable aux émetteurs

Tableau 5 Tableau comparative Reg A, Reg D, Rule 506 (c) et Regulation crowdfunding

Source : traduit et adapté de « Kiran Lingam. *The Reg A+ Bombshell: $50M Unaccredited Equity Crowdfunding title IV takes Center Stage*. Article en ligne sur Crowdfund Insider. Publié le 25 Mars 2015. L'article est acessible sur le lien suivant : https://www.crowdfundinsider.com/2015/03/65007-the-reg-a-bombshell-50m-unaccredited-equity-crowdfunding-title-iv-takes-center-stage/ »

[50] En France, le cadre juridique de la finance participative est fixé par le biais de la loi no. 2014-1 du 2 Janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises. Par le biais de l'article 1, le gouvernement français s'est engagé de prendre par voie d'ordonnance des mesures favorisant le développement du financement participatif. L'article 1 point 3 spécifie trois points concernant la finance participative *inter alia:*

a. La création d'un statut de conseiller en investissement propre au financement participatif
b. L'adaptation au financement participatif du régime et du périmètre des offres au public de titres financiers par les sociétés qui en bénéficient et en modifiant le régime de ces sociétés en conséquence;

c. Etendre au financement participatif les exceptions à l'interdiction en matière d'opérations de crédit prévues à l'article L. 511-5 du code monétaire et financier

[51] L'ordonnance N°. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif (JORF N°0125 du 31 mai 2014 page 9075 text n°14)[78] fixe le régime juridique relatif au financement participatif avec souscription de titres (*equity crowdfunding)* et ajoute des nouveautés par rapport au panorama financier antérieur *inter alia*[79] *:*

a. La création de deux statuts relatifs au financement participatif[80] : celui de Conseiller en investissement participatif (CIP) pour les plateformes qui commercialisent des actions ou obligations de sociétés non cotées (SAS inclus) et le statut d'Intermédiaire en Financement Participatif (IFP) pour celles qui ne proposent que le service de prêts (rémunérés ou non) ou de dons. Celles qui ne proposent que le service de don ne sont pas obligées de prendre le statut d'IFP. Les nouveaux statuts mentionnés seront strictement encadrés et régulés au point d'être assortis de sanctions pénales pour l'exercice des activités concernées hors des statuts. Les deux intermédiaires (CIP et IFP) auront l'obligation de s'enregistrer à l'ORIAS (le registre des intermédiaires dans le secteur financier). De plus, les deux intermédiaires seront soumis à des règles de transparence et de bonne conduite. D'un point de vue régulateur, la France a opté pour un système moins rigide que d'habitude. La responsabilité a été confiée aux plateformes en leur attribuant des obligations de transparence d'information plutôt que d'imposer des prescriptions obligatoires. Le gouvernement français se montre hautement accommodant dans le support du financement participatif notamment vu par rapport aux exigences visant

[78] Le texte est accesible sur le site Legifrance à l'adresse suivante http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029008408&categorieLien=id

[79] *Ibid*

[80] Article 1 de l'ordonnance N°. 2014-559 du 30 mai 2014 relatif au financement participatif (JORF N°0125 du 31 mai 2014 page 9075 text n°14)

les activités de conseiller en investissement participatif. Il y a une absence de fonds propres minimum prédéterminée mais seulement des « moyens dédiés suffisants » et des « compétences professionnelles » spécifiques. Ils sont toujours soumis à l'autorité de l'AMF par rapport aux règles relatives au démarchage bancaire et aux règles relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement des activités terroristes. En plus de cela, il y a une obligation d'adhésion à une association professionnelle.

b. L'ordonnance adapte le régime et le périmètre des offres au public de titres financiers par rapport au cadre du financement participatif [81]. Une exemption importante porte sur la publication d'un prospectus exempté pour les offres de titres financiers réalisées par l'intermédiaire de plateformes de financement participatif. La règlementation européenne sur le prospectus (Directive prospectus) fixe une limite maximum de 5 000 000 € d'euros pour qu'un Etat puisse exempter certaines offres de titres aux obligations de rédiger un prospectus et d'être considéré comme une « offre au public.»[82]. Pour ce qui concerne la France, le décret fixe un seuil d'un montant de 1 000 000 € en deçà duquel l'opération ne constitue pas une offre au public au sens de la règlementation européenne. Le respect d'une obligation d'information des plateformes par rapport aux investisseurs existe par le biais de leur site Internet.

c. Les SAS sont exemptés du régime du prospectus. Malgré cette réponse positive aux attentes des professionnels certaines exigences statutaires sont imposées notamment ce qui concerne: les droits de vote, la répartition des compétences, le quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires et extraordinaires, les règles d'organisation d'assemblées générales et l'obligation de désigner un commissaire aux comptes[83] pour les SAS ayant recours au *crowdfunding*. Cette obligation a été formulée au regard du caractère contractuel de la SAS permettant une rédaction à la

[81] Article 5 de l'ordonnance N°. 2014-559 du 30 mai 2014 relatif au financement participatif (JORF N°0125 du 31 mai 2014 page 9075 text n°14)

[82] Article 1 point 1 Directive 2010/73/UE du Parlement Européen et du conseil du 24 novembre 2010 modifiant la Directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières

[83] Article 15 et 16 Projet d'ordonnance relative au financement participatif

carte des statuts. Pourtant certains experts pensent que cette obligation aurait été mieux encadrée avec la désignation d'un expert-comptable.

[51] En dépit des précarités règlementaires entourant auparavant l'infrastructure juridique de la finance participative, la France était parmi les premiers pays à réussir une stratégie de sortie (*exit strategy)* des investisseurs de l'*equity crowdfunding* dans le financement d'une start-up biopharmaceutique, Antabio financée à travers le portail de equity crowdfunding « http//wiseed.com » ayant son siège statutaire en France.

[52] Cette réussite constitue une première avancée dans l'introduction de la finance participative dans le financement des entreprises non-cotées. La démocratisation du modèle de financement et le déplacement de centre de gravité des financements à venir par l'avènement de la finance participative représente ainsi un thème d'actualité pour le monde de finance et bancaire[84]. L'intégration du finance participative par souscription de titres dans la modèle de financement classique des entreprise par les capital risqueurs tel que dans le financement du start-up Antabio permet de diversifier les risques tout en ouvrant au grand publique non-professionnelle la possibilité d'investir un montant modeste tout en profitant de l'avis des professionnelle du capital risque. Cela étant donné, diverses régulations financière non-adaptées à cette forme de financement novatrice peut constituer une barrière au future développement de ce modèle de finance alternative.

[53] Une panorama des réformes nouvelles introduites dans l'écosystème financier français par l'ordonnance peut être résumé par les articles énumérés ci-dessus. Une règlementation plus spécifique et technique de certains aspects sera intégrée prochainement par voie de modification au règlement général de l'AMF.

La réforme faite au cadre règlementaire actuel porte sur deux types de plate-forme de financement participatif[85] :

- Les plateformes proposant des titres aux investisseurs sur un site internet. Celles-ci exerceront leur activité sous le statut de « conseillers en investissements participatifs »
- Les plateformes proposant à des particuliers, sur un site internet, le financement des projets en formes de prêt (rémunérés ou non). Celles-ci exerceront leur activité sous le statut d' « intermédiaire en financement participatif.

Articles	Explication
Article 1er	La création et le paramètre du statut de « conseillers en investissements participatifs
Article 2 et 3	L'extension des obligations dans le cadre de démarchage bancaire des professionnelles exerçant les nouveaux statuts crée dans l'article 1
Article 5	Disposition reconnaissant le montage de « *equity crowdfunding* » ou finance participatif avec inscription en titre de fonds propres par le biais d'un « holding » dédié à la détention des titres. L'article se réfère à l'obligation de rapport aux clients par l'intermédiaire d'un commissaire au compte.
Article 6	L'intégration des obligations relatives à la lutte contre le blanchiment et le financement des activités terroriste.
Article 7	L'assujettissement des conseillers en investissements participatifs au paiement d'une contribution au titre du contrôle par la

[85] Recueil Dalloz du 12 Juin 2014 hebdomadaire 190e année no. 21 / 7602e pages 1193 à 1264, P. 1200, Financement participatif (« crowdfunding ») : publication d'une ordonnance

	commission de contrôle
Article 8	Le contrôle des plateformes par l'autorité des marchés financier
Article 9	Les plates-formes sont soumise à un contrôle des associations professionnelle agrée à laquelle elles adhèrent
Article 10	La reconnaissance de la compétence de la commission des sanctions
Article 11	La création d'une cadre régulateur et paramètre pour les offres au public de titres financiers réalisée dans le cadre du financement participatif. Elle est accompagnée d'une obligation de déclaration d'information minimum et l'impossibilité d'opter pour la confidentialité des comptes.
Article 13 et 14	L'introduction de la possibilité pour les sociétés par actions simplifiées de procéder à des offres de titres financiers lorsqu'elles sont proposées par une plate-forme de financement participatif et sous la condition de respecter certaines exigences statutaires.
Article 15	Sous réserve d'une fixation à posteriori des caractéristiques spécifiques des prêts, une dérogation au monopole bancaire a été introduite. Les particuliers peuvent consentir des prêts rémunérés à taux fixe à d'autres personnes physiques ou morale pour le financement d'un projet professionnel ou de besoin de formation, lorsqu'elles sont mises en ligne par un intermédiaire en financement participatif.
Article 16	L'institution d'un régime prudentiel allégé des établissements de paiement

Article 17	La constitution du statut d'intermédiaire en financement participatif et le cadre règlementaire pour le montant du prêt et de l'intérêt. Les intermédiaires en financement participatif peuvent procéder à des transferts de fonds s'ils sont agrées comme prestataires de services de paiement. Une condition d'honorabilité, des compétences professionnelles sont imposées aux dirigeants des plateformes. Une obligation d'assurance est instituée depuis le 1er Juillet 2016.
Article 18	Les intermédiaires alimentent le fichier bancaire des entreprises (FIBEN) et y auront accès en vue de vérifier la solidité financière des entreprises sollicitant le financement de leur projet par l'intermédiaire d'une plate-forme.
Article 19 et 20 et 21	Le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et aussi le DGCCRF s'applique aux intermédiaires en financement participatif.

Tableau 6 Résumée des Articles de l'ordonnance N°. 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif

[54] La réforme introduit par les 5 Titres et 38 Articles de l'ordonnance est axée sur la création de deux nouveaux statuts: 1) Les conseillers en investissements participatifs ; et 2) Les intermédiaires en financement participatif. L'approche semble suivre la logique de la directive AIFM[86] et MIF[87],

[86] La directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatif (*directive AIFM*) transposée en droit français par l'ordonnance 2013-676 publiée au journal officiel du 27 juillet 2013

laquelle choisit de contrôler les acteurs plutôt que les produits. Elle permet ainsi une marge opérationnelle plus étendue dans la création des nouveaux produits et structures tout en assurant une protection des investisseurs. Les deux statuts couvrent les différentes formes de finance participative fortement perturbée par les régulations financières et bancaires. Le financement participatif du prêt (rémunéré ou non) et de don se classe sous l'égide des intermédiaires en financement participatif tandis que l'offre de titres financiers dans le cadre d'un financement d'entreprise par la prise de participation relèvera du domaine des conseillers en investissements participatifs.

[55] L'ordonnance française permet aux conseillers en investissements participatifs de participer à des levers des fonds[88] et même d'exercer en même temps le statut d'intermédiaire en financement participatif sous condition de ne pas fournir de services de paiement. Le cadre règlementaire français est érigé sous une catégorisation différentielle entre la typologie du financement participatif fondé autour du « prêt » et « donation » d'un côté marqué par une absence de contrôle vis-à-vis du projet et d'un autre côté marqué par le type d'investissement par souscription au fond propre ou par prise de participation en formes de titre financiers. Ce second type implique une plus forte participation des investisseurs et l'existence d'un risque s'étendant jusqu'à la totalité des investissements et une maturation plus longue. La première typologie permet la création du statut d'intermédiaire de financement participatif. Le statut d'intermédiaire en financement participatif – d'ailleurs absent dans le document cadre pour le développement du finance participatif datant du 30 septembre 2014 – s'inscrit dans la logique d'arbitrage des rencontres (*matching)* simples d'offres et de demandes de financement par les particuliers. Elle laisse les emprunteurs ou donateur libre de faire les choix. La seconde typologie prenant en compte la nature particulière des opérations de souscription en fonds propres ou prise de participation en titres nécessite l'intervention des « conseillers en investissements participatifs ».

---

[87] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers

[88] Article 1 point II de l'ordonnance no. 2014-559 du 30 Mai 2014 relative au financement participatif

[56] Le cadre français intègre les mesures de sécurité dans un cadre déjà préétabli (mesures de lutte contre blanchiment d'argent et autres) et relègue les mesures au règlement général de l'AMF. La plupart des opérations de contrôle et de surveillance sont reléguées aux associations professionnelles (Article 9 et 12 de l'ordonnance). Malgré cela, les autorités officielles telles que l'AMF, ACPR, la Commission des sanctions seront toujours compétentes pour réguler et intervenir (Article 7, 10, 19, 20, et 21 de l'ordonnance).

[57] Le cadre de l'ordonnance française impose une information minimale délivrée aux investisseurs par la plateforme sur le site internet (Article 11 de l'ordonnance) et un rapport du commissaire aux comptes (Article 5). L'absence de réforme du règlement général de l'AMF sur ce point, toujours en cours actuellement, ne permet pas de connaître le coût d'une levée de fonds en France. Mais, il est fort probable que le coût sera plus faible qu'aux États-Unis. Dans la formulation et finalisation de la règlementation générale de l'AMF prochainement, il sera dans l'intérêt des régulateurs français de réduire au maximum le coût de transaction dans la levée des fonds par la voie de l'« *equity crowdfunding* "

[58] La dérogation à l'obligation d'un document d'information (prospectus) pour les opérations réalisées dans le cadre de financement participatif, spécifiée au Chapitre II de l'ordonnance, facilite les opérations de l'industrie de la finance participative avec souscription de titre. Par la suite, une grande étape a été franchie par l'admission pour les sociétés par actions simplifiées (SAS) de procéder à des offres de titres financiers lorsqu'elles sont proposées par une plate-forme de financement participatif et sous réserve de respecter certaines exigences statutaires (Article 13 et 14). L'ordonnance suit ainsi les demandes du secteur réel de l'industrie des *start-ups* reposant beaucoup sur cette forme juridique des SAS. Le SAS se distingue des autres formes par sa souplesse et son utilisation dans le milieu des Très Petite Entreprises (TPE) et des

Petites et Moyennes Entreprises (PME).[89] L'article 14 de l'ordonnance déroge à l'interdiction faite depuis le 1er Avril 2009 (Ordonnance no. 2009-80, 22 Janvier 2009) aux SAS de procéder à l'offre publique des titres financiers. En retour, les règles s'appliquant aux sociétés anonymes dans la structuration de droit de vote fondé sur la proportionnalité à la quotité des actions possédées, le droit de vote double et la limitation de droit de vote à travers les statuts au quotité de capital s'appliquent aux SAS dans le cadre du financement participatif[90].

[59] La limitation statutaire propre au régime des SAS se voit encore limitée par l'application des articles L. 225-96 à L. 225-98 octroyant un pouvoir de modification statutaire, les prises de décision quasi totalitaires et le changement de nationalité de l'entreprise entre les mains de l'assemblée générale. La non-possibilité d'une modification de l'ordre du jour par une deuxième convocation s'applique aussi au SAS.[91] Ensuite, l'ordonnance permet aussi aux SAS d'offrir des titres financiers en dérogation aux obligations de publication de prospectus[92] ou document d'information mentionnés au premier alinéa du I de l'article L 412-1 du code monétaire et financier. L'abrogation de la flexibilité statutaire caractéristique avantageuse des SAS doit être approchée de façon chronologique. Les TPE et PME *start-up* sont souvent des sociétés à faible capital nécessitant un accès au capital-amorçage pour l'expansion des affaires. Le SAS devient ainsi un véhicule juridique de choix pour débuter par vertu de la flexibilité statutaire offerte. L'entrée en capital des nouveaux investisseurs nécessite une modification des statuts vers une plus grande protection de ces derniers. La délégation des pouvoirs à l'assemblée générale non-modifiable par des changements statutaires permet d'accroître le pouvoir de contrôle des nouveaux actionnaires. Cela tout en permettant aux TPE et PME de débuter avec une structure statutaire flexible et d'avoir une entrée en capital par une offre au public de titres financiers sans publication de prospectus dans le cadre d'un financement participatif.

---

[89] PMEFINANCE.ORG, 14 Février 2014, *Un Rapport de L'Observatoire des Entreprises, Financement Participatif des Entreprises : La Mise en Place d'un Cadre Règlementaire Propice*, P.9

[90] Articles L. 225-122 à L. 227-1 et L. 227-9 du code de commerce s'appliquent aux Sociétés par Actions Simplifiées en cas d'offre au public de titres financiers faites dans le cadre de financement participatif

[91] Article 14 point 4° de l'ordonnance

[92] Article 13 et 14 de l'ordonnance.

[60] Pour l'instant, les titres financiers pouvant être émis par un conseiller en financement participatif sont limités aux Titres de capital émis par les sociétés par actions; et aux titres de créances à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse inscrits dans l'article L. 211-1, II du code monétaire et financier.[93] La limitation est assez étroite en considération de l'usage du terme « ou » au lieu de « et » par l'ordonnance. Il semble que les législateurs cherchent à limiter la liberté des choix des titres émis pour éviter des actions spéculatives pouvant nuire à l'esprit du financement participatif.

[61] Ainsi, la finance participative avec souscription de titres constitue une alternative nouvelle dans la tentative de combler la manque de liquidité financière constituant jadis un problème majeur dans le cycle de capital-risque. Les différentes approches prises par les Etats Unis et la France forment une configuration distinctive entre les deux systèmes financiers. La France avant l'avènement de la régulation A+ possédait l'avantage comparatif par rapport au système américain toujours en état de blocage au niveau de la réglementation sur le crowdfunding. Mais à présent le système américain a réussi à revigorer le potentiel de financement et l'*equity crowdfunding* par le biais d'une régulation non-dédiée et augmenté le plafond jusqu'à des niveaux exorbitants. Une analyse plus approfondie s'avère nécessaire dans les développements à venir pour mesurer l'étendue de l'introduction des politiques assez dérèglementées mais conditionnelles telles que la régulation A+ et une comparaison par rapport à la configuration à présent plus modérée du régime français. Une mise en perspective de l'impact d'une diversification des voies de financement comme mise en avant aux Etats Unis (Reg A Tier 1, Reg A Tier 2, Reg D: Rule 506(c) et la Regulation Crowdfunding) sera aussi de premier plan.

[93] Article 11 de l'ordonnance

Section VI. L'analyse économique du droit : un outil théorique d'analyse règlementaire

[62] La micro-économie avait depuis longtemps était utilisée comme outil d'excellence dans l'analyse de la firme et de l'innovation. La norme élémentaire estimée comme axiomatique est la suivante : « *Toute action procurant un gain supérieur à son coût doit être entreprise et toute action dont le coût est supérieur au gain ne doit pas être entreprise.* »[94] Tout aussi simple mais de nature fondamentale, la totalité de l'édifice de la micro-économie est ainsi bâtie sur ce fondement principal. De cela, certains éléments principaux du système interprétatif fourni par la micro-économie peut être dégagé[95] : (1) Une rationalité formaliste des agents économiques ; (2) La notion d'interaction et de d'opportunité ; (3) La notion d'incitation économique par rapport à l'environnement. Les outils analytiques de la micro-économie ajoutent à cela aussi le concept de (4) rareté propre à l'économie en général, (5) la notion d'efficience allocative [96] et (6) la position centrale de la notion d'information.

[63] Les six différents composants d'inscrivant dans la configuration théorétique de la micro-économie ne sont pas exhaustifs puisqu'à cela s'ajoutent encore des notions de l'équilibre du marché, la concurrence saine et la diversité de nature du bien. Mais les six notions citées auparavant constitueront les éléments principaux nécessaires à la compréhension du financement des innovations. La configuration analytique employée dans la micro-économie conduit à la formulation des décisions managériales des entreprises ainsi qu'à la formulation des textes de loi gouvernant la vie d'entreprise et le monde des affaires. Un exemple commun serait l'intégration de la notion d'efficience informationnelle et sa corrélation directe avec la réduction de l'asymétrie d'information dans la tentative de protection des consommateurs et des investisseurs dans les marchés

---

[94]Claude Crampes et David Encaoua, *Encyclopédie de L'Innovation, Micro-économie de l'innovation*, 2003, Paris : Economica, PP.405-435, P.405

[95]Murat Yildilzoglu, *Introduction à la micro-économie*, Université Paul Cézanne,2009, Marseille, Edition libre, P. 8

[96] Jérôme Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, 2014, Paris: Éditions Dalloz, P. 37

financiers.[97] Dans le domaine juridique, cela prend forme par l'attribution d'une manière croissante de l'importance du cadre règlementaire tel que l'obligation d'information, la mise en garde et l'accréditation des intermédiaires financiers.[98] La raison de l'importance de l'amélioration dans la production de mesures protectrices par le biais d'une augmentation à l'accès d'une information claire et simple démontre la logique inhérente à la micro-économie. L'idée ne serait point d'augmenter le coût de transaction, de mettre à disposition des *inputs* cognitifs pour supporter la prise de décision des agents économiques considérés préalablement comme étant formellement rationnelle. La cause de la difficulté affrontée par les investisseurs dans la domaine de la finance s'inscrit dans la lignée des éléments propres à la micro-économie tel que (1) le niveau de risque engendrant un coût de transaction élevé, et (2) une asymétrie d'information aboutissant à un possible aléa moral des intermédiaires financiers incités par uns spéculation de gains au détriment des investisseurs. Cela démontre l'importance d'une compréhension au moins *de minimis* de la logique micro-économique par les divers agents du monde financier. Les juristes sont sous cette approche concernés par la nature réflexive et formatrice de la micro-économie par rapport à la loi.

[64] En dépit de la présence claire et imposante de la logique micro-économique dans l'institution des mesures juridiques, l'étude juridique en France reconnaît encore de loin l'hégémonie des méthodologies propres à la science juridique[99]. Cette autopoiesis débutant aux initiatives positivistes de Hans Kelsen rencontre encore un support vaste dans la communauté académique. Pourtant, dans un suivi du progrès de la philosophie de droit, l'approche exclusiviste s'approchant d'un certain puritanisme avait rencontré un vif échec par le recours de Kelsen aux sciences sociologiques dans la tentative d'expliciter la source

---

[97]Jérôme Chacornac, *Essai sur les Fonctions de l'information de l'Infromation en Droit des Instruments Financiers*, 2014, Paris: Dalloz, P.35

[98] Israa Bazzi, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, Collection Bibliotèque de l'IRJS – André Tunc Tome 53, Paris: Éditions IRJS, P. 31

[99]Régis Lanneau. *Les fondements épistémologiques du mouvement Law & Economics*. Law. Université de Nanterre – Paris X, 2009, Français <tel-00498026>

fondatrice de l'autorité de la loi et la nature apparente de *grundnorme.*[100] La pluridisciplinarité et même la transdisciplinarité s'imposent dans la tentative d'appréhender la réalité objective de la vie sociale. Dans le développement de la méthodologie, une reconnaissance de la nature complexe de la réalité amène la communauté scientifique des sciences sociales à tolérer une approche plus ouverte et multidimensionnelle des sciences dans l'ordre de comprendre *l'unitas complexe* constituant la réalité.[101] Toutefois l'introduction d'une multitude de méthodologie et outils analytiques propres aux différents domaines scientifiques nécessite un cadre épistémologique propre. Des limites s'imposent pour éviter un abus résultant d'un affaiblissement de la scientificité de l'œuvre. Pour cela, la méthodologie adéquate apte à complémenter une recherche juridique sans réduire la relevance économique des analyses est l'analyse économique de droit. Cette méthode prend racine dans les recherches des juristes et économistes Anglo-saxons.

[65] L'analyse économique du droit ou *Law and Economics (L&E)* est une théorie et méthodologie interdisciplinaire prédominant dans des recherches portant sur l'efficacité économique[102] d'un cadre règlementaire (niveau macro) et de la gouvernabilité des firmes (niveau micro). Cette théorie permet de formuler une analyse économique et juridique du cadre dégagé et par conséquent de proposer des réformes adéquates. Selon Friedman, les niveaux d'analyse de l'analyse économique du droit se résument en trois points [103] :

1. L'analyse des effets de la règle
2. L'analyse des fondements des règles
3. La formulation d'une règle souhaitable

En faisant cela, l'analyse économique du droit identifie trois étapes successives de la méthode [104] :

---

[100] Sandrine Pina. La connaissance pure du droit et ses limites. Accessible sur http://www.droitconstitutionnel.org/congresmtp/textes4/PINA.4.pdf

[101] Edgar Morin, *Introduction à la pensée complexe*, 2005, Paris, Éditions de seuils, P.141

[102] Eli M Salzberger, *The Economic Analysis of Law – The Dominant Methodology for Legal research ?!*, University of Haifa, P.7

[103] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, Analyse économique du droit, 2e édition, 2008, Paris , édition Dalloz, P.592

[104] *Ibid,* PP. 592 - 600

1. La structure incitative
2. Les Objectifs Sous-jacents
3. L'augmentation du réalisme par la prise en compte des coûts de transactions
4. Les études empiriques

[66] L'emploi d'un cadre interprétatif emprunté à la micro-économie dans l'analyse de la structure incitative du régime juridique en vigueur permet d'identifier le principal problème d'origine juridique rencontré dans une réalité économique et de proposer une approche juridique valide par rapport à la logique économique. Ainsi par la suite, le cadre méthodologie de la recherche se réfère principalement à la méthode du droit connue sous l'acronyme L&E (*Law and Economics)* ou fidèlement traduit en français en tant qu'analyse économique du droit. Une littérature prendra un rôle principal par sa nature compréhensive sur cette méthode particulière. L'ouvrage est intitulé Analyse économique de droit[105] par Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, un des auteurs des ouvrages de méthodologie du droit ayant entrepris la tâche d'introduire la méthodologie anglo-saxonne dans un paradigme civiliste. Le graphique ci-dessous permet de comprendre les démarches simplifiées dans l'emploi de la méthodologie de l'analyse économique de droit :

[105]Ejan Mackaay et stéphane Rousseau, Analyse économique du droit, 2e édition, 2008, Editions Dalloz,

Figure 3 Démarche simplifiée de la méthodologie *Law and Economics*

[67] Kornhauser recense cinq projets pour l'analyse économique du droit: *« These projects include (1) explanations of how a legal rule or institution influences individual behavior; (2) explanations of why particular legal rules or institutions arose or persist; (3) the design of legal rules or institutions to accomplish particular aims; (4) the evaluation of legal rules or institutions; (5) the interpretation of specific legal doctrine ».*[106]

[68] La recherche fondamentale sur la validité méthodologique de la théorie économique s'avère positive puisque les théories dérivées de l'analyse micro-économique propres à l'analyse économique du droit se trouvent être en accord avec les principes existant dans le système juridique français et en parallèle avec les logiques de démarche propres à la science juridique continentale.[107]

[69] Malgré l'usage extensif de l'analyse économique du droit, une certaine limite s'impose par rapport au progrès rapide de la réalité économique. Les théories de micro-économie sont fondées sur des considérations axiomatiques

[106] Lewis Kornhauser, *Economic Rationality in the Analysis of Legal Rules and Institutions*, Martin P, Golding & William A, Edmundson (eds.), The Blackwell Guide to the Philosophy of Law and Legal Theory Blackwell Pub., 67--79 (2005)

[107] Muriel Fabre-Magnan, *De l'obligation d'information dans les contrats: essai d'une théorie*, Paris 1991: LGDJ-Lextenso,

et réductrices conduisant à une anachrononie avec la dynamique sociale. Pour cela, différentes vagues de réformes tentent d'"humaniser" l'analyse économique du droit tel que par l'introduction des perspectives inspirées des concepts propre à la psychologie comportementale. [108] Parmi les différentes critiques apportées par ces nouveaux courants, les considérations acceptées comme standard tel que la rationalité limitée, l'égoïsme naturel et la volonté cadrée sous l'analyse économique du droit conventionnel se trouvent ainsi questionnées. Certains économistes comme Daniel Kahneman vont même jusqu'à refuser la prétention de rationalité des agents économique en se référant à un état psychologique humain constitué en deux modes cognitifs hybrides: le système 1 heuristique-intuitif et le système 2 sous la forme d'une rationalité pondérée. [109] Le renouvellement théorétique apporté par l'implémentation transdisciplinaire permet une modélisation plus critique des comportements psychologiques des agents économiques par rapport à un contexte humain spécifique. Un point important à retenir par rapport aux développements récents de la théorie réside dans la nécessité d'employer une perspective transdisciplinaire dans la compréhension des phénomènes économiques toujours en voie de constante évolution. Pourtant, pour ne pas étendre la recherche au-delà des limites épistémologiques de la science économique et juridique, une délimitation sera faite au niveau des théories consultées dans cette recherche.

Section VII. La problématique de la recherche

[70] Le domaine du capital investissement possède une vaste sélection de thèmes spécifiques constitués de deux catégories principales: (1) en amont le capital-risque centré sur le financement des nouvelles entreprises innovantes (poussins / *start-ups)* et (2) en aval le capital-transmission ou les *buy outs.* Le point commun entre les deux se trouve dans la nature privée des fonds ou en

[108] Christine Jolls, Cass R. Sunstein et al, A Behavioral Approach to Law and Economics, L'article est accessible sur le lien http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/236.pdf

[109] Russell Korobkin, *Daniel Kahneman's Influence on Legal Theory*, 44 Loy. U. Chi. L. J. 1349 (2013), Accessible sur le site: http://lawecommons.luc.edu/luclj/vol44/iss5/4. P. 1351

d'autres termes les sources des fonds en provenance hors des marchés financiers règlementés. Pour cela, cette recherche sera centrée sur le capital risque en particulier lié au financement de l'innovation. Un triptyque théorétique composé de trois focus principaux sera abordé : 1) le financement de l'innovation par le capital-risque ; 2) l'usage des outils dérivés du web 2.0 et 3) la logique institutionnelle de rentabilité financière dans la gouvernance des firmes.

[71] Les trois aspects cités ci-dessus nécessiteront une élaboration transdisciplinaire des développements économiques dont la référence aux sources relevant du domaine de la science économique et de la gestion ainsi qu'une analyse entrant dans la sociologie économique et juridique. La recherche tentera ainsi de répondre à trois problématiques principales suivantes :

- Est-ce que l'usage des outils et des plateformes 2.0 dans l'intermédiation de la finance aboutit à un nouvel archétype de financement des idées et des projets d'innovation ?
- Quel sont les dynamiques structurant le financement de l'innovation du capital risque conventionnel et du capital-risque dans l'environnement 2.0 ?
- Comment construire un environnement juridique adapté aux changements techniques et juridiques introduits par les outils 2.0 dans le financement de l'innovation ?

[72] L'hypothèse fondamentale posée dans cette thèse s'inscrit dans le courant économique Néo-Institutionnaliste ainsi que dans la sociologie institutionnelle critique. Elle permet ainsi d'enrichir la démarche méthodologique de l'analyse économique de droit en attribuant des outils d'analyse économique plus étendue. Le dénominateur commun entre le néo-institutionnalisme et la sociologie institutionnelle réside dans la considération que le capitalisme financier

doit être compris à travers le prisme institutionnel[110]. Le choix de ce courant économique réside dans la proximité thématique abordée par le courant notamment : (1) l'organisation de l'entreprise, (2) le capitalisme financier avancé comme mode d'accumulation et (3) les fonds financiers (capital risque inclus) comme opérateurs des transformations.

[73] Le fil de pensée hypothétique adopté dans cette thèse se formule en plusieurs niveaux. Premièrement, l'évolution de la nouvelle économie caractérisée par la plateformisation de l'entreprise suit une trajectoire déjà en mouvement depuis les années 70 connue sous le terme de la financiarisation de l'économie. La financiarisation marque la montée en puissance du capital investissement comme moteur de l'expansion du capitalisme financier avancé au détriment du capitalisme industriel fordiste. En seconde lieu, la relance de l'économie, à présent organisée autour du progrès technique apporté par la Nouvelle Technologie de L'Information et de Communication en particulier l'internet, place une forme du capital investissement au centre de la transformation : le capital-risque. Ceci est le résultat d'un foisonnement de nouvelles *start-ups.* Pour comprendre l'étendue et la forme des changements apportés par la nouvelle technologie, il sera fait recours aux théories économiques classiques et néo-institutionnelles Le capital-risque faisant partie de l'institution du capitalisme financier d'un point de vue institutionnaliste poursuit un objectif central similaire avec les marchés financiers : la création de la « liquidité financière ». En troisième lieu, l'avènement de l'internet du cadran 2.0 jusqu'à 4.0 transforme l'entreprise par une chute des coûts de transaction et la réduction de l'asymétrie d'information. Elle permet ainsi la plateformisation de l'entreprise et la modularisation du procès de production. Le plateformisation de l'économie permet ainsi à l'entreprise *start-up* de constituer un moyen plus extensif de la génération de la liquidité financière, une finalité dans la nouvelle économie. Finalement, à cet égard, le droit lui-même se modifie dans le but d'accommoder l'expansion de l'institution propre au capitalisme financier avancé, par la

[110] Victor Nee, *New Institutionalism, Economic and Sociological*, July 2003 Revised October 2003, Forthcoming, Handbook for Economic Sociology, edited by Neil Smelser and Richard Swedberg (Princeton: Princeton University Press), P.2

facilitation du transfert de la valeur monétaire en forme d'épargne vers les institutions génératrices de la liquidité financière : le marché financier et le capital-risque. La transformation du mode d'accumulation industrielle en mode d'accumulation financier résultant du processus de financiarisation en conjonction avec la plateformisation de l'économie transforme les acteurs de l'industrie numérique en possibles acteurs futurs de la finance.

[74] Cette thèse avance ainsi que l'évolution du capital risque poursuit une logique institutionnelle propre à l'ensemble du capitalisme financier avancé résumable en cinq points : (1) l'expansion du champ d'application du capital financier avec le but de complémenter et dans certains cas se substituer au capital monétaire ou bancaire sous forme de monnaie souveraine; (2) la génération et le maintien de la liquidité financière ainsi que la stabilité de la convention financière ; (3) La poursuite de ces deux finalités institutionnelles bénéficie d'une manière complémentaire de la plateformisation de l'économie (4) Le capital-risque faisant partie des institutions génératrices de la liquidité financière est soumis à la même contrainte et au même mode de fonctionnement que les marchés financiers et (5) Le cadre règlementaire entourant le capital-risque s'accorde avec la finalité des institutions financières.

[75] Une approche transdisciplinaire entre l'économie, la sociologie économique et la science juridique sera par conséquent menée pour déconstruire le mécanisme de fonctionnement ainsi que la trajectoire des institutions au cœur du capitalisme financier. Le capital risque en tant que modèle de financement se trouvant en périphérie entre le capital financier et le secteur industriel deviendra ainsi l'objet central de la thématique.

[76] Pour démontrer la validité de cette hypothèse cette thèse se divisera en deux parties principales. La première partie abordera l'élaboration économique aboutissant à la formulation du fil de pensée hypothétique cité ci-dessus. La seconde partie abordera la démonstration de la validité de l'hypothèse dans le domaine de la régulation du capital risque aux Etats-Unis et dans d'autres juridictions. Par ceci, cette recherche considère que la dérégulation financière faite au nom de la création de l'entreprise et du travail dans différents pays

dissimule une tentative plus urgente de faciliter la réalisation des deux finalités institutionnelles citées : l'expansion du champ d'application du capital financier et la génération et le maintien de la liquidité financière par le transfert de la liquidité monétaire.

PREMIERE PARTIE

Une analyse économique néo-institutionnaliste et conventionnaliste de l'évolution du capital risque à l'ère de la plateformisation de l'économie

Introduction de la Première Partie

[77] Depuis 2008, l'économie mondiale semble être bouleversée par une vague de changement socioéconomique radicale résultant des progrès technique et technologique signifiant résumée par un terme anglais : « *disruptive innovation*». Le terme rejoint en effet le concept de la « destruction créative » introduit par l'économiste Autrichien de Harvard en 1942, Joseph Schumpeter désignant le processus d'innovation au cœur d'un processus de croissance. L'idée avancée par ce dernier se résume à la substitution des processus ou produits plus anciens par de nouvelles méthodes ou produits plus efficaces, efficients et de meilleure qualité inventées par des entrepreneurs à la recherche de gains et de profits. La destruction créatrice repose sur l'idée que les nouvelles méthodes de processus et des produits améliorent le bien-être général (*welfare enhancing).* Toutefois, le terme « *disruptive innovation* » ou innovation disruptive se révèle être plus récent. En 1995, Professeur Clayton M. Christensen introduit dans l'édition de Janvier-Février du *Harvard Business Review* un concept désigné sous le terme de « *disruptive Innovation* ». [111] Le terme sera repris plus tard et déformé par différents auteurs par effet de dissémination de l'idée et la tentative d'application dans un domaine étendu. L'auteur en Décembre 2015 clarifie l'idée à travers un nouvel article concis intitulé « *what is disruptive innovation ?* ». [112] La théorie postule qu'un acte de « disruption » comme référant à un processus dans laquelle une entreprise plus petite avec un accès aux ressources plus limité puisse se poser comme compétiteur aux entreprises majeures bien établies.[113] Dans l'article, les entreprises établies sont décrites dans la théorie comme satisfaisant un secteur du marché et des consommateurs identifiés comme les plus lucratives tout en ignorant d'autres segments du marché. En réaction, les entreprises nouvelles s'attaquent ainsi aux segments des marchés délaissés, offrant des services

[111] Joseph L, Bower et Clayton M, Christensen, « *Disruptive Technologies: Catching the Wave* », Harvard Business Review January-February 1995 Issue, L'article est accessible en ligne par le lien suivant: https://hbr.org/1995/01/disruptive-technologies-catching-the-wave#

[112] Clayton M, Christense, Michael E. Raynor et Rory McDonald, *« what is Disruptive Innovation ?* » Harvard Business Review December 2015 Issue. L'article est accessible en ligne sur le lien suivant: https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation

[113] *Ibid*

adéquats à un prix acceptable suivi d'une montée de l'échelle des différents segments des marchés tout en améliorant les avantages obtenus dans les marchés précédents jusqu'à que les clients principaux adoptent majoritairement leurs produits. La taxinomie de base de la théorie mise en exergue dans l'article réside dans (1) la création d'une marché jadis inexistant et délaissé situé dans une segmentation de clientèle à un taux de profitabilité moins importants et (2) une qualité inférieure aux produits ou services offerts par les entreprises établies mais procédant graduellement à une série d'amélioration ainsi que (3) l'usage d'une méthode non-conventionnelle différent largement du modèle établi.

[78] La théorie de « *disruptive innovation* » résume d'une certaine manière le paradigme dominant de la nouvelle économie en vigueur. Cette économie est marquée par le dépérissement des grandes entreprises publiques. La grande entreprise constituée en entreprises publique (*public corporation)* connaît une évolution dégénérative marquée par un trend vers la désintégration. La disparition des entreprises publiques s'est accompagnée par l'émergence et la croissance rapide des entreprises nouvelles souvent dans le secteur de la Nouvelle Technologie de l'Information et de la Communication (NTIC). Gerald F. Davis identifie les événements causant le retrait progressif du modèle de l'entreprise publique comme remontant aux années 1980 pendant lesquelles la vague de financiarisation de l'économie avait commencé, caractérisée par un recentrage et une désintégration des entreprises ainsi qu'une série de délocalisation et réseautage des productions vers des marchés à main d'œuvre plus rentable tels que la Chine et l'Inde[114]. Les éléments clés du nouveau paysage économique postindustriel peuvent être énumérés comme suit: [115]

- La modularisation généralisée des entreprises dans tous les secteurs de l'entreprise rendant possible une externalisation des processus de manufacture et de distribution autant par des grands entreprises ou par des Petites ou Moyenne Entreprises (PME).

[114] Gerald F. Davis, *After the Corporation*, Journal of Politics & Society 41 (2), Sagepub Journals, 2013, DOI: 10.1177/0032329213483110, pp.283-308 P.287

[115] *Ibid,* P.290

- Un environnement économique marqué par l'augmentation d'un recours à l'automatisation, *l'outsourcing* et des cycles courts et rapides pour des produits. Ceci résulte du raccourcissement de l'employabilité des salariés auprès des entreprises.
- Un déclin dans le nombre des entreprises publiques ainsi qu'une modification dans la structuration de l'actionnariat des nouvelles entreprises publiques comme Google ou Facebook attribuant des droits de votes multiples aux actions des fondateurs[116].

[79] La racine de la désindustrialisation massive repose sur un mouvement économique, social et politique désigné sous le terme de financiarisation. Thomas I. Palley propose une définition de la financiarisation ainsi que des remèdes face à ces phénomènes comme suit [117] :

> "*Financialization is a process whereby financial markets, financial institutions and financial elites gain greater influence over economic policy and economic outcomes. Financialization transforms the functioning of economic system at both the macro and micro levels. Its principal impacts are to (1) elevate the significance of the financial sector relative to the real sector; (2) transfer income from the real sector to the financial sector; and (3) increase income inequality and contribute to wage stagnation. Additionally, there are reasons to believe that financialization may render the economy prone to risk of debt-deflation and prolonged recession. Financialization operates through three different conduits: changes in the structure and operation of financial markets; changes in the behavior of non-financial corporations, and changes in economic policy. Countering financialization calls for a multi-faceted agenda that (1) restores policy control over financial markets, (2) challenges the neo-liberal economic policy paradigm encouraged by financialization, (3) makes corporations responsive*

[116] *Ibid,* P. 291

[117] Thomas I. Palley, *Financialization: What it is and why it matters*, November 2007, Working Paper Series Number 153, Political Economy Research Institute, University of Massachussetts Amherst.P.1

to interests of stakeholders other than just financial markets, and (4) reforms the political process so as to diminish the influence of corporations and wealthy elites."

[80] La définition proposée par Thomas I. Palley évoque deux points importants relatifs au processus de la financiarisation : (1) Une émergence de la domination du secteur financier par rapport au secteur réel et (2) le transfert de revenus du secteur réel vers le secteur financier. Le corolaire à ce processus de prise de pouvoir des institutions financières des mains des industriels dans la création de la valeur économique réside dans l'initiation du mouvement de la « *corporate gouvernance* ». Le mouvement remonte à l'analyse faite au centre financier du New York, Wallstreet, en 1980 postulant que les prix d'actions des entreprises publiques sont sous-valorisés par les marchés financiers.[118] Il en résulte que la gouvernance des entreprises publiques est ainsi soumise à l'évaluation fixée par les marchés financiers à travers la dynamique des prix des actions cotées. La doctrine économique de l'hypothèse des marchés efficients (EMF) était devenue le fil directeur du mouvement caractérisé par des réformes structurelles, le recentrage et la désintégration de groupes de corporations publiques.[119] Les stratégies des gestionnaires de corporation sont depuis influencées par des réactions des marchés financiers plutôt que par les réactions des marchés de produits[120]. L'institution des marchés financiers est considérée comme revêtant des attributs d'efficience informationnelle et une orientation vers le futur (anticipative).[121] A cet égard, le mouvement contractualiste de l'analyse économique du droit s'allie avec l'EMF et propage la doctrine de *corporate governance* favorisant l'expansion des institutions financières et de sa logique au niveau mondial.

---

[118] *Op cit,* Gerald F, Davis, 2013, *After the Corporation*.P.287

[119] Gerald F. Davis, *New Directions in Corporate Governance*, Annual Review of Sociology Vol. 31 pp. 143-162, Date de publication Août 2005, DOI: 10.1146/annurev.soc.31.041304.122249, L'article est accessible sur le lien suivant : http://www.annualreviews.org.scd-rproxy.u-strasbg.fr/doi/10.1146/annurev.soc.31.041304.122249 , P.147

[120] *Ibid*

[121] *Ibid*

[81] D'une manière historique en Europe et aux Etats-Unis, l'économie Industrielle axée sur la manufacture et la production des marchandises par le salariat semble s'essouffler, marquée par une baisse de rendement du dernier secteur. La tendance de baisse a été largement analysée par les économistes comme imputable à un changement structurel de l'économie industrielle vers une économie de service. Pourtant une thèse alternative sur la cause réelle de la désindustrialisation émerge : la financiarisation de l'économie. Elle s'opère au sein de l'unité productrice de l'économie : l'Industrie. L'accroissement de l'épargne salariale et des fonds de pensions pendant la période d'expansion industrielle modifie la relation de force au sein de la structure de l'entreprenariat. Au commencement, la technocratie managériale de l'entreprise « fordiste » jadis en relation de force avec un actionnariat dispersé fut remplacée par une influence intrusive des fonds de capital investissement ayant recours à des opérations des prises de contrôles hostiles (OPA et OPE)[122]. Les nouveaux actionnaires institutionnels en formes d'organisme de placements collectifs accèdent à la gestion de fonds de pensions tellement important que ces derniers arrivent à imposer la gouvernance de l'entreprise en suivant une finalité de gestion indexée sur la performance financière[123]. En conséquence, les opérations des dirigeants suivront un mécanisme d'incitation constitué d'un plan de rémunération axé sur les cours de bourse avec une finalité d'aligner les intérêts des gestionnaires avec celui des actionnaires.[124] L'analyse socio-économique de la financiarisation témoigne qu'une réduction en valeur ajoutée prend place dans l'économie non-financière pour cause des investissements dans les instruments financiers ainsi qu'un transfert des ressources des secteurs non-financier vers les services financiers par les paiements d'intérêts sans qu'une augmentation en productivité de la part des services financiers.[125] Malgré les effets néfastes de la financiarisation sur l'industrie non-financière, la financiarisation a permis de dynamiser une forme de capital investissement contribuant à l'amélioration

[122] Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, 2004, Paris : Bibliothèque Albin Michel,P.20

[123] *Ibid.* P.19

[124] *Ibid,* P.21

[125] Donald Tomaskovic-Devey, Ken-Hou Lin et Nathan Meyers, « *Did financialization reduce economic growth ?* », Oxford Socio-Economic Review 2015, Oxford University Press and the Society for the Advancement of Socio-Economics, pp. 1-24, Doi:10.1093/ser/mwv009, P.18

technologique : le capital-risque. La libéralisation financière aux Etats-Unis est marquée par deux événements clé, premièrement l'adoption de l'ERISA (*Employment Retirement Income Security Act*) ainsi que la clarification du « *prudent man rue* » en 1979 rendant possible les investissements des fonds de pensions dans différents investissements dont le capital risque.[126] À la différence des opérations des fonds d'arbitrage (*hedge funds)* à orientation purement spéculative, le modèle de capital-risque américain permet d'institutionnaliser une relation entre les sociétés de financement de capital-risque et les entreprises de portefeuille fondée sur les contrats incomplets. Cette configuration d'intermédiation de capital-risque dépend d'une relation étroite entre un marché à alternance dynamique – marché favorisant les projets expérimentaux et novateurs et marché reflétant une précarité de fond – modulant une offre de capital parallèle à la distribution des idées nouvelles.[127] Le modèle de capital-risque devient donc une modèle de financement par le marché dont l'évolution suit l'évolution économique et bénéficie de la financiarisation.

[82] Par la suite, comme en témoignait la réussite des entreprises technologiques opérant dans le secteur d'internet, et financées par les fonds de capital-risque - tel que *Google* - dans l'accumulation d'une valorisation boursière phénoménale à l'introduction en bourse, l'économie financiarisée se remet progressivement autour de la connectivité ou de la Nouvelle Technologie d'Information et de Communication (NTIC)[128]. Ceci pourtant après avoir subi auparavant une chute profonde causée par l'explosion de la bulle Internet des années 2000. Précédent ce *krach,* l'économie mondiale reconnaissait aussi un grand enthousiasme pour les entreprises poussins axées sur les plateformes numériques. Le phénomène de la financiarisation sera abordé dans un des sous chapitre suivants.

---

[126] Paul Gompers et Josh Lerner, The Venture Capital Cycle, Seconde édition, 2006, Massachussetts : MIT Press, P.37

[127] Tom Nicholas, *The Origins of High-Tech Venture Investing in America*, 2016, Harvard Business School Working Paper 16-047, P.11

[128] En Juin 1999, Google avait obtenu un tour de financement de 25 millions de dollars américains dirigé par Sequoia Capital et Kleiner Perkins Caufield & Byers, La nouvelle est accessible sur le lien suivant : http://googlepress.blogspot.co.id/1999/06/google-receives-25-million-in-equity.html

[83] Par la suite, depuis la vague de financiarisation, le format de l'économie contemporaine semble fonctionner selon des principes différents de l'économie industrielle des années précédant l'année 1990. Ainsi, la composition des entreprises listées dans l'indice boursier américain S&P 500 avait largement changé avec une entrée des entreprises relativement jeunes mais ayant une valorisation en capital importante.[129] En plus de cela, le paysage industriel aux États-Unis et en Europe suit une trajectoire marquée par le foisonnement de ces entreprises jeunes opérant pour la plupart dans le domaine des Nouvelle Technologies de l'Informatique et de la Communication mais à forte croissance, désignées sous le terme *« start-ups »*. À la différence des entreprises industrielles fordistes dont la croissance dépend d'un financement et refinancement au sein des banques, des fonds propres ou des marchés boursiers, ces *start-ups* bénéficient d'un financement d'origine privé, non-bancaire et hors des marchés financiers : le capital-risque[130]. La tendance couramment médiatisée et liée au concept d'une économie dynamisée par l'innovation prend plus d'ampleur avec la mondialisation de l'économie.

[84] L'économie financiarisée préliminaire des années 90 dominée par une expansion d'activités de restructuration des entreprises par les fonds d'arbitrage et le capital investissement était jadis confrontée à un manque de croissance. D'une manière conséquente, une nouvelle source de croissance a été désignée substituant aux opérations des acquisitions sur des entreprises publiques : le financement des nouvelles entreprises technologiques. Les secteurs les plus dominés par le capital-risque selon Forbes et le portail des données statistiques Statista fondé sur une analyse des investissements faits par 4.164 fonds de capital-risque aux Etats-Unis sont [131]:

---

[129] Parmi ces enterprise jeunes ayant une valeur boursière importante siège Alphabet (Nouveau Holding de Google), Facebook et Amazon

[130] Par capital investissement, l'auteur se réfère aussi aux acteurs divers de l'industrie de capital risque en incluant les *business angels* dont le rôle ne cesse de croître et dépassant même le capital risque institutionnel en termes d'investissement dans des *start-up*

[131] Niall Mc Carthy, *"Which Industries Attract The Most Venture Capital?"* [Infographic] Forbes Business 27 Juin 2016, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.forbes.com/sites/niallmccarthy/2016/06/27/which-industries-attract-the-most-venture-capital-infographic/#7a96f3126778

- Les média et le divertissement (9.5%)
- Les servies d'Information et de technologies (6.0%),
- La télécommunication (2.0%)
- Les Servies Financiers (2.6%)
- Les logiciels et applications (36.2%)
- Le réseautage et l'équipement (2.1%)
- L'énergie Industrielle (5.8%)
- La biotechnologie (17.3%)
- Les équipements et outils médicaux : (7.1%)
- Les produits et services consommateurs (3.9%)

[85] La croissance spectaculaire des entreprises symboliques du nouveau capitalisme de la *Silicon Valley* [132] désignées par l'acronyme GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazone) sert de phare de relance pour une économie nouvelle fondée sur la (1) connectivité du web 2.0, 3.0 et 4.0 configurée en plateforme, (2) la puissance croissante de calcul et (3) l'agrégation des données. Pourtant une grande différence sépare les conditions de l'écosystème des années 2000 et l'environnement actuel. Premièrement au niveau technique, l'internet des années 2000 se positionne dans le cadran du 1.0 ou l'internet traditionnel. L'internet actuel bénéficie de la croissance rapide de l'internet marqué par un taux de pénétration plus important de l'usage de l'internet, un pouvoir de processus plus performant et surtout l'avènement des appareils numériques plus diversifiés (gadgets). L'internet serait passé dans le cadran 2.0 (web social) caractérisé par une participation plus active des usagers dans la génération des contenus. L'entrée de l'internet dans des appareils mobiles marque le cadran 3.0 puis la connectivité de plus en plus poussée d'appareils jadis hormis de la nécessité de connectivité de l'internet clôt le cadran 4.0.[133] En attendant le déroulement au fil du temps vers le

[132] Silicon Valley se réfère au pôle industriel de pointe dans la région de la baie de San Francisco en Californie situé au côté ouest des Etats-Unis.

[133] Ce stade final est souvent désigné par le terme « *The Internet of Everything* » ou l'internet connectant le tout. Pour une explication simplifiée de l'évolution de l'internet, un article publié par C marketing intitulé « du web 1.0 au web 4.0 est accessible sur le lien suivant : https://c-marketing.eu/du-web-1-0-au-web-4-0/.

cadran 4.0[134], la multiplication spectaculaire et continuelle des pouvoirs de processus des ordinateurs, une nouvelle révolution économique prend place. La connectivité accrue, un usage plus dynamique et l'entrée de l'internet d'une nature de plus en plus mobile permet la naissance de nouveaux acteurs importants exploitant l'internet 2.0-3.0 avec une valorisation financière et une capitalisation disponible plus importante tel qu'*Uber*, *Didi* (similaire à Uber pour le marché Chinois) et *AirBnB*.

[86] Les données de *CBInsight.com* sur l'état de la sortie d'investissements pendant l'année 2016 démontrent encore une forte présence des investisseurs institutionnels *in casu* les Capital risque avec une valeur d'investissement de 79 milliards de dollars américain dans 6043 placements dans le financement des entreprises *start-up.* [135]

[87] En illustration sur la croissance des entreprises *start-up* technologiques, le portail *AirBnB*, une start-up offrant les services de location des chambres par des particuliers à travers le monde avait réussi à sécuriser une ligne de crédit bancaire / un prêt d'une valeur de 1 Milliard de dollars de différentes banques parmi lesquelles *Bank of America*, *Morgan Stanley, J.P Morgan* et *Citigroup*.[136] Cette dette bancaire est précédée par une levée de fonds en investissement en titres de séries E (capital risque stade mature) d'une valeur de 1.5 Milliard de dollars avec une valorisation de l'entreprise à 25.5 Milliards de dollars. [137]

En 2015, CB Insight avait identifié 32 sorties d'investissement supportées par des fonds de capital-risque soit par un IPO ou par une acquisition. La liste des entreprises est reprise ci-dessous.

---

[134] La technologie s'inspirant de la technologie du net 4.0 au moment de la rédaction de cette thèse se manifeste sous la forme de la banalisation de l'usage de la réalité augmentée

[135] KPMG et CB Insights, Venture Pulse Q3 2016, Global Analysis of Venture Funding Octobre 13, 2016, P.10

[136] https://pitchbook.com/newsletter/airbnb-issues-1b-in-debt-joining-uber-and-didi-as-weeks-billion-dollar-issuers

[137] Le profil complet de Airbnb ainsi qu'une historiographie des différentes séries d'investissement, d'investisseurs ainsi que la structure de financement en détail peuvent être consultés sur le lien suivant accessible au 21 Juin 2016 : https://my.pitchbook.com/viewComplimentaryReportAction.do?action=loadReport&id=Z51yMYr3dj&isAcg=false#profile

THE TOP 32 VC-BACKED EXITS OF 2015

There were 11 VC-backed exits that were over $1B. Fitbit, Square, and Pure Storage were among the top 10 exits. 12 of the top 32 exits were IPOs.

Top 32 VC-Backed Tech Exits: 2015

Rank	Company	Exit	Acquirer	Rank	Company	Exit	Acquirer
1	Fitbit	$4.1B	IPO	17	OpenDNS	$635M	Cisco Systems
2	Ganji	$3.6B	58.com	18	PhotoBox Group	$618M	Electra Private Equity, Exponent
3	Pure Storage	$3.1B	IPO	19	Rapid7	$605M	IPO
4	Square	$2.9B	IPO	20	Applied Predictive Technologies	$600M	MasterCard Worldwide
5	Avito	$2.7B	Naspers (Corporate Majority)	20	Pentaho	$600M	Hitachi
6	Etsy	$1.78B	IPO	22	Yemeksepeti	$589M	Delivery Hero
7	Box	$1.67B	IPO	23	Mimecast	$540M	IPO
8	lynda.com	$1.5B	LinkedIn	24	TellApart	$533M	Twitter
9	Shopify	$1.27B	IPO	25	1010data	$500M	Advance Publications
10	Virtuestream	$1.2B	EMC	26	Apigee	$495M	IPO
11	Yongche	$1B	Letv.com (Corporate Majority)	27	Windeln.de	$483M	IPO
12	SolidFire	$870M	NetApp	28	MyFitnessPal	$475M	Under Armour
13	PayEase	$750M	Mozido	29	Lancope	$453M	Cisco Systems
14	ShowroomPrive.com	$726M	IPO	30	FreeCharge	$450M	Snapdeal
15	TelaDoc	$704M	IPO	30	MarketShare	$450M	Neustar
16	GT Nexus	$675M	Infor	30	Ticketfly	$450M	Pandora

Tableau 7 The Top 32 VC-Backed Exits of 2015

Source: The 2015 Global Tech Exit Reports CB Insights.com

[88] La financiarisation marque une phase importante de transition économique d'une topologie économique dominée par les groupements industriels (fordiste et chandlerian) vers une économie dans laquelle l'institution financière se pose en acteur hégémonique. En dépit des critiques attribuées aux effets néfastes de la financiarisation sur l'emploi et la désintégration verticale des industries, la financiarisation s'accompagne de la croissance du modèle de financement des entreprises poussin à forte croissance (*les Start up)* prévalant aux Etats-Unis. Le financiarisation rentre en conjecture avec l'essor et le progrès technique dans le domaine de la Nouvelle Technologie d' Information et de la

Communication (NTIC). Dans ce cadre, nous rappelons ainsi les problématiques de cette thèse formulées comme suit :

- Est-ce que l'usage des outils et des plateformes 2.0 dans l'intermédiation de la finance aboutit à un nouvel archétype de financement des idées et des projets d'innovation ?
- Quel sont les dynamiques structurant le financement de l'innovation du capital risque conventionnel et du capital-risque dans l'environnement 2.0 ?
- Comment construire un environnement juridique adapté aux changements techniques et juridiques introduits par les outils 2.0 dans le financement de l'innovation ?

[89] En d'autres termes, cette thèse tente en premier lieu de connaître l'étendue des effets du nouvel environnement technique et économique sur le modèle de financement de l'innovation par le capital-risque américain. Par la suite, la thèse présente une déconstruction institutionnaliste du modèle de financement par le capital-risque américain en vue d'identifier les dynamiques structurantes et l'impact de l'environnement de l'internet 2.0 sur celles-ci. En conséquence, l'élaboration de cette thèse limite les éléments pris en considération aux éléments institutionnels suivants :

- Le paradigme théorique des différents courants institutionnalistes de l'analyse économique du droit en corrélation avec le modèle de financement par capital risque
- Les effets du phénomène de la financiarisation en conjonction avec l'émergence et l'essor de la nouvelle architecture de l'internet 2.0-4.0 et les progrès techniques vis-à-vis du modèle de financement par capital risque
- Une élaboration du cadre règlementaire adéquat à l'encadrement des institutions financières en général et le capital risque en particulier dans un environnement économique en pleine transformation.

[90] Pour répondre aux questions ci-dessus, la démarche élaboratrice partira de la considération que la compréhension du modèle de financement de capital-risque américain nécessite une approche transdisciplinaire. Pour cela l'analyse économique du droit sera ainsi utilisée avec une adaptation. En lieu d'une analyse directe des règles, nous aborderons le modèle de financement par une analyse institutionnaliste du capital risque. Pour cela, nous allons étaler l'interaction entre les élucidations de différentes théories économiques avec le droit régulatoire encadrant la construction du capital risque[138].

[91] La première partie de la recherche abordera les différentes théories institutionnalistes traditionnellement utilisées dans les écoles de droit et de gestion aux Etats-Unis pour aborder la thématique du modèle de financement de capital risque : la théorie classique de l'analyse économique du droit (courant néo-classique) et la théorie contractualiste. L'élaboration théorique sera complétée par une analyse de la théorie institutionnaliste française. Par la suite, le sujet de la financiarisation et l'entreprise en pleine transformation par l'apport du web 2.0-4.0 ainsi que l'élaboration sur la cause et trajectoire des changements.

[92] La deuxième partie portera sur les constatations obtenues dans la première partie et formulera les différents changements générés par les dynamiques institutionnelles propres à la finance et au capital risque dans différents systèmes juridiques à travers le monde. Ceci permettra d'identifier les composants importants d'une politique supportant l'essor du modèle de financement de l'innovation par capital risque.

[138] Le terme est emprunté à l'œuvre de Jean-Phillipe Robbé intitulée « *l'entreprise et le droit* », § 45 défini comme tout l'ensemble de droits protecteurs de l'intérêt des parties pouvant souffrir de l'accroissement du pouvoir économique des grandes entreprises

Première Partie

Une analyse économique néo-institutionnaliste et conventionnaliste de l'évolution du capital risque à l'ère de la plateformisation de l'économie

Titre I

L'analyse économique du droit financier de l'institution du capital risque: fondements et limites

Chapitre I

Le concept de l'analyse économique du droit financier traditionnel et le capital risque

Section I. La théorie néo-classique et le capital risque

A. Les fondements de la théorie néo-classique

[93] L'Industrie du capital risque s'établit sur deux piliers principaux : (1) la liberté contractuelle et (2) l'autonomie dans la gestion des risques. Le second élément est partagé avec les principes fondamentaux de l'analyse économique du droit des valeurs mobilières. Pourtant historiquement, le capital-risque et le droit des marchés financiers divergent en termes de philosophie de constitution et de finalité. Le droit financier en Amérique suit un progrès linéaire vers plus d'intervention de l'autorité gouvernementale dans l'émission des titres. La première approche commune des lois adoptées au niveau des états fédéraux et destinée à protéger des investisseurs contre la crédulité personnelle des investisseurs était désignée collectivement « *Blue Sky laws* ». [139] Tel que son nom l'indique, l'autorité gouvernementale tente de protéger les investisseurs trop crédules contre des promoteurs proposant même de vendre une portion du ciel bleu. Cette première série de lois pavait le chemin vers la réduction de la liberté contractuelle dans l'émission des valeurs mobilières au bénéfice d'un droit de regard et un droit de validation des émissions des titres de valeurs mobilières par l'autorité gouvernementale. L'événement du crash de 1929 avait forcé le congrès américain à procéder à un revirement dans la tentative d'encadrer juridiquement le marché des valeurs mobilières. Ceci prend la forme de la reconnaissance de l'autonomie des investisseurs à évaluer les risques de leurs propres investissements. Les lois *securities Act of 1933* et *securities and exchange act of 1934* adoptées au niveau fédéral cette fois instituent un modèle fondé sur la

[139] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, Analyse économique du droit, 2008, Paris : Dalloz, P.546

transparence avec une finalité propre dont la garantie de l'obtention par les investisseurs d'informations de nature véridiques et pertinentes en vue d'une prise de décision.[140] Ce modèle américain centré sur la transparence et l'autonomie de l'investisseur prévaut aussi dans le contexte du droit des valeurs mobilières françaises. Une dualité de la gouvernance partagée entre les professionnels et les pouvoirs publics subsiste jusqu'à présent. Les professionnels du marché édictent des règles complétées par des lois d'encadrement du développement des marchés financiers. Par la suite le droit européen poursuit l'encadrement juridique par une harmonisation des notions de base dans le domaine boursier suivi d'une application d'une disposition commune aux sociétés souhaitant faire appel public à l'épargne. Les directives européennes encadrent dans la foulée la transparence suffisante dédiée aux actionnaires minoritaires au moment du déclenchement d'une offre publique d'achat ou d'échange ainsi que l'assurance d'une fiabilité et complétude des informations divulguées [141]. La Directive 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE pour instance harmonise la définition (1) de valeurs mobilières et (2) de marché réglementé[142].

[94] Les valeurs mobilières sont définit dans l'article 1 point 44 comme étant « *les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux, à l'exception des instruments de paiement, telles que : a) les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités, ainsi que les certificats représentatifs d'actions ; b) les obligations et autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres ; c) toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs mobilières ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, à des matières premières ou à d'autres indices ou mesures*». Le marché réglementé est

[140] *Ibid*

[141] La Directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la Directive 2001/34/CE

[142] Journal officiel de l'Union européene N° L 173 du 12 Juin 2014, p. 349

définis à travers l'article 1 point 21 comme étant « *un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agrée et fonctionne régulièrement conformément au titre III de la présente directive ;*».

[95] Ces marchés réglementés mentionné à l'article 1 point 21 de la Directive 2014/65/UE prendre la forme des places boursières détenant un pouvoir d'autoréglementation sur les opérations d'émission des sociétés s'inscrivant à leur cote. L'ensemble des règlements des opérateurs de marchés boursiers, les articles du droit financier et les articles du droit des valeurs mobilière possède comme finalité le maintien de la capacité d'autodétermination des investisseurs dans le procès des prise de décisions d'investissement en assurant la fiabilité de l'information produit par les émetteurs. En contraste avec l'esprit du développement du droit des valeurs mobilières, la pierre angulaire de l'industrie du capital risque repose sur l'exemption aux contraintes règlementaires dans le procès des investissements piloté par le capital-risque[143]. En dépit de l'existence de certains règlementation encadrant l'investissement du capital risque tel que la Directive AIFM[144] , néanmoins la liberté contractuelle constitue le seul véritable instrument d'évaluation et de gouvernance dans les investissements. Le statut d'investisseurs accrédité des fonds de capital risque ainsi que l'investissement dans les titres des entreprises privées dans ces phases de démarrage justifie l'exemption aux règles encombrant l'émission des titres dans les marchés réglementé.

---

[143] James C. Spindler, *How Private is Private Equity, and at What cost ?,* University of Chicago Law Review, Vol. 76, 2009; USC CLEO Research Paper No. C09-11; USC Law Legal Studies Paper No. 09-22, Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1407146

[144] La directive 2011/61/UE du 8 Juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n°1095/2010, Journal Officiel de l'Union européenne N° L 174/I du 1er Juilliet 2011

[96] Pour rappel, cette thèse tente de comprendre l'évolution du capital risque sous les développements récent des moyens techniques et économiques désignés sous le terme de la plateformisation de l'économie ou l'économie du web 2.0. Pour cela, l'angle théorique se posera sur le progrès théorique prévalent dans le milieu de l'analyse économique du droit financier en particulier et de l'analyse économique de la finance en général. Tel que démonté ci-dessus, le point commun entre les marchés financiers et l'industrie du capital risque se trouve dans l'autonomie dans la gestion des risques. Mais l'exercice d'une autonomie des prises de décision nécessite l'intervention des autorités des places boursières et des autorités des marchés financiers dans la divulgation exacte, fiable et pertinente des informations par les émetteurs.

[97] Ainsi l'analyse économique du droit financier (LEF) permettra d'éclairer le fonctionnement des rouages fondamentaux des marchés financiers. Le LEF sera par la suite complété par le paradigme alternatif apporté par l'école néo-institutionnaliste.

[98] En premier lieu, le LEF analyse le point de départ de la théorie de la finance depuis les travaux de Markowitz et sa théorie de portefeuille[145]. En prenant comme variable importante le couplage rendement – titres, Markowitz élaborait le concept de la diversification dans les placements.[146] L'investisseur autonome à travers cette théorie prend une place centrale et se voit attribué la capacité de gérer les risques dans les placements en valeurs mobilières. La théorie de Markowitz renforce donc le trend présent dans l'encadrement juridique des valeurs mobilières donnant primauté à l'autonomie des investisseurs dans la modulation des risques de leur propre portefeuille. Pour que l'investisseur puisse bien évaluer les risques et rendements des placements alors la divulgation de l'information devient prioritaire. Une plus grande fiabilité de l'information en addition avec une facilité dans l'obtention desdites informations peuvent réduire

[145] Myles E. Mangram, *A Simplified Perspective of the Markowitz Portfolio Theory* (2013), Global Journal of Business Research, v. 7 (1) pp. 59-70, 2013, L'article est accessible sur le site de SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2147880, P.67

[146] *Ibid,* P.60

le coût du capital pour les entreprises émettrices[147]. En considération que l'autonomie des investisseurs dépend de l'accès à une information complète, à jour et fiable, une condition devra donc être satisfaite : la production et publication de l'information par le marché.

[99] Pour cela, en second lieu la notion de l'efficience de répartition devient le second pilier en support de l'autonomie des investisseurs. L'efficience se définit comme la capacité du marché financier de diriger les capitaux vers les entreprises ayant des meilleurs projets d'investissements en premier aux conditions les plus avantageuses en reflétant à travers le prix toute information disponible.[148] Le mécanisme de l'efficience de répartition fonctionne en rendant l'évaluation des investissements plus facile et fiable et d'une manière subséquente réduit le coût du capital. Dans un marché à efficience parfaite, le prix correspond à la valeur intrinsèque des entreprises[149].

[100] La formule du modèle d'évaluation des actifs financiers détermine la valeur intrinsèque (*fundamental value)* comme composée des valeurs actualisées des revenus futurs des entreprises et le risque systémique associé aux titres[150]. Par cela les investisseurs attribueront une préférence aux investissements offrant un rendement plus élevé. Le coût du capital coïncide ainsi avec le prix des titres. Par conséquent les entreprises ayant un coût de capital élevé devraient assurer une rentabilité supérieure aux coûts du capital. En d'autres termes, les entreprises devraient procurer un niveau de rendement plus élevé par rapport aux autres projets offerts par le marché en ordre de rendre leurs investissements profitables. La présence d'une rentabilité des investissements *per se* ne suffit donc pas à l'attribution d'un statut de profitabilité des investissements. Il doit aussi être compétitivement profitable par rapport aux autres investissements dans le marché.

---

[147] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2008, Paris , Dalloz, P.550

[148] Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, Paper and Proceedings of the Twenty-Eight Annual Meeting of the American Finance Association New York, December 28-30, 1969 (May,1970), pp.383-417, Jstor, P. 383

[149] Gillen 1994

[150] Robert Cobbaut, Roland Gillet et Georges Hübner, *La gestion de portefeuille : Instruments, stratégie et performance*. 2e édition. 2015, Paris, de boeck, P.23

La vision de l'efficience de répartition subit ainsi la critique de l'école néo-institutionnaliste. Ces derniers imputent la nature néfaste de la financiarisation de l'économie de l'entreprise justement à la poursuite effrénée de la rentabilité compétitivement supérieure au détriment d'autres composant de l'entreprise tel que les travailleurs. [151]

B. L'efficience des marchés

[101] Les deux points principaux du paradigme de LEF sur la nature de l'efficience du marché et de la composition de la valeur intrinsèque seront d'ailleurs longuement critiqués par l'école néo-institutionnaliste française dans les sous-chapitres suivants.

[102] L'efficience de répartition dépend de deux autres types d'efficience notamment : l'efficience opérationnelle et informationnelle. [152] L'efficience opérationnelle est définie comme le niveau de coût de transaction lié à l'utilisation du marché.[153] Le coût de transaction est composé des coûts suivants : (1) le coût de l'émission des titres pour les entreprises, (2) le coût du maintien d'un marché secondaire des titres, (3) le coût assumé par les épargnants pour convertir un investissement ; (4) le coût de la production, de traitement et la vérification de l'information et finalement (5) le coût de conformité au régime réglementaire encadrant le marché. L'efficience d'un marché est le résultat mesuré par le bas coût de transaction dégagé par le marché. L'efficience informationnelle est définie comme étant la capacité du marché d'intégrer l'information pertinente relative aux entreprises reflétée dans le prix des titres. Dans les sous-chapitres suivants, dans l'approche des néo-institutionnalistes sera abordée la notion du coût de transaction en portant une plus grande d'attention sur la liquidité comme le niveau de réversibilité épargne – investissement.

[103] Selon Fama, les investisseurs emploient toutes les informations disponibles dans l'évaluation des rendements espérés de leurs titres et fixent par

---

[151] Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot, 2016, *L'entreprise liquidée : La finance contre l'investissement*, Paris, Michalon Editeur, P.122

[152] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, 2008, *Op cit,* P.552

[153] Williamson, 1979, P.1

ceci le prix adéquat.[154] L'hypothèse de l'efficience du marché avance que le prix s'adapte de manière neutre à toute nouvelle information et il existe une imprévisibilité du cours des titres. Il existe ainsi trois niveaux d'efficience informationnelle[155] : l'efficience faible, l'efficience intermédiaire et l'efficience forte. L'efficience faible se réfère à l'intégration de l'information historique dans les titres. Dans un marché à l'efficience faible les prix sont volatiles et le prix historique ne correspond aucunement à un nouveau prix. Les changements successifs des prix sont pour ainsi dire dépourvus de corrélation dans leur progrès. L'efficience intermédiaire est reflétée par la rapidité de l'intégration de toute information publique au niveau des prix. L'ajustement de l'information publique diffusée par les émetteurs modifie la fixation du prix. Le niveau d'efficience intermédiaire prend en compte aussi la présence des informations privées telles que les informations confidentielles sur l'entreprise. L'efficience forte implique une intégration rapide au prix des titres de toute information même privée. Dans ce niveau d'efficience aucun investisseur ne peut disposer d'un avantage informationnel. Pourtant empiriquement ce niveau d'efficience ne peut pas être obtenu. L'intégration de l'information prend quatre chemin possibles selon Gilson et Kraakman[156] : (1) les transactions universellement informées ; (2) les professionnelles ; (3) les transactions privées ; et (4) les transactions non-informées. Les transactions universellement informées impliquent les transactions prises sur le fondement des informations largement disponibles au grand public.

[104] Les transactions professionnelles se réfèrent aux transactions faites par des investisseurs professionnels possédant un accès à une information de nature complexe ou à diffusion restreinte. La transaction faite par ces derniers ajuste le prix du marché par le simple exercice d'une vente ou d'un achat. Les transactions non-informées sont fondées sur les analyses, les conjectures et les prévisions faites par les participants du marché. Les prévisions vont se confronter

---

[154] *Op cit* Fama 1970

[155] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, 2008, *Op cit,* P.553

[156] Ronald Gilson et Reinier Kraakman, 2003, *The Mechanisms of Market Efficiency* Twenty Years Later : The Hindsight Bias, Columbia Law and Economics Working Paper N°240, 1984

et former un prix de consensus. Cette forme particulière de comportement des investisseurs sera abordée par le courant néo-institutionnaliste et largement élaborée par l'école conventionnaliste française. La plateformisation de l'économie avec l'amélioration disruptive de la diffusion de l'information qu'elle engendre permet une réduction importante du coût de production de l'information. Les analystes financiers sont les institutions ayant comme tâche de réduire le coût de traitement d'information. En addition, les courtiers en valeurs mobilières et les agence de notation contribuent à la baisse des coûts de transactions liées au processus de vérification en mettant en jeu leur réputation. Des mécanismes propre au marché tel que le *signalling* permet aussi une production d'information indirecte en forme de signaux aux acteurs du marché difficilement imitée par les émetteurs d'une qualité plus faible.[157] Le *signaling* peut prendre diverses formes comme un niveau de souscription important des dirigeants dans les actions de leur entreprise. Ce mécanisme sera extensivement utilisé dans le cadre du financement du capital risque pour évaluer d'une manière exacte la valeur de l'entreprise par le biais des signaux émis par le comportement des entrepreneurs ou les actions prises par l'entreprise. Par exemple il existe une corrélation entre l'application pour un brevet faite par une entreprise - générant une séries d'informations commerciales et technologiques largement appréciées par les investisseurs - et l'accroissement potentiel de l'accès au financement par le capital-risque.[158]

[105] Malgré une construction théorique assez aboutie de la théorie de la finance le LEF formule une mise en garde contre la confusion entre le prix des titres fondé sur l'efficience informationnelle et le prix en tant que valeur fondamentale (valeur actualisée des flux financiers et le niveau du risque).[159] La notion de spéculation entre ainsi en scène définie comme la détermination du prix par rapport au prix qu'attribueront les autres investisseurs et non par rapport à la

---

[157] Hayne Leland E. et David H. Pyle, *« Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, No, 32, 1977, Journal of Finance pp. 371 -387

[158] Häussler, Carolin et Harhoff, Dietmar et Mueller, Elisabeth, *To be financed or Not… - The Role of Patents for Venture Capital-financing,* (2012), ZEW – Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 09-003, Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1393725 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1393725

[159] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, 2008, *Op cit,* P.558

véritable valeur fondamentale[160]. La notion de spéculation a été décrite par l'économiste John Maynard Keynes dans son ouvrage majeur à travers l'illustration du concours de beauté dans lequel la décision est fondée sur le consensus entre les jurys plutôt que l'évaluation personnelle du jury.[161]

[106] La critique faite par le courant économique du néo-institutionnalisme rejoint justement ces limites avouées par le LEF. L'école néo-institutionnaliste américaine prendra la critique de la rationalité en introduisant le concept de la rationalité limitée (*bounded rationality)*[162]. D'autre part l'école conventionnaliste française poursuivra la notion de la rationalité mimétique et l'autoréférentialité des consensus démontré par Keynes ainsi que le dédoublement de la valorisation des titres en valeur fondamentale et valeur spéculative par la poursuite de la liquidité[163].

[107] Le LEF dévoile ainsi le raisonnement économique derrière l'encadrement juridique du droit des valeurs mobilières et le droit financier : la constitution d'une obligation de divulgation d'information. En France la preuve le plus claire peut être retracée dans l'obligation de publier un prospectus imposé à toute société anonyme procédant à une offre au public.[164] Le droit européen supporte ainsi cette obligation à travers la Directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la Directive 2001/34/CE. La transposition en droit français, conduit à une obligation de divulgation des chiffres d'affaires par trimestre pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un

---

[160] *Ibid*

[161] John Maynard Keyenes, *La Théorie Générale de L'économie*, 1936, P.153 -157

[162] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, 2008, *Op cit.* P.558

[163] Nicolas Piluso, *La convention financière chez Keynes*, L'actualité économique, vol. 84, n°1, 2008, pp.101-121, DOI : 10.7202/019976ar, L'article est accesible sur le lien suivant : http://id.erudit.org/iderudit/019976ar, P.103

[164] Art. 212-6 à 212-25 du Règlement général de l'AMF relatif au dépôt et visa du prospectus (sous-section 1) et Diffusion du prospectus et communications à caractère promotionnel (sous-section 2)

marché réglementé.[165] La finalité de l'encadrement juridique est ainsi validée autour de l'obligation de divulgation d'informations en vue de supporter l'autonomie des investisseurs dans leur prise de décision de placements mobiliers. Le LEF formule ainsi la raison d'être d'obligation de divulgation d'informations comme composée de (a) la protection des épargnants ; et (b) le bon fonctionnement du marché[166].

[108] L'exploration théorique du LEF sur le droit de la valeur mobilière est importante puisqu'elle représente la fondation de l'encadrement juridique des marchés financiers contemporains. La primauté posée sur l'autonomie d'un investisseur rationnel ne reste pas dans le plan théorique mais se projette à un niveau idéologique à travers l'enseignement dans les écoles de gestion et de commerce[167]. Cette idéologie fondée sur une croyance à la rationalité de l'investisseur individuel et à l'efficience du marché malgré les défauts et la mise en garde théorique constitue en aval l'architecture du mouvement de financiarisation[168]. La gestion de l'économie suit ainsi la théorie de Markowitz et de Fama ramenant les marchés financiers comme seul juge véritable de l'allocation des ressources financières et l'investissement de l'entreprise.

[109] Les rouages du fonctionnement du marché décrit par le LEF reste grandement valide pour le capital risque pour deux raisons : (1) Les outils d'analyse de la théorie de la finance sont aussi utilisés dans l'analyse et l'encadrement juridique de l'industrie du capital risque et (2) la financiarisation étant fortement inspirée de l'autonomie de l'investisseur et l'hypothèse du marché efficient évolue dans un environnement nouveau mais néanmoins garde la logique de finance propre à son fonctionnement. L'élaboration du courant de pensée néo-institutionnaliste dans les chapitres suivants permettra de compléter la compréhension sur la logique financière d'une manière intégrale. Mais avant

---

[165] Art. 212-7 du Règlement général de l'AMF qui décrit le contenu d'un prospectus requis pour être produit par un émetteur

[166] Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, 2008, *Op cit,* P.562

[167] Alexander Styhre, *The Financialization of the Firm: Managerial and social implications*, 2015, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, P.95

[168] *Ibid,* P.111

d'aborder les critiques formulées par les néo-institutionnalistes, un exposé synthétique sur les limites du « marché efficient » s'avère nécessaire.

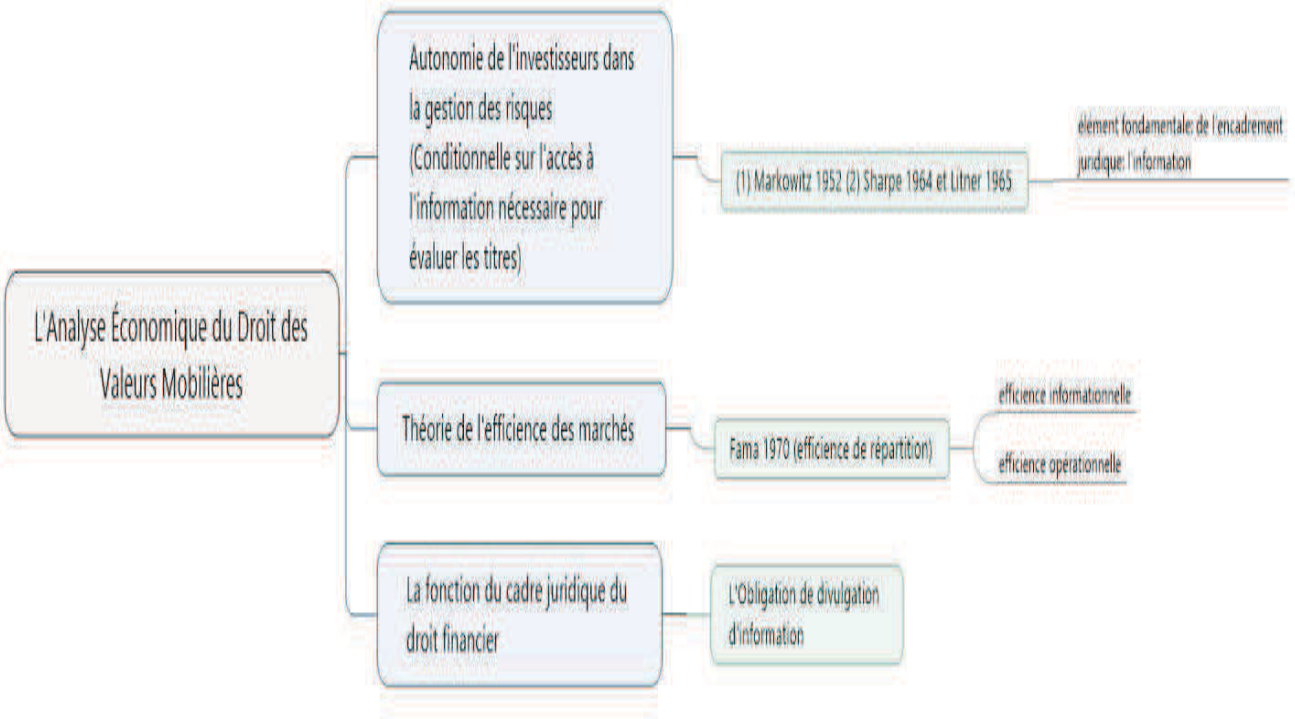


Figure 4 - Schéma : L'essentiel du LEF sur le Droit des Valeurs Mobilières

Section II. Critiques et le sujet du capital risque

A. Critique sur certains points et l'oscillation régulatrice

[110] À travers l'élaboration du LEF, une observation attentive permettra de déceler l'existence de quelques considérations axiomatiques fragiles. Selon Paul de Grauwe, la notion du marché se heurte à deux types de limites : internes et externes. Dans son ouvrage intitulé « Les limites du marché : l'oscillation entre l'état et le capitalisme », il énumère une liste des limites du marché[169]. Pourtant, en considération de la thématique abordée dans cette thèse, les limites abordées dans cette thèse seront réduites aux éléments considérés les plus importants et relevant pour le capital-risque tel les suivants. Pour ce qui est des limites externes nous aborderons les limites du concept de la rationalité. Les limites internes abordées seront : (1) le marché et la répartition ; (2) la motivation et (3) la concurrence.

[102] En premier lieu, la première limite externe est constituée d'une dualité entre deux types de rationalité. Paul de Grauwe souligne une contradiction sur le concept de rationalité individuelle et collective souvent négligé dans la littérature économique. Les décisions des acteurs économiques individuels sont dans la plupart des cas considérées indépendamment du rapport à l'impact sur les autres acteurs économiques.[170] Dans la prolongation et l'aboutissement de cette critique, Karl William Kapp avance une compréhension selon laquelle l'activité des entreprises privées engendre des coûts sociaux qu'il désigne comme des « des économies sociales » en forme de pollution, chômage, accidents du travail et bien d'autres[171]. Les coûts de ces dés-économies sociales sont ainsi directement transférés aux individus privés ou aux organismes publics. La place de la

[169] Paul de Grauwe, *Les Limites du Marché : l'oscillation entre l'état et le capitalisme*, Traduction en Français, 1er édition, 2015, Paris, de boeck

[170] *Ibid*, P. 28

[171] Karl William Kapp, *Les coûts sociaux de l'entreprise privée*, 2015, Paris : édition Les Petits matins, P°419

thématique de la rationalité est largement discutée dans l'école du comportementaliste de l'économie (*behavioral economiscs)*[172]. Pour répondre aux limites du paradigme individualiste de l'économie sur le sujet de la rationalité, cette recherche explore la complémentarité du courant institutionnaliste. Ces derniers tentent de modéliser une rationalité étendue par des éléments externes à l'individu mais néanmoins fondée sur l'agrégat de la rationalité des multiples acteurs individuels sur le concept de l'institution.

[103] La seconde limite importante mise en avant par Paul de Grauwe est la limite de la capacité autorégulatrice des marchés.[173] Les limites des marchés financiers attribuées comme une forme de limites externes éclaire un élément important. Premièrement, le marché financier fonctionne selon Paul de Grauwe en accord avec une logique du panurgisme entrainant les marchés vers des périodes de hausse euphorique suivie par des chutes brutales des cours. Le courant néo-institutionnaliste français bien que partageant le fondement Keynésien de cette constatation diffère par l'élaboration du mécanisme institutionnel influençant cette dynamique. Pour ces derniers, la logique opératoire n'est point auto réalisatrice mais plutôt autoréférentielle avec une finalité prenant la forme d'une convention. Le mécanisme sera présenté avec plus de détail dans le sous chapitre suivant portant sur l'institutionnalisme français. La seconde limite des marchés financiers prend ses racines dans l'interdépendance des banques et la nature systémique des crises bancaires. Il est intéressant que l'économiste mette en exergue l'oscillation entre l'expansion du cadre règlementaire bancaire et financier en réaction à une crise procédant d'une déréglementation ou par des innovations financières des banques et acteurs des marchés en vue d'accroitre les risques en parallèle avec l'augmentation des profits[174].

[104] En addition, Paul de Grauwe observe une certaine aisance des grandes banques considérées comme étant trop importante pour être laissée à la faillite (*too big to fail)* dans les prises des risques tout en prenant en compte des

---

[172] Dan Ariely, *The End of Rational Economics*, Harvard Business Review July-August Issue 2009, L'article est accessible sur le lien suivant: https://hbr.org/2009/07/the-end-of-rational-economics

[173] *Op cit,* Paul de Grauwe, 2015, P. 75

[174] *Ibid,* P. 50

opérations de renflouement assurées par les autorités publiques. Les critiques du marché explicitées par Paul de Grauwe introduisent ainsi une nécessité de compléter l'analyse économique néo-classique avec un paradigme critique des néo-institutionnalistes en particulier le néo-institutionnaliste français. La thématique de l'évolution du capital risque expose justement une particularité de la logique institutionnelle de la finance. Telle que citée auparavant, l'autorité publique tergiverse à travers la réactivité des régulations des marchés financiers. La nature systémique d'une crise financière telle que prenant place pendant la crise des *subprimes mortgage* (prêts hypothécaires à risques) en 2008 force les autorités publiques à accroitre les mesures réglementaires telles que l'entrée en force du *Dodd-Frank Wall street Reform and Consumer Protection Act* le 21 Juillet 2010. Pourtant les réformes limitatrices des activités de prise de risques seront suivies par une série d'exemptions et de dérégulation telles que des amendements faits à certaines règles de Sarbanes-Oxley Act à travers le JOBS act en faveur de la liquidité financière.

[105] L'oscillation règlementaire démontre qu'il existe une logique institutionnelle particulière propre à la finance. Dans le cas particulier lié à la législation du *Dodd-Frank Act,* le gouvernement américain mettait sous lumière l'existence de la finance des ombres (*shadow banking)* s'opérant en parallèle et en interdépendance aux les systèmes bancaires conventionnels. [175] La finance des ombres désigne les acteurs financiers non-banques ayant des opérations de nature quasi bancaire. Paul Mc Culley définit le terme comme comprenant les fonds d'arbitrage (*hedge funds), money market funds, structured investment vehicles, credit investment funds, exchange trade funds, private equity funds, securities broker dealers, credit insurance providers, securitization et* les entreprises de finance. [176] Les banques conventionnelles participent souvent à l'opération financière conjointement avec les acteurs du *shadow banking* pour alléger leurs bilans ou investissent dans ces fonds pour rentabiliser leurs dépôts. Le capital

[175] Gary B. Gorton et Andrew Metrick, *Regulating the Shadow Banking System* (October 18, 2010), L'article est accessible sur le site de SSRN par le lien suivant https://ssrn.com/abstract=1676947 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676947 , P. 6

[176] A.A.K, "*The Economist explains how shadow banking works*" 2nd February 2016, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2016/02/economist-explains-0

investissement considéré comme faisant partie du *shadow banking* soulève le problème des limites du régime réglementaire dans la régulation de certains acteurs de l'industrie financière. Toutefois, la discrétion et la latitude dans les placements que possèdent les fonds financiers restent énormes en comparaison avec le secteur bancaire.

[106] Le capital-risque faisant partie du capital investissement (*private equity)* bénéfice des exemptions règlementaires visant majoritairement le secteur bancaire et d'autres fonds d'investissements alternatifs.[177] Le fonds des ombres (*shadow banking)* similairement échappe ainsi à la supervision de l'autorité financière en prenant comme source de gouvernance les contrats privés et les règles de gouvernance privée. [178] Cette liberté contractuelle et l'ordonnance / gouvernance privé (*private ordering)* reposant au centre du *shadow banking* et d'une manière subséquente du capital risque pose ainsi un problème juridique : est-ce que ceci constitue un exercice de la liberté contractuelle ou une forme d'arbitrage règlementaire (*régulatoire arbitrage) ?* [179]

[107] La particularité de la régulation quasi purement contractuelle du capital risque, l'exemption de ce dernier du cadre règlementaire bancaire et financier, ainsi que la libéralisation du cadre règlementaire des marchés financiers au profit du capital risque et de la liquidité financière nécessite une analyse économique du droit au-delà des outils mis à disposition par l'économie néo-classique. En conséquence, en vue d'analyser l'évolution du capital risque et le cadre règlementaire, il s'avère nécessaire d'avancer une analyse néo-institutionnelle du capital risque. A cette fin, les concepts du ***private ordering,* la liquidité financière, et la dérèglementation** seront ainsi abordés dans les sous chapitres suivants.

---

[177] Dan Awrey*, Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System* (January 18, 2014), (2015) 48 Cornell International Law Journal (Forthcoming); Oxford Legal Studies Research Paper NO. 9/2014, L'article est accessible sur SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2381171 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2381171 P.10

[178] Valerio Lemma, *The Shadow Banking System: creating Transparency in the Financial Markets*, 2016, New York: Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, P.53

[179] *Ibid*

B. La pertinence avec le sujet du capital risque

[108] Le capital-risque se situe entre le domaine de l'entreprise contractuelle et la logique financière propre aux marchés financiers. Le lien entre la rationalité du fond dans l'opération d'encadrement juridique des marchés financiers et la mécanique économique derrière le procès de valorisation financier permet de construire une base d'analyse sur le mécanisme de fonctionnement ainsi que l'évolution future du capital risque.

[109] En vue de l'élaboration conceptuelle du LEF, certains points d'observation peuvent être formulés. Premièrement, le coût élevé de divulgation de l'information sous la pression du cadre règlementaire tel que la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis contraint les entreprises publiques à retourner au statut de société privé / fermée ou à effectuer des émissions ayant une législation moins contraignante.[180] À cet égard, cette thèse avance l'hypothèse selon laquelle le coût exorbitant de la divulgation d'informations ainsi que la réduction en termes de marge de manœuvre stratégique détenue par les dirigeants d'entreprise dans la gestion des affaires ramène les entreprises à se constituer une mode de croissance dépendant de l'alimentation en fonds propres parallèles de nature privée.

[110] La tendance du marché reflète une croissance accrue des projets spécifiques financés initialement par le capital-risque. Ces projets arrivant à maturité sont ensuite intégrés par les entreprises publiques à travers des acquisitions. Le capital risque en effet se distingue du financement du marché par le fait que l'efficience informationnelle des titres acquis est assurée par une évaluation d'ordre contractuelle faite par des investisseurs professionnels. En termes macro-économiques, le développement et la gestion de l'innovation pourra ainsi être sous-traité par les entreprises publiques aux acteurs privés et par la suite être intégré à l'entreprise publique établie en émettant des titres sur les marchés financiers à sa maturité. Le financement par le capital-risque permet ainsi d'échapper à l'obligation de divulgation d'informations sensitives et de nature

[180] *Op cit,* Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau, *Analyse économique du droit*, 2008, Paris, Dalloz, P.568

stratégiques normalement requise à être divulguée pour les opérations de levées de fonds à travers les marchés financiers des titres cotées. Ceci tient compte du fait que les investissements du capital risque échappent aux contraintes de divulgation approfondie et extensive imposées aux marchés règlementés. Les cycles de financement du capital risque et les ventes privées entre les différents fonds de capital-risque constituent un quasi marché exempté de la plupart des obligations de divulgation d'information et totalement soumis à la discrétion de la gouvernance privée (*private ordering).*

[111] Le concept de gouvernance privée (*private ordering)* repose au cœur de l'industrie du capital risque. L'idée centrale dans l'investissement du capital risque réside dans la poursuite d'une rentabilisation du capital financier plus importante que les marchés financiers en investissant dans des entreprises nouvelles en pleine croissance. La gouvernance contractuelle permet de se défaire d'un principe accablant le droit bancaire en termes de contrôle sur la rentabilité des projets financés : le principe de non-ingérence[181]. Le lien contractuel entre le capital-risque et l'entrepreneur est au contraire fortement marqué par une ingérence importante de l'investisseur.

[112] Le capital-risque se révèle être une structure particulière. La gouvernance d'ordre contractuel échappant largement aux obligations de divulgation permet néanmoins de maintenir la fiabilité des valorisations des entreprises financées. La transparence imposée par le droit financier sur fond de l'hypothèse d'efficience des marchés de FAMA se voit remise en cause par le capital-risque. La gouvernance de capital-risque substitue une surveillance par les investisseurs des marchés financiers par un mode de gouvernance contractuelle (*private ordering).*

[113] Dans le chapitre suivant, cette notion d'origine anglo-saxonne – *le private ordering* – fondamentale dans la gouvernance du capital risque sera explorée en parallèle avec des critiques portées au paradigme de la théorie néo-classique de l'analyse économique du droit traditionnel. L'hypothèse de l'efficience des marchés de FAMA adopté comme paradigme de fond de la

[181] Thierry Bonneau, *Droit bancaire*, 10e édition, 2013, Paris : éditions lextenso, P.365

théorie de la finance du LEF sera remise en cause par le courant de pensée néo-institutionnaliste. Les critiques porteront sur le cœur des considérations : (1) la nature de la valorisation mobilière et (2) la rationalité des investisseurs.

Chapitre II

L'analyse économique institutionnaliste et conventionnaliste du droit financier

Section I
Le concept de l'analyse économique néo-institutionnaliste et conventionnaliste du droit financier

A. Le Néo-Institutionnalisme anglo-saxon : *Private Ordering* et l'économie libérale des marchés

[114] La particularité du courant de pensée institutionnaliste et néo-institutionnaliste se trouve dans la proposition de cette école de pensée à destituer *l'Homo oeconomicus* par l'homme sociologique.[182] Par cette finalité visée, le courant faisant partie de la pensée institutionnaliste considère l'homme dans une relation non-isolée avec d'autres agents à comportement non prévisible.[183] En d'autres termes ce courant adopte une vision réunifiée des sciences sociales. La méthode poursuivie par le courant institutionnaliste est à la base théorique et descriptive ainsi que centrée sur la notion des « institutions »[184]. Par institution, la notion désigne l'ensemble des pensées, les règles législatives, de comportement et les conventions déterminant les actes pris par les individus, les entreprises, l'administration et aussi les groupes sociaux.[185] Ce courant rejette donc un présupposé de la neutralité des valeurs (néo marginalisme) défendu par le courant néoclassique. Ces derniers s'inspirent en effet par une volonté d'instituer une science économique dépourvue de valeurs à l'instar des sciences exactes. L'économie s'élargit donc au-delà des calculs rationnels dans l'allocation des

[182] Jean-Marie Albertini et Ahmed Silem.*Comprendre les théories économiques,* Nouvelle édition, 2011, Paris , Editions du seuil, P.564
[183] *Ibid*
[184] *Ibid,* P. 565
[185] *Ibid*

ressources rares. La division majeure de l'institutionnalisme se fait entre l'approche par l'organisation et la théorie des conventions.

[115] L'approche institutionnaliste des organisations procède à l'analyse de l'institutionnalisation des rapports économiques entre différents agents à travers une structure hiérarchique retenant des mécanismes incitatifs particuliers, des règles de mobilité et bien d'autres aspects. Le renouvellement du courant institutionnaliste ou néo- institutionnaliste tente de poursuivre la voie des institutions en empruntant à la théorie sociologique des organisations et des relations industrielles. [186] Parmi différentes théories institutionnaliste, la théorie des coûts de transaction et la théorie contractualiste américaine de la firme s'est développée à la suite des travaux de Ronald Coase et fait partie de ce courant néo – institutionnaliste. La firme est ainsi conceptualisée comme étant un ensemble (nœud) de contrats dont l'avantage compétitif s'obtient par la meilleure stratégie de minimaliser les coûts de transactions dans les échanges avec les marchés.[187] Ce point sera explicité par la suite dans la description du progrès de l'industrialisation et la tendance à l'intégration verticale et la subséquente désintégration verticale. La désintégration verticale est interprétée comme résultant de l'accroissement du coût d'organisation interne de la firme réduisant l'avantage obtenu par la réduction du coût de transaction avec le marché.

[116] L'analyse de l'évolution de la firme proposée dans cette thèse prendra en considération l'analyse contractualiste américaine en prenant en compte la domination de cette vision dans le milieu des économistes et d'une manière subséquente elle détient une place prépondérante dans l'analyse de l'économique du droit (*Law and Economics).* Malgré cela, nous porterons des observations additionnelles sous la lumière des progrès technologiques contemporain. La baisse significative des coûts de transactions par l'émergence des moyens techniques de communication - dite des Nouvelles Technologies de L'Information et des Communications (NTIC) – à un niveau socialement

[186] *Ibid,* P.575

[187] Melvin A. Eisenberg, *The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm,* 24 J. Corp. L. 819 (1998) L'article est disponible sur le lien suivant: http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/547, pp.819-836, P.823

généralisé, nécessite que le courant contractuel reconsidère l'approche théorétique en prenant en compte les progrès acquis.

[117] La plateformisation de l'économie basée sur le progrès de l'internet vers le cadran 2.0-4.0, caractérisé par une communication dynamique de l'information, résulte de la modification de l'organisation des firmes. Cette thèse avance l'idée selon laquelle la théorie des contrats progresse vers une vision favorisant un modèle contractuel incomplet de la baisse des coûts générée par les technologies d'information ainsi qu'à la facilité du réseautage au niveau mondial des entreprises avec la globalisation de l'économie. Avant d'initier une analyse du progrès théorique du courant institutionnaliste dite contractualiste, il faudra prendre en compte au préalable que cette théorie s'inspire de la réalité des institutions économiques dans l'économie des marchés anglo-saxons. Le système juridique anglo-saxon concède une place importante aux acteurs privé du marché dans la production des normes juridiques ainsi que dans la régulation de la vie économique. La création des normes juridiques par des acteurs privés en vue de régir la conduite des acteurs privés eux-mêmes est désignée sous le terme de *private ordering*[188].

[118] La raison de ce partage de la gouvernance avec des acteurs privés s'explique par la présence de plusieurs finalités poursuivies *inter alia :*[189] (1) le désir de créer un environnement propice au pluralisme juridique dans les normes étatiques, (2) la réduction des coûts liée à la légifération par la délégation de la responsabilité de la formulation des décisions politiques aux acteurs privés. Pour les entreprises et les acteurs économiques, le *private ordering* devient un enjeu en vue de réduire le coût énorme causé par une régulation encombrante. La philosophie économique et politique des pays anglo-saxon place une grande confiance dans la supériorité en termes d'efficacité et de l'efficience des normes privées par rapport à la production des normes par le pouvoir public. L'acteur

[188] Jonathan R. Macey, *Public and Private Ordering and the Production of Legitimate and Illegitmate Legal Rules,* 82 Cornell L. Review, 1123 (1997) , PP.1123-1149, L'article est disponible sur le lien suivant: : http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol82/iss5/9, P.1124

[189] Steven L. Schwarcz, *Private Ordering*, Northwestern University Law Review, 2002, Vol.97, No. 1 pp.319-350, P.320-321

privé possède un accès plus étendu et plus efficient dans l'usage des avantages des marchés par rapport à la légifération par le pouvoir public nécessitant une procédure longue et complexe.[190] Le *Private ordering* se distingue ainsi à un paradigme juridique dominant dans la culture juridique continentale identifiable par le terme *legal centralism.* Le *legal centralism* est défini comme l'idéologie conférant une place centrale au droit public, produit et administré sous la seule tutelle exclusive des pouvoirs publics.[191] Ce cadre conceptuel des normes juridique s'inspire d'une vision Kelsenienne (unifiée et hiérarchique) des propositions des normes convergeant vers un *grundnorm* dérivé sa force de loi des pouvoirs factuelle de l'état ou en d'autres termes de l'autorité politique de l'état en tant qu'une organisation politique.[192]

[119] En lien avec la centralité du marché et des agents économique dans la production des normes, il s'avère évident que le pluralisme juridique (*legal pluralism)* dans l'activité économique et industrielle influence la formulation des théories sur la firme et l'entreprise. Williamson en particulier considère que l'entreprise des « îles de règles internes » (*island of self-rules*) et la firme constitue une structure de gouvernance fondée sur un arrangement contractuel privé[193]. Cela démontre que la réalité économique – la nature de la firme incluse – part d'un principe de fond : la liberté contractuelle comme mode de gouvernance par défaut.

[120] Dans ce chapitre, nous allons aborder la place du *private ordering* contractuel dans le modèle économique anglo-saxon et sa corrélation positive avec le modèle de financement de l'innovation par capital risque.

[121] En rappel, la problématique principale abordée par cette thèse repose sur deux aspects spécifiques : (1) le financement des entreprises innovantes et (2)

---

[190] La la réglementation intègre dans le processus l'intérêt des politiciens, législateurs et groupements d'intérêts entre autres.

[191] John Griffiths, What is legal Pluralism?, Journal of Legal Pluralism No.24, 1986, Document accessible sur le lien http://commission-on-legal-pluralism.com/volumes/24/griffiths-art.pdf P.3

[192] *Ibid*

[193] Olivier Williamson, *The Economic institutions of capitalism*, 1985, New York : Free Press, P. 251

La corrélation avec la technologie 2.0. Ainsi qu'il sera explicité dans les chapitres suivants, il existe un lien entre le processus de financiarisation avec l'émergence d'un nouvel acteur financier institutionnel ainsi que la montée d'une vague d'entreprenariat fondée sur la technologie de l'internet à forte valorisation et une nouveau mode de financement d'entreprises supporté par des fonds privés. Le lien entre les trois processus permet de résoudre les deux problématiques posées par cette thèse. Premièrement, il existe deux mode de financement de l'entreprise : (1) le financement par les marchés financiers et (2) le financement par l'intermédiation bancaire. Ces deux types de financement reflètent les deux instruments principaux de financement : les fonds propres et la dette. Christian Poncet, dans un document de travail sur le développement des opérateurs en capital-risque démontre que l'origine historique et institutionnelle de l'émergence du capital investissement (*private equity)* est directement dérivée de l'environnement juridique dans laquelle est née l'institution.[194]

[122] Le *Common law* avait permis le développement d'une variété de capitalisme connu sous le terme de LME (*Liberal Market economy)* tandis que le CME (*Coordinated Market Economy)* s'est développé dans un environnement du droit civil (*civil law).* Le système de *common law* assure une meilleure protection juridique pour les relations commerciales et financières marqué par une efficacité de gestion juridique de contrats[195].

[123] En conséquence, une domination des financements par les marchés devient le trait principal de l'économie des pays anglo-saxons. D'autre part, le modèle *civil law* tente de remédier à l'imprécision des termes de protection concernant le suivi et le respect des termes de contrats par l'intermédiaire d'un mode de financement bancaire. La centralité du rôle des contrats explique la multiplication des contrats et la prédominance des relations contractuelles dans la gestion des fonds alimentant le capital risque (*venture capital)*[196]. La domination des moyens de coordination par le biais des contrats de financement (*private*

[194] Christian Poncet, *Le développement des opérateurs en capital-risque : le poids du contexte institutionnel,* Document de travail ART-Dev 2013-06 Version 1, P.4

[195] *Ibid,* P. 5

[196] *Ibid,* P.7

ordering) dans l'économie des pays anglo-saxons résulte de trois caractère structurants : (1) la spécialisation verticale des opérateurs dans la chaîne d'investissements (lien *general partner – limited partner* et *general partner – firm*) ; (2) le développement d'une analyse économique des contrats comme moyen de coordination (coût de transaction, coût d'agence) ainsi que le progrès technique de contrôle et de suivi dans l'exécution des contrats ; et (3) un mouvement vers le rapprochement des différents investisseurs regroupés dans une syndication pour le financement d'un même projet favorisant une mutualisation des risques. Le rôle prépondérant des contrats permet ainsi la formation d'une délimitation claire et distincte entre le *limited partner* et le *general partner* au cœur de la configuration des liens du financement par le capital-risque[197].

[124] Le mode de financement des marchés à base de lien contractuel façonne ainsi une dimension managériale figurant dans la relation de financement par le capital-risque. Une prise de participation plus importante du capital risque dans la gestion des entreprises combinées avec la spécialisation sectorielle des fonds construit un rapprochement plus positif des risques de financement. En comparaison, le financement bancaire aborde la risque d'une manière hautement prudentielle et évite ainsi une prise de participation dans les opération trop risquées[198] Pour pallier ces déficiences par rapport au mode de financement basé sur les marchés, les pays dominés par le système bancaire multiplient les interventions directes des pouvoirs publics à travers les fonds publics dédiés au financement de l'innovation et les incitations fiscales avec le but d'orienter l'épargne vers les investissements dans des entreprises à fort potentiel de croissance (exemple : les avantages fiscaux auparavant présentés par les investissements dans les FCPI ou Fonds Communs de Placement dans l'Innovation).[199] Des formes d'intervention hybride telles que les garanties aux fonds d'investissements proposées par le BPI France reflète un mouvement des

[197] *Ibid,* P.11
[198] *Ibid*
[199] *Ibid*

systèmes dominé par le mode de financement par l'intermédiation bancaire vers une adoption progressive des mécanismes des marchés[200].

[125] Il existe donc une prédominance des acteurs privés dans la coordination des affaires par ordre contractuel dans les LME des pays anglo-saxons. Ceci apporte une réponse à la substitution naturelle de la gouvernance contractuelle du capital risque à la gouvernance par les marchés et en conséquence son exemption aux contraintes informationelles présentes dans les marchés réglementés. La gouvernance d'ordre contractuel exercée par les *general partners* du capital risque permet ainsi de se substituer à la gouvernance collective des investisseurs boursiers.

[126] Il est ainsi clair que la coordination contractuelle se présente comme pivot centrale du mode de financement dans l'environnement juridique des pays d'anglo-saxons, lieux de naissance de capital investissement (*private equity*) et le capital risque (*venture capital).* L'épicentre des relations contractuelles se situe dans la flexibilité de la structuration contractuelle entre les différentes parties participant au financement par le capital-risque. Cette prédisposition à privilégier la liberté contractuelle explique la flexibilité des formes juridiques choisies pour la constitution des entreprises de capital risques aux États-Unis notamment en forme de *Limited Liability Corporations* ou LLC.

[127] En se référant encore une fois sur les argumentations économiques et juridiques employées pour justifier la valeur actionnariale dans le cadre de la financiarisation de l'économie, une constatation particulière émerge. La financiarisation de l'économie s'appuie sur un modèle théorétique fondé sur la relation d'agence forcée aux entreprises cotées. Ceci se fait en ignorant les limitations en forme de droits de propriété des actionnaires aux titres possédés et au détriment de l'intérêt des salariés et de l'entreprise elle-même. La théorie d'incomplétude contractuelle est une des théories employées pour justifier la domination de la doctrine de souveraineté actionnariale. L'inexactitude de

[200] BPI France décrit la garantie de l'investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres à la hauteur de 50% et 70% pour les PME de moins de cinq ans sur son site disponible sur le lien suivant: http://www.bpifrance.fr/Toutes-nos-solutions/Garanties-et-assurances/Garanties-aux-fonds-d-investissement/Garantie-des-fonds-propres

l'application de cette théorie aux entreprises cotées réside dans le contexte entrepreneurial de la théorie en contraste avec la nature managériale des entreprises cotées. En rappel, les firmes managériales reconnaissent déjà la séparation juridique des richesses entre l'entrepreneur et les fonctions d'entrepreneur. Pour l'instant dans une firme managériale, la fonction d'entrepreneur et de gestionnaire sont réunies au sein de l'équipe de dirigeant-salariée, la propriété des moyens de production revient à la personne morale de l'entreprise tandis que les actionnaires obtiennent les bénéfices résiduels en terme de dividendes en vertu de leur contrat[201]. Pour cela, la valeur actionnariale soutenue par les différentes théories économiques d'entreprise et d'organisation telles que la théorie d'incomplétude contractuelle se traduit par une intrusion explicite des actionnaires dans la gestion de l'entreprise. L'alignement des intérêts des actionnaires renforcé par les moyens d'incitations des dirigeants fixés sur la rentabilité financière (les stock-options), ainsi que les menaces de substitution des dirigeants altère la marge opérationnelle des entreprises au profit des actionnaires en adoptant un horizon de rentabilité de fonds propres à court-terme.[202] L'emploi des théories juxtaposant les dirigeants de l'entreprise comme agents exclusifs des actionnaires réduit l'importance des autres composantes importantes de l'entreprise tels que les salariés, les partenaires et l'entreprise en tant que personne juridique elle-même.

[128] En dépit de cela, la transposition des théories fondamentalement calquées sur le modèle de base entrepreneuriale sur des entreprises cotée en parallèle avec les effets de la financiarisation décrit dans les chapitres précédents, révèle un autre modèle d'entreprise : une entreprise « financiarisée ». La nouvelle catégorie d'entreprises s'applique aux entreprises nouvelles à forte croissance (*start-ups)* s'opérant le plus souvent dans le secteur de l'informatique en général, de l'internet et biopharmaceutique. Ils présentent des caractères spécifiques décrits par Chassangnon entre autres : une gestion financiarisée, la dépendance au

---

[201] *Op cit,* Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, 2004, P.54

[202] Grégory Denglos, « *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise, Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social »* ? », *La Revue des Sciences de Gestion* 2007/2 (n°224-225), p. 103-112, DOI 10.3917/rsg.224.0103 L'article est disponible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-103.htm, P.107

capital humain spécifique, la domination des actifs intangibles et ayant des activités verticales organisées en réseaux [203]. En simplifiant, l'entreprise financiarisée en modèle est réduite à un ensemble d'actifs intangibles, des salariés à compétence spécifiques et un ensemble de réseaux solides.

[129] En comparaison avec l'entreprise industrielle fordiste caractérisée par une possession importante de propriété tangible et adoptant une structure verticalement intégrée, l'entreprise financiarisée pourrait sembler être une structure minimaliste et « creuse ». L'entreprise « creuse » naissant d'un processus de financiarisation prédateur ne peut en effet point survivre à long terme dans une cadre de production industrielle mais paradoxalement représente une forme idéale dans une économie de savoir et d'innovation technologique.

[130] La financiarisation suivie d'une dérégulation des marchés financiers avait permis l'apparition des fonds financiers privés à forte capitalisation (fonds de pensions etc.). Ces fonds poursuivent des investissements à forte rentabilisation et tolèrent une durée de blocage de fonds longue (au maximum 10 ans). Pour cela, l'investissement dans des entreprises à forte et rapide valorisation représente une évolution logique. Les entreprises entrepreneuriales à forte croissance (*start-ups)* évoluent souvent autour d'une idée, une recherche, une technologie ou une plateforme innovante et sont souvent dépourvues d'une masse salariale importante. À la différence des entreprises entrepreneuriales du capitalisme industriel et traditionnel, les principes économiques régissant l'économie à l'ère informatique diffèrent des principes économiques néoclassiques. Les agrégations de fait décrites auparavant, la dérèglementation financière, l'entrée en force des lois Sarbanes-Oxley avait abouti à un environnement financier spécifique aux Etats-Unis propice à l'apparition d'un nouveau modèle d'entreprise aux États-Unis. Ce modèle d'entreprise émergeant est le résultat d'une évolution retracée aux débuts de la financiarisation, s'est développé fortement dans les périodes précédent la bulle internet et se stabilise dans la phase technologique actuelle dominée par l'architecture de l'internet 2.0 et 3.0.

[203] *Op cit* , Bernard Baudry et Virgile Chassagnon, 2014, P.97-105

[131] En reformulant les théories des contrats, référence principale dans le processus de financiarisation, dérivent d'une modélisation d'entreprise de type entrepreneuriale. L'adoption forcée dans la gouvernance des entreprises industrielles sous la financiarisation résulte de la désintégration des entreprises industrielles. Néanmoins, ce modèle relègue le modèle d'entreprise entrepreneuriale au cœur du modèle théorétique au rang d'entreprise innovante. Le modèle dépend d'un financement externe de nature contractuelle et régi par une gouvernance contractuelle ou le *private ordering*.

[132] Ainsi, il est clair qu'il existe un lien important entre la liberté contractuelle au cœur de la culture juridique anglo-saxonne en particulier américaine avec la domination du mode de financement par les marchés financiers. Le modèle contractualiste établit une gouvernance d'ordre privée (*private ordering)* de l'entreprise et des marchés financiers avec un minimum d'interventions régulatoires du pouvoir public. Pourtant il faudra expliciter le lien entre le développement des marchés financiers avec la financiarisation au-delà de l'illustration des stratégies adoptées sous la vague de financiarisation. Pour cela une élaboration du progrès intellectuel du discours contractualiste s'avère nécessaire.

[133] La financiarisation réduit l'entreprise à un modèle simplifié calqué sur le modèle entrepreneurial de base fondé sur le contrat. L'actionnaire, seul sujet privilégié, s'implique dans le financement des projets d'entreprise en se référant à sa propre rationalité. Pourtant l'investisseur après un processus d'investissement en tant que créancier se trouve avec une capitalisation immobilisée en forme de revendication sur une part des flux de rendement futurs de l'entreprise. Pour cela l'entrepreneur procède à la transformation du capital immobilisé en liquidité. Cette notion de liquidité financière sera explorée dans le chapitre suivant.

B. Le concept de fond du néo-Institutionnalisme du droit financier : le cas de l'école américaine

[134] Dans l'élaboration de l'analyse économique de droit de valeurs mobilières et ses limites abordées dans le sous chapitre précédent, un terme relativement récent dans le champ lexical bancaire et financier est apparu : le *shadow banking*. Ce terme désigne un mode de financement non-bancaire, considéré par certains économistes comme source d'instabilité financière et par d'autres comme un pivot de l'économie d'innovation. À la différence du secteur bancaire présentement hautement régulé en contrepartie de la franchise bancaire, le *shadow banking* dont fait partie le capital-risque repose sur le concept central de la liberté contractuelle et un mode de gouvernance privé (*private ordering).* Par la suite, cette thèse avance en prenant le fil de pensée hypothétique suivant :

« *Le financement par les institutions financières ne peut être maintenu que par une expansion dans le* processus *d'accumulation du capital financier selon la logique propre à l'institution financière. Au centre de cette logique réside les notions piliers du private ordering, de la liquidité financière et la dérèglementation de l'espace financier. Le capital risque en particulier et le shadow banking en général tentent de se substituer au financement bancaire tout en étant dépendants de la franchise bancaire. En d'autres termes, le capital-risque nécessite l'établissement d'un circuit de valorisation fondé sur la liquidité financière détaché du droit régulatoire mais ayant un accès à liquidité monétaire* ».

Chacun de ces concepts cités ci-dessus sera abordé dans l'exposé du courant néo-institutionnaliste américain et français en commençant par l'école américaine.

[135] L'école néo-institutionnelle américaine fidèle à la variété capitaliste *Liberal Market Economy* / LME maintient la place prépondérante d'une coordination décentralisée de l'économie. Pour cela, la notion du contrat a longuement été considérée par les économistes anglo-saxons comme vitale pour la compréhension des économies décentralisées[204]. La notion de contrat rejoint donc les notions du marché et du système de prix.[205] Le contractualisme s'éloigne de la

[204] Eric Brousseau et Jean Michel Glanchant, Septembre 2001, *Contract Economics and the Renewal of Economics*, *Forthcoming in The Economics of Contracts: Theories and Applications, Cambridge University Press, 2002,* P°2

[205] *Ibid*

vision de l'équilibre Walrasian selon laquelle le *supply* rencontre la demande selon un prix prédéterminée. Le modèle de l'équilibre Walrasian réfuté ignore le coût de l'opération du marché, pré-assume l'existence d'un mode de coordination collective, une prédétermination des propriétés des marchandises échangées et la pleine participation des acteurs du marché[206]. Ceci se révèle être en contradiction avec l'idée selon laquelle le marché est décentralisé. En d'autres termes, les problèmes de coordination entre les différents acteurs du marché, la détermination d'un niveau de prix, de la quantité et qualité des marchandises seront déconstruits à travers la notion élémentaire du contrat.[207] La théorie contractuelle tente donc de découvrir le fonctionnement du mode de coordination économique à travers les concepts d'avantages, d'autorité principale, moyen de coercition, résolution de dispute et bien d'autres.[208] Les marchés, les organisations et les institutions servent donc comme instrument d'harmonisation des contrats en tant que mode de coordination[209].

Section II. Le *Private Ordering* et le droit régulatoire

A. Le *Private Ordering* (gouvernance privé) : de l'idéologie de l'individualisme atomistique à la théorie contractualiste

[136] Le développement de la théorie contractualiste et l'application expansive dans l'analyse de la corporation ont été étroitement liés à la transition idéologique de l'économie politique Anglo-Saxonne à la fin du XXème Siècle d'une forme de corporatisme orbitant autour du rôle central de l'Etat vers une vision néolibérale construite sur la notion pivot des marchés.[210] L'affaiblissement des structures d'entreprises managériales et technocratiques de l'ère fordiste sous

---

[206] *Ibid*
[207] *Ibid*, P.3
[208] *ibid*
[209] *ibid*
[210] Susanne Lütz, *From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition*, Max-Planck-Institut für Gessellschaftsforschung (MPIfG) Discussion Paper 00/2 May 2000 ISSN O944-2073, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/dp98-02_en.asp#2000, P.6

la pression des nouveaux acteurs de fonds financier nécessite un retour au niveau idéologique vers la notion de la supériorité du marché décentralisé par rapport à la structure managériale technocratique[211]. La supériorité porte sur l'efficience allocative par rapport à l'usage des ressources économiques.

[137] Le point de départ théorique du contractualisme rejette par cela l'existence métaphysique et ontologique de la corporation - pourtant essentielle dans la notion de la personnalité juridique dans le droit des sociétés - et le substitue par un ensemble d'individus exerçant une activité de production. Le courant contractualiste est composé explicitement de la théorie des incitations (TI), la théorie des droits de propriété (TDP) et la théorie des coûts de transactions (TCT). La différente théorie citée tente de se dégager de la notion de la firme comme « boîte noire » maintenue par les économistes néo-classiques.[212] La théorie contractualiste se réfère à une typologie d'organisation d'entreprise issue du cadre juridique particulier aux États-Unis : l'entreprise organisée et l'entreprise non-organisée[213]. La théorie du coût de transaction s'inscrit dans le cadre juridique des entreprises organisées[214] tandis que la théorie des incitations et la théorie des droits de propriété entre dans un modèle des entreprises non-organisées[215]. Le cadre juridique des entreprises organisées se réfère à un système dénommé *industrial pluralism* caractérisé par une primauté de l'aspect collectif des relations de travail sur l'aspect individuel[216]. D'autre part, le cadre juridique de l'entreprise non-organisée repose sur la conception de l'entreprise comme une

---

[211] Le débat entre marché et structure technocratique de la firme peut être observé à travers le livre écrit par Alfred Chandler, historien des affaires des États-Unis dans son livre intitulé « *A.D Chandler, 1977, The Visible Hand : The Managerial Revolution in American Business, Harvard University Press 1977*", Le titre de ce livre reflète un certain parallélisme entre le livre majeur d'Adam Smith "*The Wealth of Nations (1776) avec pour finalité de démontrer le rôle important de l'entreprise managériale dans la croissance industrielle américaine* »

[212] *Op cit,* Bernard Baudry et Virgile Chassagnon, 2014, *Les théories économiques de l'entreprise*, P.7

[213] Bernard Baudry, Hervé Charmettant, L'analyse de la « relation d'emploi » par les économistes « contractualistes » et « conventionnalistes », Une confrontation avec le cadre juridique de la « relation de travail », Revue économique 2008/2 (Vol.59), p. 213-239, DOI 10.3917/reco.592.0213, P. 215

[214] *Ibid,* P. 216

[215] *Ibid,* P.218

[216] *Ibid*, P.216

relation purement contractuelle dans laquelle l'employeur dispose d'un pouvoir normatif et d'un pouvoir de direction.[217]

[138] Le courant des théories contractualistes malgré un départ des considérations néo-classique de l'entreprise comme étant une « boîte noire » préserve néanmoins les fondations théoriques de la vision néoclassique en particulier la rationalité parfaite toujours acceptée par la théorie d'incitation. Le point commun entre les différentes théories du courant contractualiste réside dans l'analyse de la firme comme un « nœud de contrats » entre individus. Les différences entre les théories sont déterminées selon la variabilité des comportements des agents (rationalité limitée ou rationalité parfaite) et de la nature de l'interaction des acteurs économiques ainsi que la différence entre le type d'informations détenues par les agents (information parfaite ou incomplète).

[139] JP Robbé mettait sous lumière la grande résistance des Etats souverains à accorder l'incorporation de grandes sociétés par actions sauf exception d'une nécessité de remplir une utilité publique[218]. En France l'incorporation était au XVIII ème Siècle considérée comme un acte divin à travers une charte royale, puis par autorisation législative sous la Révolution en 1793 pour ensuite être aboli sous les jacobins[219]. Malgré la réhabilitation sous la loi 30 brumaire an IV, puis une autorisation garantie mais limitée par un temps de processus long et couteux sous le code de commerce, les pouvoirs publics avait ressenti une potentielle rivalité politique dégagée par la concentration des propriétés privées dans les sociétés anonymes. Cette méfiance ou encore plus cette hostilité s'est autant manifestée dans les pays anglo-saxons notamment avec le *Bubble Act* en 1720 en Angleterre et la Loi du 1811 *Act Relative to Incorporations for Manufacturing Purposes* de l'Etat de New York.[220] L'inquiétude était au niveau philosophique, les grandes sociétés appliquaient ce que Lamartine a désigné comme la féodalité de l'argent.[221] Le phénomène de l'industrialisation et

---

[217] *Ibid,* P. 218

[218] Jean-Philippe Robé, L'entreprise et le droit, 2000, Paris: Presses Universitaires de France P.54 - 60

[219] *Ibid*

[220] *Ibid,* P. 56

[221] *Ibid,* P.57

de l'internalisation des échanges suivis d'une par voie de conséquence logique de la concurrence des systèmes juridiques évinçaient la résistance des Etats face à l'introduction d'un droit des sociétés plus flexible.[222] L'avancement des progrès techniques devenait le raisonnement central pour permettre la réorganisation du droit de propriété en forme concentrée et puis hiérarchisée[223]. En parallèle avec le développement récent de la plateformisation de l'économie, le progrès technique de l'ère de l'industrialisation représente des similarités évolutionnaires avec la trajectoire économique présente.

[140] Le trajectoire progressive des droits de sociétés commence en premier lieu par l'introduction d'un ensemble de droits privés permettant à la constitution des corps intermédiaire dans le conduit des activités économiques. Elle sera suivi par la suite à l'organisation bureaucratique dans la gestion de la société résultant à structure de l'entreprise industrielle et managériale verticalement intégré et expansive (entreprise fordiste). Le progrès technique et la concurrence interétatique devinrent des éléments déclenchant le bouleversement et le déséquilibre des rapports de force. Dans l'ère industrielle, l'intervention de l'Etat était nécessaire face à l'impossibilité de maintenir la fiction juridique de l'égalité des contractants.[224] Le droit régulatoire sert ainsi comme contrepoids contre la montée en puissance des pouvoirs privés par effet de concentration de la propriété aboutissant à la limitation de la sphère de l'autonomie des individus. L'équilibre crée entre les grandes entreprises et la garantie des droits sociaux des travailleurs par l'intervention étatique par le droit régulatoire marquait l'essor de l'entreprise fordiste ou connue sous le terme capitalisme managériale[225]. Pourtant la nature propre à logique institutionnelle du capitalisme financier évolue et l'agrégation du capital financier par le flux énorme de l'épargne privée et des fonds de pensions donnait lieu à une autre révolution de nature financière. La montée en puissance d'une nouvelle classe de rentiers représentée par les fonds

[222] *Ibid,* P. 58
[223] *Ibid,* P.62
[224] *Ibid,* P.68
[225] Robert Boyer, *Economie politique des capitalismes: Théorie de la régulation et des crises*, 2015, Paris, La Découverte, P.54

financiers avait permis d'affaiblir la place jadis hégémonique de la technostructure des gestionnaires.

[141] En résumé la progression historique de la société par actions devient témoin d'une dynamique d'une lutte pour la reconnaissance de l'autonomie individuelle des actionnaires dans l'espace économique. Dans la première phase, l'incorporation avait permis la concentration des droits de propriété en une personne juridique avec l'attribution d'une responsabilité limitée. L'autonomie individuelle des entrepreneurs était ainsi assurée. Dans le développement de l'industrialisation une bureaucratisation s'est formée avec la montée de la technocratie et la bureaucratisation de l'entreprise. Le grand pouvoir économique et politique obtenu par la combinaison de la responsabilité limitée par la création de personnalité juridique, la concentration du capital et la gestion professionnelle de la société ont nécessité l'intervention étatique à travers le droit régulatoire en limitant l'autonomie des individus dans l'espace contractuel. La financiarisation avait permis la réification de la volonté d'assurer la place de l'autonomie individuelle des actionnaires. Une observation particulière amènera à la conclusion que seule la place de l'actionnaire se voit octroyé une position favorable. En effet tel que cela sera exposé dans le sous chapitre suivant sur la financiarisation, les actionnaires dispersés par la massification de l'entreprise publique reprennent le pouvoir à travers leur mandataires *in casu* les gestionnaires des fonds d'épargne et autres fonds financiers.

[142] En reconnaissant le caractère particulier du concept philosophique et économique de l'actionnariat, il est ainsi raisonnable d'explorer la nature du capital financier. Le sous chapitre du courant néo-institutionnaliste français permettra d'appréhender la particularité du mode opératoire particulier de l'institution financière.

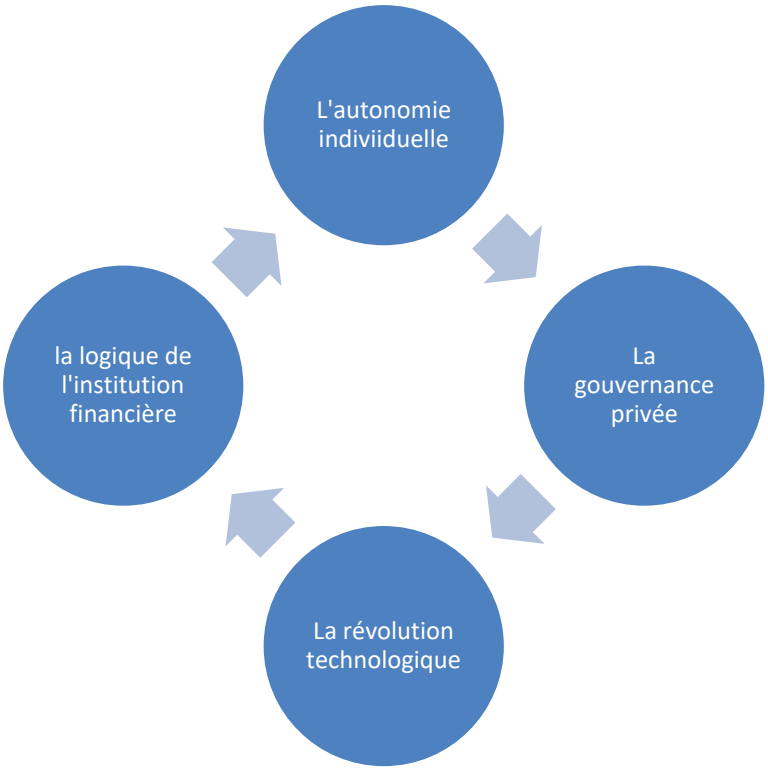


Figure 5 Quatre éléments composant la dynamique de la société par actions

[143] Le schéma ci-dessus décrit les quatre éléments en corrélation dans la dynamique du processus de la société par actions : (1) l'autonomie individuelle ; (2) la gouvernance privé ; (3) la révolution technologique ; et (4) la logique de l'institution financière. L'autonomie individuelle des actionnaires assurée par la liberté contractuelle avait permis à la formation des activités entrepreneuriales en premier temps. La flexibilité du droit des sociétés et la généralisation de la forme des sociétés par actions – sous la pression des progrès technique et la compétition entre système juridiques - permettait l'établissement d'un espace de gouvernance privée toujours sur fond de la liberté contractuelle. L'affaiblissement du pouvoir d'actionnaire au sein de l'entreprise publique fut reconfiguré avec la montée en puissance des gestionnaires de fonds financiers comme mandataires des actionnaires. [226] Ensuite le paysage de l'entreprise publique revient vers la

[226] *Op cit,* Gerald F. Davis, 2013.*After The Corporation,* P.286

domination de la forme de l'entreprise privée. Cette transition vers une forme de gouvernance non incorporée plus axée sur la forme de société de libre partenariat désignée sous le terme des *uncorporation* résulte indirectement d'une pression régulatoire des marchés financiers considéré comme étant devenu trop couteux et moins effective pour aligner les intérêts des actionnaires et les managers[227]. Finalement, la forme de l'entreprise privée dépendant d'une succession de financement privé des fonds financiers devient le type idéal de l'économie contemporaine : le capital-risque.

[144] Le supporteurs du mouvement contractualiste avaient historiquement tenté trois phases de libération : (1) premièrement de libérer leurs parts sociales dans l'entreprise des contraintes du droit du mandat ou du droit régulatoire dans les termes de Jean-Phillipe Robbé ; (2) Réduire la gouvernance de l'entreprise technocratique et managériale en la soumettant à la gouvernance de l'actionnariat privé et (3) Libérer le capital lui-même de l'immobilisation industrielle. En conséquence, le mouvement de libéralisation mené par les contractualistes en faveur d'une expansion de la gouvernance privée marginalise le rôle des autorités publiques. Pourtant certaines recherches récentes démontrent la défaillance théorique du mouvement en tentant de persuader académiquement que le droit des sociétés britannique est fondamentalement contractualiste.[228] Ces trois phases démontrent que les dynamiques socio-économique et politique de la classe d'actionnariat influencent directement la dynamique du droit régulatoire. La financiarisation maque la libération finale de l'actionnaire par l'instauration de la liquidité financière et l'expansion de ce régime institutionnel particulier.

B. La marginalisation du droit régulatoire

[227] Ribstein, Larry E., *Uncorporating the Large Firm* (Mai 27, 2008) University of Illinois, Law & Economics Research Paper No. LE08-016, Le journal est accessible sur le site de SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=1003790 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1003790 , P.17

[228] Marc T. Moore, ,*Private Ordering and Public Policy : The Paradoxical Foundation of Corporate Contractarianism*, Oxford Journal of Legal Studies, vol. 34, NO. 4 (2014), pp.693-728, Publié le 7 Mars 2014.

[145] Le mouvement de libération de l'actionnariat et du capital financier s'appuie sur des argumentations juridiques et économiques. Par exemple, Milton Friedman dans un article majeur rejetait la notion de la responsabilité sociale de l'entreprise en argumentant que l'entreprise se doit d'obéir seulement au mandat des actionnaires et non de se préoccuper des rôles politiques tels que la responsabilité sociale de l'entreprise.[229] En conjugaison avec le mouvement de libéralisation de l'économie, la financiarisation de l'entreprise et la montée en force du paradigme contractualiste, l'entreprise se voit ainsi réduite à une forme de contrat de gestion entre les actionnaires comme propriétaires de l'entreprise et leurs mandataires les gestionnaires de l'entreprise. Ce phénomène marque le début de la phase du capitalisme financiarisé et la financiarisation de l'économie.[230] Le but de l'article est clair : la réification de l'entreprise comme faisant partie de l'espace privé. Friedman construit son argumentation sous une série de confusions délibérées et irréconciliables entre le langage juridique et économique[231]. Premièrement, l'entreprise est confondue avec la société par action. La première se résume à une organisation difficilement délimitée et relevant du domaine de l'économie et la seconde est une entité juridique ayant une personnalité séparée des actionnaires comme propriétaires des placements financiers (parts sociales).[232] Le droit subjectif de propriété de l'actionnaire est certes muni d'une pouvoir politique (participation en assemblée générale à la nomination des mandataires sociaux et l'attribution d'une part des profits réalisés sur proposition du conseil d'administration) mais ne justifie pas pour autant l'adoption du concept de propriété par rapport à la société elle-même comme personnalité morale.[233] La confusion argumentée par Friedman et maintenue par les promoteurs de la vision contractualiste de l'entreprise sert une triple fonction théorique : (1) offrir une justification morale à la privatisation de l'entreprise, (2) limiter la responsabilité de l'entreprise à la non-interférence avec les autres droits

---

[229] Milton Friedman, « *The Social responsability of business is to increase profits* », The New-York Times, 13 Septembre 1970, P.32

[230] Olivier favereau, « La fin de l'entreprise privée » dans « L'entreprise dans un monde sans frontières Perspectives économiques et juridiques », 2015, Mélanges sous la direction d'Alain Supiot.PP.305-320, P. 305

[231] *Ibid,* P.306

[232] *Ibid.*P.307

[233] *Ibid,* P.308

de propriété et (3) justifier économiquement l'objectif de l'entreprise : la maximisation des profits[234]. La théorie des contrats permet ainsi à rendre flou le fait qu'il existe une séparation entre personnalité morale reconnue par le droit par rapport à la société par actions et les gestionnaires. La personne morale de l'entreprise est ainsi fusionnée avec la personne physique des gestionnaires tout en maintenant les bénéfices juridiques attribués à une société par actions.

[146] Cette stratégie au cœur du mouvement contractualiste tente ainsi de ségréger la nature sociale de l'entreprise en l'identifiant avec *l'homo economicus* au cœur de la théorie néo-classique. La défense de la gouvernance privée (*private ordering)* devient une nécessité pour avancer l'indépendance de l'entreprise du droit régulatoire – dont des pouvoirs publics - et à sa soumission au seul but de maximisation du profit des actionnaires. En contrepartie, l'Etat et le droit régulatoire se voient marginalisés.

[147] Olivier Favereau, un des économistes du courant néo-institutionnaliste de l'école régulationiste français expose justement la nature politique de l'entreprise. Il argumente qu'il existe un parallèle entre la structure de l'entreprise et l'Etat, l'attribution de la personnalité morale partielle aux actionnaires et la substitution du rôle de coordination des ressources de l'Etat.[235] Fidèle à la tradition néo-classique, la science économique présente toujours l'économie comme une science dépourvue de certains aspects de science sociale et de comportement humain tel que le pouvoir[236]. Cette neutralité est ainsi transposée dans l'appréhension conceptuelle de l'entreprise. Pourtant force est de constater en référence à l'argumentation d'Olivier Fevereau que l'entreprise s'encastre de loin dans la réalité sociale et politique sur certains points[237]et possède des organes de gouvernance ressemblant à la configuration des pouvoirs publics : l'assemblée

---

[234] Olivier Favereau, « *La fin de l'entreprise privée » dans « L'entreprise dans un monde sans frontières Perspectives économiques et juridiques* », 2015, Mélanges sous la direction d'Alain Supiot.PP.305-320, P. 309

[235] *Ibid*

[236] Jean-Louis Corriéras, *Les fondements cachés de la théorie économique : la science économique à l'épreuve des sciences sociales*, 1998, Paris, L'Harmattan, P.6

[237] Op cit, Olivier Favereau, P. 312 -320

générale des actionnaires évoquant le législatif, le conseil d'administration représentant le pouvoir exécutif et le président du conseil incarnant le président.

[148] La nature politique et sociale de l'entreprise est difficilement réfutable en observation de la capacité des entreprises multinationales à mettre en concurrence des systèmes juridiques à travers le monde pour procurer le système le plus profitable.[238] La croissance du pouvoir de l'entreprise se manifeste d'une manière différente de l'expression du pouvoir public. Olivier Favereau en accord avec Jean Phillipe Robbé identifie la racine historique et juridique de l'entreprise dans l'acte d'incorporation de l'entreprise et la constitution de la responsabilité limitée[239]. En d'autres termes, la combinaison entre la limitation de la responsabilité des actionnaires ainsi que la possibilité d'une concentration du capital au sein de la forme juridique de la société par action constitue le caractère central du pouvoir politique de l'entreprise. La nature du capital financier au-delà de la simple définition en tant que placement financier recèle la clé du pouvoir de l'entreprise. Un détour théorique du concept d'un institutionnaliste américain Thorstein Veblen, dévoile un aspect préliminaire de la nature politique du capital financier comme composant central de l'entreprise moderne. Veblen définit le capital comme « *toute capacité à s'accaparer du revenu quelle qu'en soit l'origine* ».[240] Il est intéressant d'observer que l'essentiel de la pensée de Veblen a été inconsciemment repris par les penseurs du capitalisme cognitif tel que Yann Moulier-Boutang par la délimitation du capital au-delà de la capacité de production génératrice de revenu mais plutôt aux nouveaux modes de contrôle cognitif.[241] Ces derniers identifient une appropriation de la production au sein des réseaux de savoirs et de coopération dénommée sous le terme de la multitude. Cette production en commune par la multitude sera par la suite privatisée par les intérêts privés au pouvoir[242]. Cette vision est validée dans l'observation du

---

[238] *Ibid,* P.316

[239] *Ibid*

[240] Marc-André Gagnon, "*Penser le capitalisme cognitif selon Thorstein Veblen; connaissance, pouvoir & capital*", Revue Interventions économiques [En ligne], 36/2207, mis en ligne le 01 octobre 2007, consulté le 06 août 2016, URL : hhtp://interventionseconomiques.revues.org/569, P.13

[241] *Ibid,* P.14

[242] Michael Hardt et Antonio Negri. *Empire*, Harvard University Press, 2000, Cambridge MA,

fonctionnement et l'historique du capital risque américain comme agent de privatisation et de commercialisation des recherches publiques en particulier des inventions militaires.[243] Le lien entre la montée en importance de la gouvernance privée, la structure de la gouvernance privée et la marginalisation du droit régulatoire au profit de la sphère de l'autonomie privée s'éclaircit. La structure de l'entreprise par le biais de la société par action procède de la privatisation de la production technologique publique par la captation des rentes. Veblen postule l'idée que la capitalisation d'une *going-concern* ou entreprise se fait en deux phases [244]: (1) la capitalisation dans l'équipement industriel en forme d'actif tangible ainsi que le droit de propriété requis pour la production (brevets, copyrights par l'émission d'actions privilégiés et de débentures et (2) la capitalisation dans des actifs intangibles en forme de *good will.* Ce dernier sera par la suite la composition majeure de la capitalisation de la corporation.

[149] Cette constatation de Veblen se conforme à la réalité grandissante des entreprises contemporaines en particulier concernant les *start-up* financées par le capital-risque. La valeur de l'entreprise dépend grandement du *good will* des capital risqueurs investis. Le concept du *good will* ici défini par Veblen comme le suivant:

> « *Good-will taken in its wider meaning comprises such things as established customary business relations, reputations, reputations for upright dealing, franchises and privileges, trade-marks, brands, patent rights, copyrights, exclusive use of special processes guarded by law or secrecy, exclusive control of particular sources of materials. All these items give a differential advantage to their owners, but they are of no aggregate advantage to the community. They are wealth to the individual's concerned – differentiated wealth; but they make no part of the wealth of nations*"

[243] Josh Lerner et Joacim Tag, *Institutions and Venture Capital*, Oxford Journal of Industrail and Corporate Change, Volume 22, Issue 1 pp. 153-182, Doi: 10.1093/icc/dts050, L'article du journal est accessible sur le lien suivant : http://icc.oxfordjournals.org/content/22/1/153.full, P.161

[244] *Op cit,* Marc-André Gagnon, "*Penser le capitalisme cognitif selon Thorstein Veblen : connaissance, pouvoir & capital*", P.9

(Thorstein Veblen. (1996) [1904] *The Theory of Business Enterprise*, Transaction Publishers, New Brunswick, NJ. P.139)

[150] En reformulant, le *good will* se résume en tout actif intangible attribuant un avantage différentiel à l'entreprise. Par la suite Veblen exclut les avantages différentiels protégés par la loi (brevet, franchise ou droits d'auteurs) et le définit comme tout avantage spécial (non-protégé par la loi attribuant un contrôle sur un secteur de l'industrie ou la collectivité en général).[245]

[151] Le concept de *good will* en relation avec l'entreprise (*going concern)* dans le concept Veblenien permet de voir un lien entre les actifs intangibles, l'entreprise et le capital (tout éléments composant l'entreprise portefeuille d'un capital risque). Premièrement la valeur d'un actif (tangible ou intangible) est déterminée par sa capacité à procurer un revenu à leur détenteur.[246] En second lieu, les actifs tangibles représentent la capitalisation du processus de production et finalement les actifs intangibles capitalisent les avantages différentiels dans la sphère de répartition[247]. Les trois points cités permettent d'appréhender ainsi le capital selon Veblen comme « *toute capacité à s'accaparer du revenu quelle qu'en soit l'origine* ». Le capital devient donc un moyen de rente sur une ressource de revenu.

[152] La conceptualisation institutionnaliste de la notion du capital de Veblen revêt une forme plus claire dans la notion de capital financier tel qu'elle sera théorisée par le courant néo-institutionnaliste français. Le capital financier par le biais de l'institutionnalisation de la liquidité par l'échange boursier et un accès systémique à la franchise bancaire permet de capter une rente plus importante tout en assurant la capacité de l'abandon du projet par sortie d'investissement. En addition, dans les sous chapitres suivants, les néo-institutionnalistes français dévoilent encore plus la nature du capital financier et la relation avec le *good will* comme composant de la valeur spéculative fondamentale à l'institution financière.

---

[245] *Ibid,* P.12
[246] *ibid*
[247] *ibid*

[153] Les néo-institutionnalistes français de l'école conventionnaliste avaient compris que la financiarisation reflète une transformation du mode de captation de valeur économique à un niveau fondamental. L'exploration du concept de la monnaie permet de déconstruire la nature politique de l'économie et la concurrence réelle entre le pouvoir politique de l'autorité publique souveraine avec le circuit économique des acteurs privés. L'enchainement des pensées entre la nature de la monnaie et le concept de la liquidité financière propre à l'institution financière démontre que la finalité du processus de financiarisation consiste à s'approprier d'une manière synthétique (en maintenant la nature privée) la propriété de la monnaie souveraine / liquidité monétaire : la réversibilité, l'indétermination et l'intangibilité. La poursuite de cette finalité sera le véritable compas de bord de l'évolution du capital risque comme un des véhicules du processus de l'autonomisation radicale du secteur privé à travers le phénomène de la financiarisation.

[154] La marginalisation du droit régulatoire et de l'intervention de l'autorité publique permet ainsi de privatiser le processus de captation de valeur par le biais de la contractualisation des placements financiers tout en constituant un portefeuille important de *good will* valorisé par l'anticipation spéculative et l'accès à la captation de rente de nature institutionnelle. La plateformisation de l'économie facilite ainsi la captation de rente par la constitution des *going concern* hautement capitalisés en capital financier ayant une gestion contractuelle à l'instar de la gouvernance privée.

[155] Dans la deuxième partie de cette thèse, le fonctionnement du capital risque d'un point de vue juridique démontre les différentes constatations théoriques dans cette partie. La marginalisation du droit régulatoire à travers les différentes exemptions juridiques et dérégulations se révèle nécessaire au fonctionnement de l'institution financière en général et le capital risque en particulier. Ainsi la nature du capital investissement en général en tant que privatisation des revenus industriels par l'usurpation de l'actionnariat se transforme par le biais du capital risque en capitalisation (captation de potentiels

revenus) des moyens de production technologique par une valorisation de nature spéculative hors marchés financiers.

[156] La financiarisation suivie d'une contractualisation de la finance permet ainsi de libérer le pouvoir de rente du capital financier jadis affaibli pendant le capitalisme industriel fordiste et à présent occupant une place centrale dans la production de la valeur économique dans la nouvelle économie.

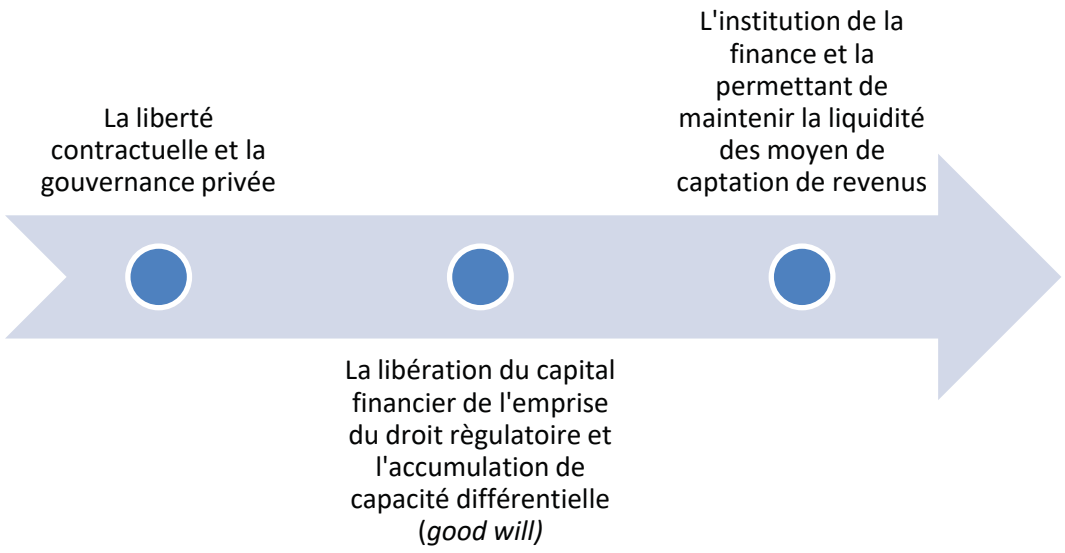


Figure 6 Les éléments de la mutation économique

[157] Le schéma ci-dessus résume le lien entre plusieurs éléments à la base des mutations économiques. Premier élément, l'accroissement des revendications pour une plus grande liberté contractuelle et de la gouvernance privée (*private ordering)* dans la gestion de l'entreprise et dans la constitution des fonds d'investissements alternatifs. Ceci limite l'étendue du droit régulatoire dans le régime de droit financier formé sur le principe de divulgation de l'information. Les investisseurs individuels dispersés investissent à travers les véhicules d'investissements contractuels (les FIA / Fonds d'Investissements Alternatifs) sur

des bases contractuelles[248]. L'exemption à la plupart des obligations du droit financier au vue du caractère professionnel et accrédité des gestionnaires financiers des fonds alternatifs réduit la sphère de contrôle et d'intervention des autorités privées. L'investissement des FIA dans le capital risque engendre une forme de valorisation fondée sur le *good will* et les autres actifs intangibles de nature spéculative mais hors marchés financiers. Pourtant il sera explicité dans le sous chapitre à venir que la liquidité financière nécessitera la constitution institutionnelle de la liquidité financière. En résultat, les garde-fous (*safety valves)* règlementaires érigés en réaction aux crises financières précédentes seront d'une manière évolutive abrogés au profit d'une création d'un quasi-marché financier dépourvu des impositions règlementaires lourdes encombrant l'émission des titres dans les marchés réglementés dédiés aux entreprises publiques.

[158] Par la suite, les différentes théories contractuelles employées par les économistes contractualistes seront abordées pour décrire les mécanismes contractuels au cœur de la gouvernance privée des placements financiers du capital risque. En dépit d'une grande prépondérance de la théorie contractualiste dans le discours économique et juridique Anglo-saxon en particulier américain au détriment du centralisme juridique continental, la ressource théorique se trouve à présent essoufflée face à une confrontation avec les réalités juridiques. Ceci pourrait être vu à travers la mise en cause de la tradition contractualiste dans le droit des sociétés britannique.

[159] Marc T Moore explore deux argumentations des promoteurs du contractualisme face à la réalité juridique et empirique de la présence des règles impératives non dérogeables du droit des sociétés britannique. Les deux argumentations sont : l'optionalité des règles impératives et la reproduction de

[248] Hossein Nabilou, The Alternative Investment Fund Managers Directive and Hedge FundsSystemic Risk Regulation in the EU (November 10, 2013) L'article est accessible sur SSRN sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2352373 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2352373 P.71

l'optimalité des marchés[249]. Le fond théorique des contractualistes américains repose toujours sur l'hypothèse de l'efficience de marché de Fama et la théorie d'agence : les deux éléments maintiennent la supériorité en termes d'efficience allocative des marchés financiers. La vision contractualiste considère les règles de la gouvernance d'entreprise comme le résultat d'un processus de négociations privées entre différents composants de l'entreprise et les règles juridiques servent à reproduire l'efficience des marchés inhibé par les coûts de transactions.[250] Le maintien de l'hypothèse de l'efficience de marché force les contractualistes à supposer l'optionalité des règles juridiques Britanniques[251] puisque dans le cas d'un désaccord avec les clauses impératives, l'entreprise possède la liberté d'incorporer dans une autre juridiction. Cette argumentation contredit les limitations permises par le droit européen - malgré la liberté d'établissement comme acquis européen [252] – de prohiber une entreprise établie en Angleterre d'avoir une place principale en dehors de l'Angleterre[253]. Ce principe connu comme la doctrine du siège principal (*real seat doctrine)* limite l'acte du *forum shopping* ou l'acte de choisir la place d'incorporation offrant le plus grand bénéfice d'un point de vue juridique malgré la déconnection de la place avec la place principale des affaires.[254] L'argumentation selon laquelle le droit impératif applicable aux sociétés aux Royaume-Uni comme étant une créature de l'ordonnancement privé retrouve ainsi ses limitations.

[160] La deuxième argumentation consiste dans la notion de reproduction de l'optimalité des marchés. Cette argumentation en soi est profondément contradictoire puisqu'elle reconnaît les limites de la rationalité des co-contractants et la capacité des contrats à produire un résultat efficient et optimal.[255] En

---

[249] Marc T. Moore, *Private Ordering and Public Policy : The Paradoxical Foundations of Corporate Contractarianism*, Oxford Journal of Legal Studies, Vol. 34, No. 4 (2014), pp. 693-728 doi : 10.1093/ojls/gqu006

[250] *Ibid,* P. 695

[251] Le UK Companies Act 2006

[252] L'affirmation de la liberté d'établissement en droit européen peut être retracée dans le cas de Centros C-212/97 Centros Ltd v Erhvervs – og selskabsstyrelsen [1999] ECR I-1459

[253] Cette restriction est observable dans le cas Case C-210/06 Cartesio Oktato es Szolgaltato bt [2009] ECR I-9641 ('Cartesio'); Case C-81/87, The Queen v HM Treasury and Commissioners of Inland Revenue, ex parte Daily Mail et General Trust plc [1988] ECR 5483 ('Daily mail')

[254] *Op, cit* . Marc T. Moore, P. 709

[255] *Ibid* P. 711

addition, cette argumentation se heurte à la vision purement hypothétique sur la rationalité des cocontractants et une reconnaissance de l'efficience des choix des régulateurs dans la formulation des règles impératives du droit.[256]

[161] Les deux argumentations contractualistes tentent en effet de maintenir la vision de l'entreprise comme une « *nexus of contracts* » ou un nœud de contrats. Cette vision coïncide avec la propagation de l'idée de la supériorité de l'ordonnancement privée et son implémentation dans la gouvernance et l'efficience des marchés. Les limites théoriques s'expliquent par l'approche intellectuelle opérée par les contractualistes dans la tentative de pénétrer la boite noire de l'entreprise. En réduisant l'entreprise à une interaction des micro-agents, chacun contribuant par ses apports à la production de l'entreprise (capital, dette capital social etc.), la vision néo-classique des agents rationnelle peut être maintenue.[257] Pourtant cette vision réduit l'aspect collectif de l'entreprise en cachant la double protection juridique. Premièrement, le contractualisme peint l'image de l'investisseur-actionnaire en tant que *residual risk bearer* ou une personne assumant la totalité des risques périodiques des opérations de la firme.[258] L'investisseur-actionnaire se trouve donc dans l'incertitude radicale en termes de rentabilité des placements financiers en rentrant dans un contrat incomplet avec l'entreprise. Pourtant la vision contractualiste de l'entreprise minimalise l'occurrence d'une obtention du pouvoir politique par les actionnaires sur la composition du conseil d'administration ainsi que le droit *ex-post* de poursuite judiciaire contre le conseil d'administration en se fondant sur le principe des obligations judiciaires des directeurs (*directors fiduciary principal).*[259]

[162] La primauté du régime de protection des actionnaires dans la tradition anglo-saxonne est en fait confirmée d'un point de vue institutionnel et pratique des marchés mais toujours est-il que le droit commercial et le droit des sociétés des pays *common law* reconnait juridiquement que le droit de propriété des actionnaires se limite aux actions et ne s'étend pas aux actifs de

[256] *Ibid* P.713
[257] *Ibid* P. 699-700
[258] *Ibid* P.701
[259] *ibid*

l'entreprise.[260] Il existe donc une disjonction entre le droit et la pratique.[261] Cette dernière étant en effet fortement influencée par la théorie de l'efficience des marchés et les théories contractualistes américaines.

[163] La financiarisation de l'économie et le déclin de la technocratie de l'entreprise industrielle depuis les années 1970 avaient trouvé une justification théorique dans la théorie de l'efficience de marché suivie de la réification de la supériorité de l'ordonnancement privé et les marchés par les théories contractualistes. L'effet néfaste du phénomène de la financiarisation sur les grandes entreprises manifesté par une montée d'inégalité causée par un transfert de richesse des travailleurs à l'actionnariat résulte de la privatisation de l'entreprise devenue l'expression de l'intérêt privé.[262] Pourtant ce modèle avait retrouvé une niche établie dans le capital risque et le financement des entreprises *start-up* innovantes. La marginalisation du droit régulatoire au profit de l'extension de la sphère de l'ordonnancement privé s'accompagne par l'expansion de la sphère de la liquidité financière. L'entreprise à présent est devenue par excellence l'expression de l'intérêt privé soumise pleinement à la gouvernance des marchés financiers ou les quasi-marchés financiers. Ceci en prenant en compte que ces derniers deviennent de plus en plus contractualistes et hors de la supervision des autorités publiques.

[164] Dans les sous chapitres suivants, nous aborderons les différentes théories contractualistes et le rôle de ces théories à créer une gouvernance privée axée sur le marché et pourvoyeur de liquidité financière comme finalité recherchée dans la logique opératoire d'institutions financière.

---

[260] Simon Deakin, « *Le modèle anglo-américain de l'entreprise : mythe et réalité dans « L'entreprise dans un monde sans frontières Perspectives économiques et juridiques* », 2015, Mélanges sous la direction d'Alain Supiot.PP.179-189, P.183

[261] *ibid*

[262] *Ibid,* P.187

Chapitre III

Le néo-institutionnalisme américain et le capital risque

Section I. Le courant théorétique contractualiste américain: Le TDP, TCT, TIC

[165] En se rappelant que l'analyse économique du droit repose sur une approche inspirée de la micro-économie, l'emploi des outils spécifiques de l'économie inspiré par les mêmes sources s'avère pertinent. Parmi le vaste corpus théorétique offert par la science économique, une théorie attire particulièrement l'attention pour sa proximité avec le concept de l'innovation en général et le financement de l'entreprise innovante en particulier. Cette théorie est connue comme faisant partie de la théorie de contrats (*contract theory)* dont l'étude est particulièrement élaborée dans les écoles de l'ingénierie financière, la faculté de la gestion des affaires et les *business schools.* Un domaine spécifique emploie d'ailleurs fortement cette théorie : le domaine de la gestion stratégique des organisations. La théorie est connue sous l'appellation de la théorie des contrats Incomplets.

[166] Pour pouvoir comprendre la relevance de cette théorie, il faudra d'abord remonter à la conceptualisation économique de gouvernance de l'entreprise. L'approche contractuelle poursuit l'objectif de définir une forme d'organisation la plus efficiente en dépit des limites contextuelles telles que la variable informationnelle. Les différentes théories de l'école contractuelle possèdent pourtant un dénominateur commun : les rapports contractuels entre individus libres comme rapport économique de fond. La firme s'analyse donc en tant qu'un « nœud de contrats » entre individus. Les théories varient selon l'approche contractuelle prise en fonction des interactions (rationalité limitée ou parfaite) et l'hypothèse sur le niveau d'information dont dispose les agents (information parfaite ou limitée). La théorie des contrats reprend les aspects

fondamentaux de l'approche néoclassique de la firme en révisant certains points. Il existe trois approches contractuelles principales : la théorie des coûts de transactions, la théorie des incitations / théorie d'agence et la théorie des contrats incomplets.

[166] Mais préalablement, il est nécessaire d'aborder la théorie des droits de propriété et la théorie d'agence constituant deux approches importantes à l'appui de la théorie de gouvernance de l'entreprise. La théorie des coûts de transactions et la théorie des contrats incomplets suivront.

A. La Théorie des Droits de Propriété et La Théorie de l'Agence

[167] La théorie des droits de propriété (TDP) et la théorie de l'agence (TA) / théorie des incitations constituent des fondements solides pour appréhender l'émergence du concept de gouvernance d'entreprise.[263] La théorie de propriété postule que les droits de propriété constituent une forme d'institution sociale délimitant les privilèges des individus pour des actifs spécifiques. Cette théorie a été soutenue pour la première fois par Adam Smith dans sa transposition de gouvernance des sociétés par actions dans laquelle existe une séparation entre le management assurant la gestion et les actionnaires ayant un rôle passif de perception de dividendes. Cela démontre l'importance du droit de propriété dans la phase embryonnaire de la gouvernance de l'entreprise[264]. Par la suite, inspirée par la théorie de propriété, la théorie positive de l'agence connaît un début. Alchian et Demsetz procèdent à une approche conceptuelle dite de l'approche *Principal-Agent*. Le cadre opératoire de la théorie repose sur la notion de coordination et de contrôle appliquée à la gestion des organisations et centrée sur

[263] Darine Bakkour. L'approche contractuelle du concept de gouvernance. Etudes et Syntheses Laboratoire Montpelliérain d'Économie Théorique et Appliqué Unité Mixte de Recherche (LAMETA UMR). ES n°2013-04. P.4

[264] Peer C. Fiss, *Institutions and Corporate Governance* (April 25,2007), L'article est accessible sur SSRN sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=1003303 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1003303 P.6

les dirigeants.[265] La théorie d'agence construit une configuration de la firme comme un « nœud de contrats» implicite et explicite régissant les relations entre la firme et ses principaux partenaires. La relation d'agence révèle des problèmes récurrents propres à la coordination pouvant nuire à l'imperfection du bon fonctionnement des marchés concurrentiels et en particulier de la coordination entre agents économiques. L'asymétrie d'information réside au cœur des imperfections (*market failures)* des marchés. L'asymétrie d'information peut être définie comme une condition dans laquelle il existe une divergence d'intérêt entre une partie informée et une autre non-informée.[266] La partie informée sera alors tentée d'exploiter à son avantage l'information à sa disposition. Ceci se divisera alors en deux situations d'asymétrie d'information : les situations d'anti sélection et le problème d'aléa moral. La situation d'anti sélection prend lieu avant la signature d'un contrat entre les deux parties tandis que l'aléa moral est rencontré après la signature des contrats.

[168] La théorie positive de l'agence forme un cadre analytique autour de l'arrangement institutionnel optimum dans le but d'obtenir une mode de coordination efficace. L'approche inclut des mécanismes contractuels et institutionnels mettant accent sur les mécanismes de rémunération et d'incitation. La théorie des incitations fait partie du cadre de la nouvelle microéconomie et particulièrement l'économie de l'information. La théorie d'agence maintient l'hypothèse néoclassique de rationalité parfaite des agents. La configuration des relations dans la théorie d'agence se fait comme suit. Il existe deux parties en relation, la première le Principal entre en une relation de délégation de pouvoir avec un agent. La relation est ainsi sujette à l'asymétrie d'information. Dans la théorie de la gouvernance de l'entreprise, l'actionnaire remplit le rôle du Principal déléguant ainsi la tâche des prises des décisions avec le manager en tant que l'Agent. La délégation subit alors l'état de l'imperfection de l'information. Ceci prend la forme en sorte que le Principal n'obtient accès qu'à un niveau

---

[265]Brousseau, E. et, Glachant, J-M, 2002, *The Economics of Contracts ; Theories and Application*, Cambrigde University Press, United Kingdom, 584 pp

[266] Anne Corcos et François Pannequin, « *Les asymétries d'information* » dans La documentation Française, Problèmes économiques, Février 2015 numéro 7 intitulé « *Comprendre L'économie 1, Concepts et mécanismes* » pp.58-64.P.58

d'information limité sur les caractéristiques de l'Agent (Anti sélection / Sélection contraire) ou que le comportement de l'Agent est observable mais d'une manière imparfaite (aléa moral / risque moral).

[169] En addition à l'imperfection des marchés causée par l'asymétrie d'information, la poursuite de la maximisation des intérêts personnels des parties engendre des coûts d'agence par rapport aux actions prises pour remédier aux imperfections. Les coûts peuvent être classifiés en trois types [267]:

- Les coûts de contrôle, de surveillance ou d'incitation subis par les Principale dans une tentative d'orienter le comportement de l'agent
- Les coûts d'obligation ou de dédouanement supportés par l'agent pour prouver son *compliance* à l'agent
- Les coûts résiduels ou d'opportunité subis par cause d'une existence déviance non-compensée par les coûts d'obligation

[170] La théorie d'incitations présente ainsi les organisations comme des « nœuds de contrats », écrits ou non écrits entre une partie détentrice de facteurs de production et des clients. Le but serait alors de structurer le contrat selon une configuration générant des résultats optimaux tout en minimisant les coûts d'agence. La théorie de la gouvernance actionnariale de l'entreprise transpose la théorie d'agence et d'incitation dans la configuration régulant la relation entre les actionnaires et les dirigeants au sein de la société par actions. Le conflit d'intérêt se manifeste par la poursuite d'une maximisation des dividendes recherchée par les actionnaires et la maximisation de son salaire et les prérogatives attachées à son statut de dirigeant poursuivie par le manager. La théorie d'agence ou d'incitations propose donc un mécanisme d'alignement des intérêts des deux parties en plein conflit. Une des solutions serait l'usage des *stock-options* et d'autres mécanismes liant la performance au travail avec le taux de rémunération. La théorie suppose en effet que les intérêts des actionnaires et les dirigeants ainsi

[267]Jensen, M. et Meckling, w,"*Theory of of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* », 1976, Journal of Financial Economics 3, pp.305 -360

que l'employeur et les salariés puissent converger en attribuant des actions d'entreprise dans l'élément compensatoire des salaires.

[171] Pourtant ainsi que cela sera démontré par la suite à travers le phénomène de la financiarisation, les mesures d'alignement et d'incitations incluant l'usage des actions engendrent des problèmes puisque les dirigeants ainsi que les employés adoptent la rationalité spéculative accablant les actionnaires eux-mêmes.[268]

B. La Théorie des Coûts de Transactions, la théorie des contrats incomplets et l'incomplétude contractuelle

[172] Une autre approche contractuelle serait la théorie des coûts de transactions. Cette théorie tente d'élucider la question existentielle de la nature de la firme. Ronald Coase en 1937 dans son article postule que « *la firme est un mode de coordination des transactions alternatif au marché* »[269]. Le marché est ainsi concurrencé par la firme comme mode de coordination des transactions et de production par le fait qu'il existe des coûts à recourir au système de prix des marché connu sous le terme de « coûts de transactions »[270]. Les coûts peuvent être localisés sur plusieurs niveaux : les coûts de recherche d'information, le coût de négociations des contrats, et les coûts d'une répétition du procès de contractualisation. Un point important souligné par Williamson distinguant le marché et la firme réside dans le système de coordination. Le marché dépend d'un système de coordination fondé sur le prix tandis que la firme intègre un système de coordination administrative structuré par l'autorité et la hiérarchie. Ronald

---

[268] Patrick Bolton, Wei Xiong et Jose A. Scheinkman, *Executive compensations and Short-termist Behavior in Speculative Markets* (November 13, 2005) L'article est accessible sur le SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=391881 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.391881 P.3

[269] R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, *Economica,*New Series, Vol. 4, No.16, (Nov., 1937), pp.386-405, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/2626876 P.388

[270] *Ibid,* P.390

Coase rappelle que la caractéristique définissant la firme reste l'autorité.[271] En considération du fait que la coordination par gestion internalisée (*intra-firm*) des transactions engendre autant de coûts de transactions, la firme trouvera toujours sa justification à condition que ce coût de coordination interne reste inférieur au coût d'une coordination marchande.

[173] Les travaux de Ronald Coase seront par la suite continués par Olivier Williamson[272]. Ce dernier élabore et explicite les contours du concept de coût de transaction. La contribution d'Olivier Williamson permet de déterminer les conditions dans laquelle la firme s'impose comme moyen de coordination préférable par rapport à un recours au marché. Pour cela, Olivier Williamson, postule deux hypothèses relatives aux comportements des agents. En premier lieu, Williamson propose une vision limitée de la rationalité des agents économiques. Ceci est une dérogation à l'hypothèse de l'information parfaite adoptée par la théorie néo-classique. Ainsi les capacités économiques des agents sont fortement réduites et dépendantes de l'état de l'environnement. Dans le cas où il subsiste des complexités particulières, les agents se trouveront dans l'incapacité d'envisager la totalité des événements possibles et d'une manière subséquente sont incapables de calculer les conséquences respectives de chacune de leur décision. En second lieu, la rationalité limitée accablant les agents économiques amènent ces derniers à adopter un comportement de nature opportuniste dans le but de favoriser ses propres intérêts. Les coûts de transactions résultant des actions prises en vue de réaligner les actions des agents engendrent des coûts de transactions.

[174] En parallèle, Olivier Williamson formule aussi des caractéristiques des transactions résumées à (1) la spécificité des actifs, (2) la notion d'incertitude et (3) la fréquence des transactions[273].

[175] La spécificité des actifs se réfère à un type d'actif nécessitant des investissements spécifiques, durables et effectués dans le but de remplir une

---

[271] *Ibid,* P.392

[272] Olivier Williamson, *Transaction Cost Economics: the Governance of contractual relations*, *Journal of Law and Economics,* 1979, Vol. 22, No. 2 (Oct., 1979), pp. 233-261 Le journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/725118.

[273] *Ibid,* P.239

transaction particulière non redéployable sans coûts supplémentaires vers des usages alternatifs. L'incertitude en forme de perturbations exogènes à la transaction encombrant les conditions de réalisation des transactions constitue aussi une source de coût de transaction. La fréquence des transactions se réfère au risque d'opportunisme en cas de répétition d'une transaction.

[176] En vue des éléments de l'hypothèse formulée par Williamson citée ci-dessus, il postule que la firme devient un système contractuel particulier en forme d'arrangement institutionnel caractérisé par un principe hiérarchique permettant la direction de l'entreprise et les prises de décision pour affronter l'incertitude contractuellement non-prévisible. La firme permet ainsi de limiter les risques d'opportunisme dans le processus de coordination des transactions et de production industrielle. L'hypothèse de Williamson se formule en divisant la mode de coordination en quatre niveaux : (1) Le Marché[274], (2) Le contrat avec arbitrage[275], (3) Le contrat bilatéral[276] et (4) L'internalisation dans la firme[277]. Le marché devient la mode de coordination privilégiée dans le cas où une transaction est d'une fréquence occasionnelle, l'objet de transaction est parfaitement délimité et le niveau d'incertitude faible. Le marché nécessite aussi que les transactions soient de nature impersonnelle. Le contrat avec arbitrage est adapté à un type de relation se déroulant à long terme donc exclu à un recours au marché pour cause d'incertitude forte. Pour éviter que les actes opportunistes et les conflits d'intérêts de prendre place, les contrats de ce type prévoient l'arbitrage d'un tiers. Le contrat bilatéral est défini par un grand niveau d'autonomie entre les contractants. Ce contrat est considéré comme une forme de contrat hybride mélangeant des éléments de coordination des marchés et la firme. L'internalisation est aussi sous la forme de l'intégration verticale et horizontale. Ce mode de coordination se définit par un haut degré d'incertitude. La firme devient le mode de coordination par excellence pour les transactions répétées, dans un environnement ayant un haut niveau d'incertitude et les actifs mobilisés à caractère très spécifiques.

---

[274] *Ibid,* P.247
[275] *Ibid.*P.249
[276] *Ibid,* P.250
[277] *Ibid,* P.252

[177] Il est ainsi possible de résumer que l'économie des coûts de transaction consiste en une analyse de l'organisation économique sous l'angle des relations contractuelles. Cette approche avance que les individus dotés d'une rationalité limitée et confrontés à l'incertitude générée par l'environnement opérationnel procède à travers les relations contractuelles des différentes transactions, pour définir le choix de structure organisationnelle et de gouvernance ayant le coût de transaction le plus bas pour encadrer les différents type de transactions.[278] L'approche forme trois catégories génériques de gouvernance : les « marchés », les « hiérarchies » et les « forme hybrides » ainsi que les « bureaucraties ».

[178] L'emploi des contrats comme moyen de coordination des relations et de gestion de coûts ramène au premier plan le rôle et l'importance des contrats. Le Théorie des Contrats Incomplets (TCI) apparaît dans cet environnement théorétique. Au départ le TCI aborde les problèmes d'allocation des droits de propriété par rapport à l'incitation à l'investissement et à la répartition du surplus résiduel.[279] Le père fondateur de cette théorie est Hart (1986). La théorie identifie plusieurs notions centrales. Premièrement, la notion d'existence d'un contrat hypothétique parfait connu sous le terme de Contrats Contingents Complets (*Complete Contingent Contracts / CCC/ Arrow-Debreu* Contracts*).* Le CCC est un contrat prenant en compte la totalité des événements futurs pouvant affecter la relation contractuelle.[280]Le CCC assume que tout événement futur puisse affecter la relation contractuelle. La nature hypothétique du contrat résulte de l'impossibilité pratique de formuler un contrat parfait tel que le CCC avant la phase d'exécution du contrat (*ex-ante).* Le coût de formuler un contrat intégrant toutes les possibles conditions du monde (Contrat Contingent Complet) sera hautement prohibitif.[281] Les Agents ne peuvent pas anticiper toutes les obligations liées aux états de la nature possibles. Cette condition d'être dans l'impossibilité de

---

[278] Oliver Williamson, *Contract and Economic Orgnization*, Revue d'économie industrielle 92, 2e et 3e trimestres, 2000, 55-66

[279]Darine Bakkour ; *Op cit.* P. 9

[280] Richard Craswell, 1999, 4000 *Contract Law: General Theories*, P.1

[281] Oliver Hart and John Moore*, Foundations of Incomplete Contracts*, The Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 1, Special Issue : Contracts (Jan.,1999) pp.115-138, Le Journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/2566951, P.115

structurer un contrat complet entre les Agents résulte d'une incomplétude contractuelle.[282]Les sources de l'incomplétude contractuelle sont liée à la nature des Agents et à l 'environnement contractuel *inter alia*[283] *:* (1) La Rationalité limitée ; (2) L'incertitude (au sens de Knight, 1921) et la complexité environnementale auquel sont confrontés les agents.

[179] La théorie des contrats incomplets repose sur le concept de renégociation en cas de l'occurrence d'un imprévue en vue d'une interprétation ou d'une renégociation des termes du contrat. L'hypothèse de l'incomplétude contractuelle rejoint l'hypothèse de Williamson dans sa théorie des coûts de transactions sur la rationalité limitée des agents. Pourtant, il existe une différence entre la solution proposée par la théorie des coûts de transactions et la théorie des contrats incomplets. Williamson postule que dans les situations imprévues, l'autorité des dirigeants garantit un pouvoir discrétionnaire permettant une prise de décision pour mitiger les situations non prévues par le contrat[284]. La théorie des contrats incomplets maintient le postulat de la théorie du droit de propriété et dans ce cas l'affectation de droits de propriété attribue le droit au propriétaire de disposer des ressources face à une situation d'incertitude[285].

[180] Une taxinomie compréhensive de l'incomplétude contractuelle permet d'identifier six formes d'incomplétude contractuelle[286] :

(1) L'Incomplétude stratégique
(2) L'Incomplétude accidentelle
(3) L'Ignorance
(4) L'Incomplétude Inexorable

---

[282]Chabaud, D., Glachant, J_M, Parthenay, C. et Perez, Y. (2008), *Les grands auteurs en économie des organisations*, ems Management & Société, Coll. Grands Auteurs, Paris, P.292

[283]M Hand Farès et Stéphane Saussier, Coûts *de Transactions et Contrats Incomplets*, Revue Française de l'économie, Volume 16 N°3, 2002, Pp.193 – 230, P.198 accesible sur http:// Persee.fr

[284] Olivier E. Williamson, *The Theory of the Firm as Governance Structure: From choice to contract*, Journal of Economic Perspectives Volume 16, Number 3 – summer 2002 pp.171-195, P.180

[285] *Ibid*

[286] Simon A.B. Schropp, *Trade Policy Flexibility and Enforcement in the WTO: A Law and Economics Analysis*, 2009, Cambridge: Cambridge University Press, P. 69-73

(5) Type A ou incomplétude efficient

(6) Type B ou incomplétude nécessaire

[181] **Le premier type d'incomplétude est l'incomplétude stratégique**. L'incomplétude stratégique est due à l'asymétrie dans l'observabilité des certains états de nature. La détention par motivation stratégique d'une forme d'information « privée » (une occurrence ou une contingence par une ou les deux des parties des contractants). En raison de la nature non-observable *ex-ante* ou la non-vérifiabilité par un tiers d'une occurrence pourtant observable, les parties peuvent toujours s'adapter sans pour autant l'inclure dans un contrat[287]. Cette condition est la racine de l'impossibilité de structurer un contrat de contingence complet (*Complete Contingent Contract).*

[182] **Le second type d'incomplétude prend la forme d'une incomplétude accidentelle**. La cause de fond de cette incomplétude est de nature linguistique liée au rendu écrit du contrat. L'illustration adéquate serait l'incertitude causée par une ambivalence des termes employés pour désigner une forme de contingence[288]. Il en résulte que l'incertitude portant sur les actions en découlant de l'ambivalence est désignable sous le terme de « *l'ambigüité* ».

[183] **Le troisième type d'incomplétude est désigné sous le terme de « ignorance »**. La cause de ce type d'incomplétude est l'impossibilité de prédire une forme de contingence au moment de la formulation du contrat (*unforeseeability)*.[289] Cette forme d'incomplétude est un des arguments critiques face à l'hypothèse de la 'rationalité absolue' largement acceptée par les économistes néo-classiques.

[184] **La quatrième forme d'incomplétude est l'incomplétude inexorable**. Les caractéristiques de ce type d'incomplétude sont particulières. Elle incombe aux conditions dont les résultats peuvent être prédits *ex ante* mais une difficulté persiste concernant l'attribution d'une probabilité à l'occurrence[290].

---

[287] *Ibid,* P.69
[288] *Ibid.*P.70
[289] *Ibid,* P.71
[290] *Ibid,* P.72

[185] **Le cinquième forme d'incomplétude est l'incomplétude type A ou incomplétude efficiente**. Ce type d'incomplétude est un résultat des considérations d'efficience liées au coût de la rédaction d'un contrat incomplet. Si dans un contrat les variations en forme des contingences, la magnitude des effets et la probabilité distributive de l'occurrence sont connu *ex ante* alors il serait profitable pour les contractants d'opter pour une incomplétude contractuelle[291]. Ce type d'incomplétude est aussi présent dans le cas où les contingences sont extensives et subtiles ou composées de contingences importantes en nombre mais à probabilité d'occurrence faible. Les contingences sont probablement prises en charge d'une manière non-contractuelle précédant la rédaction du contrat.

[186] **La dernière forme d'incomplétude contractuelle est l'incomplétude type B ou incomplétude nécessaire.** La configuration suivante est la cause de l'incomplétude : la condition contractuelle dans laquelle les résultats ainsi que la probabilité attribuée aux résultats d'une contingence peuvent être spécifiés mais une des parties détient l'accès d'une manière asymétrique à l'information privée[292]. Les parties se trouvant dans cette condition sont en conséquent privées de la possibilité de rédiger un contrat de contingence complet et aussi de la possibilité de structurer des mécanismes d'incitation pour remédier à l'incomplétude.

[187] Il existe quatre principales solutions pour remédier à l'incomplétude contractuelle[293] :

(i) La minimalisation des lacunes (*gaps)* par une formulation de contrats plus compréhensive. Cette stratégie tente de créer un substitut en forme de contrat de contingence complet.

(ii) Mitiger l'incomplétude par la formulation des mécanismes de flexibilité. Cette solution vise à reproduire en effet les vertus d'un contrat de contingence complet (CCC) par la rédaction des règles

[291] *Ibid,* P.72-73
[292] *Ibid,* P.74
[293] *Ibid,* P.85

procédurales contractuelles de flexibilité en forme de règles par défaut et des mesures de contingences.

(iii) Une tentative de réduire les sources de controverse en ajoutant un langage contractuel additionnel et une forme de contractualisation relationnelle (*relational contracting).* Cette stratégie repose sur des moyens non contractuels de renforcer l'exécution du contrat.

(iv) La délégation de la tâche de combler les lacunes (*gap filling)* et les imperfections (incomplétude) des contrats à une troisième partie. Cette dernière stratégie consiste à désigner une partie tierce avec le devoir de combler les lacunes contractuelles (*gap filling).*

[188] Hart et Moore avaient initialement formulé la théorie des contrats incomplets pour formaliser une analyse sur l'intégration verticale de la théorie des coûts de transaction [294]. Néanmoins, la théorie intégrant le concept de renégociations des contrats, se sépare de la vision des théories de coûts de transactions[295]. La théorie des contrats incomplets postule qu'une imperfection (une pénurie) de l'information existe malgré la symétrie de l'information. Pour cause de l'impossibilité d'une vérification *ex post* de l'état réel de certaines variables caractéristiques des relations entre les cocontractants alors seule la possession (droit de propriété) sur les actifs permet d'exercer un contrôle *ex post.* La centralité de la notion de droit de propriété sur les actifs dans la théorie des contrats incomplets s'explique à travers la définition de la firme selon cette théorie : « *une collection des actifs non humains détenus par les individus constituant la firme* ».[296]

[189] La théorie des contrats incomplets s'installe dans un cadre plus vaste du corpus théorétique de la théorie d'incitation et du contrat. En se référant aux fondations de la notion de droit de propriété. Dans le processus théorétique,

[294] Olivier Hart et John Moore, *Property Rights and the Nature of the Firm*, Journal of Political Economy, 98 (6): 1119-1158, 1990, Doi:10.1086/261729, Le journal est accessible sur http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:3448675

[295] *Ibid,* P.1122

[296] *Op cit,* 2014*, Les théories économiques de l'entreprise*, P.23

une voie d'analyse alternative commence à être pavée et se détache de l'incomplétude développée à partir des théories des coûts de transactions.[297] Ce développement favorise la thèse de l'in vérifiabilité par la tierce partie (le Juge) malgré la reconnaissance d'une information partagée et connue par les parties à l'exclusion du juge[298]. Ainsi, l'asymétrie d'information existe entre le juge et les parties contractantes. Ce développement reconnaît encore la notion de rationalité limitée de l'ensemble des parties comme source de l'incomplétude contractuelle.

[190] À travers l'élaboration de la théorie des contrats incomplets, il est possible de postuler que l'incomplétude contractuelle est une déficience liée à l'occurrence des conflits d'intérêts et à l'imprévisibilité des futures contingences. Pourtant, certaines recherches contemporaines dans le domaine de la théorie contractuelle avancent une perspective différente. L'incomplétude confrontée par les contractants est retraduite comme une des opportunités stratégiques permettant à l'organisation de procéder à une acquisition de savoir par l'apprentissage organisationnel. [299] Loasby conceptualise les marchés comme une institution permettant la préservation des options pour des contrats futurs tandis que les firmes sont des institutions constituant des contrats pour des options futures.[300] En conséquence, les marchés à travers le mécanisme de compétition et des possibilités de sortie maintiennent la flexibilité des agents économiques tout comme dans pour les firmes, le recours aux contrats incomplets préserve la flexibilité.

---

[297] *Ibid*

[298] Camille Chaserant, "*Les Fondements incomplets de l'incomplétude: Une revue critique de la théorie des contrats incomplets*", L'Actualité économique, vol.83,n°2,2007, pp.227-253, DOI:10.7202/01757ar, Le Journal est accessible sur http://id.erudit.org/iderudit/017518ar. P.228

[299] Nicolai J. Foss, Incomplete *Contracts and Economic Organization: Brian Loasby and The Theory of the Firm*, 1997, Danish Research Unit for Industrial Dynamics (DRUID) Working Paper No. 97-11, P.24

[300] *Ibid,* P.30

Section II. La taxinomie de l'incomplétude contractuelle et les contrats relationnels

A. l'incomplétude contractuelle : flexibilité et discrétion

[191] Le concept de flexibilité à travers la coordination contractuelle représente un élément important puis qu'il démontre la finalité poursuivie par la gouvernance contractuelle. La perspective de Loasby repositionne l'incomplétude contractuelle en vertu stratégique par la garantie de flexibilité dans la confrontation avec l'incertitude. En relation à ceci, le concept de *real option* largement utilisé dans le domaine des contrats financiers est retranscrit dans l'organisation non financière. En d'autres termes, la firme comme un contrat incomplet devient un portefeuille de *real options.*[301] Concrètement, les options mises à disposition à travers la firme prennent la forme de l'option sur le produit, le temps de production et l'implémentation de production.[302]

[192] Le concept de *Real Options* est largement utilisé dans la pratique et la théorie de capital-risque. *Real Options* peut être défini comme une option résultant d'une condition dans laquelle une décision subséquente à cette condition se révèle être couteuse à reverser.[303]La flexibilité décisionnelle réside au cœur de ce concept.[304] L'approche est de nature heuristique avec l'attribution d'une probabilité à un scénario de décision.

[193] Il existe deux types d'options : (1) le *Call options* ou option d'achat et (2) le *Put option* ou options de vendre. Dans les marchés financiers, l'option d'achat est définie comme un contrat permettant à son souscripteur d'acquérir un instrument financier concerné (sous-jacent) à un prix à l'avance selon un prix d'exercice (*strike)* et une date prédéterminée désignée comme date de maturité du

---

[301] *Ibid*

[302] Ron Sanchez, "*Strategic Flexibility, Firm Organization, and Managerial Work in Dynamic Markets: A Strategic Options Perspective*," Advances in Strategic Management 9, 1993, pp.251-291, P.276

[303] Andrew Metrcik et Ayako Yasuda, *Venture Capital & the Finance of Innovation*. Second edition. 2011, New Jersey, Wiley Publications, P. 378

[304] *Ibid,* P. 398

call[305]. L'option de vente au contraire est définie comme un contrat permettant à son souscripteur de vendre un instrument financier concerné (sous-jacent) à un prix à l'avance selon un prix d'exercice (*strike)* et une date déterminée désignée comme date de maturité du *put*[306].

[194] Les *real options* peuvent être présentés en six types principaux tels que les suivant[307]:

Les *Call Options*

- **L'option de retarder (*the option to delay)*** : cette option permet de retarder la continuité d'un projet pendant une période de temps durant laquelle les investisseurs réévaluent leur stratégie.
- **L'option d'étendre (*the option to expand)*** : cette option permet à l'investisseur d'ajouter la capacité productrice du projet en accord avec l'état du marché.
- **L'option de poursuivre (*option to extend)*** *:* Cette option permet de maintenir un projet actuellement non-productif mais ayant une probabilité d'accroître en rentabilité dans le temps à venir.

Les *Put Options*

- **L'option d'abandonner (*the option to abandon)***: Cette option consiste à poursuivre le projet, cependant l'option d'abandonner le projet reste ouverte.
- **L'option de réduire (*the option to shrink)*** : Cette option permet à l'investisseur de réduire la capacité après une période d'attente

[305] Didier Marteau, *Les marchés de capitaux*, 2e édition, 2016, Paris : Armand Colin, P.51

[306] *Ibid*

[307] *Op cit* Andrew Metrcik et Ayako Yasuda, 2011,P. 381-382

Une Combinaison des options

L'option d'changer (*option to switch)* : Cette option est constituée d'une combinaison de *put options* et de *call options.* L'investisseur se permet de considérer selon l'occurrence dans l'état de nature et des nouvelles informations une variété de décision.

[195] La logique des *options* reflète ainsi l'essence de flexibilité poursuivie à travers la rédaction d'un contrat dans un milieu hautement incertain. La possibilité de renverser une décision en contingence selon l'occurrence d'un état de nature ou une nouvelle information apporte à l'investisseur un coût d'investissement amoindri.

B. les contrats relationnels

[196] Dans le sous-chapitre précédent, nous avons délimité une solution à l'incomplétude contractuelle : la contractualisation de type relationnelle. Dans le développement des stratégies contractuelles intra-firme, une nouvelle pratique apparaît : l'incomplétude contractuelle en conjonction avec la contractualisation relationnelle. Le paysage de l'architecture industrielle actuelle est caractérisé par une désintégration de la production physique en chaine de sous-traitant et un réseautage de l'entreprise en « plateforme » d'organisation de production.[308]

[197] La trajectoire développementale des innovations technologiques disruptives est non-linéaire. Ceci diffère grandement de la logique d'approche dominante sous le modèle fordiste ou chandlerian durant laquelle la compétitivité dépend grandement de la continuité de l'amélioration d'un savoir-faire acquis[309]. Pourtant dans l'environnement technologique actuel, la linéarité des innovations

[308] Ronald J. Gilson, Charles F. Sabel et Robet E. Scott, 2008, *Contracting for Innovation : Vertical Disintegration and Interfirm Collaboration*, Law Working Paper N°118/2008 Decembre 2008, European Corporate Governance Institute (ECGI), Forthcoming 109 Colum, L. Rev. (Avril 2009), Le Journal est accessible sur http://ssrn.com/abstract=1304283, P. 9

[309] *Ibid,* P.11

devient un fardeau pour les entreprises. L'innovation se trouve à l'extérieur de l'entreprise et en dehors du savoir-faire et des technologies acquises et développées d'une manière endogène. L'exemple de la chute de l'entreprise Kodak est un cas d'étude modèle. Kodak avait mésinterprété la nature disruptive de la photographie numérique et de la connectivité du net (partage en ligne des images et médias) émergent.[310] Au lieu de configurer les avantages de la simplicité de la technologie numérique en conjonction avec les ressources du partage en ligne, Kodak avait choisi de positionner la technologie numérique comme support à la technologie d'imprimerie des photos. Kodak aurait pu survivre et même foisonner économiquement si la technologie numérique avait substitué l'imprimerie et ses dérivés comme modèle central des affaires de Kodak[311]. En d'autres termes le problème de la dépendance de trajectoire[312] apparaît dans le cas de Kodak en particulier et les entreprises fondées sur la croissance endogène.

[198] La nouvelle dynamique industrielle décrite ci-dessus semble être une des causes responsable d'un mouvement en rembours vers la désintégration verticale. La théorie des contrats elle-même s'adapte au phénomène de la désintégration verticale. La propriété des actifs physiques en tant que structure juridique régulant la gestion des incitations se trouve ainsi contestée par l'apparition des effets adverses liés à la détention des actifs[313]. La Théorie des contrats incomplets, l'existence d'une complémentarité entre les investissements résulte de l'optimalité de l'allocation unifiée des droits de propriété. Cette condition rend possible la gestion des incitations compte tenu du fait qu'il existe

---

[310] Scott Anthony, Harvard Business Review, *Disruptive Innovation: Kodak's Downfall Wasn't about technology*, 15 Juilliet 2016, L'article est accessible sur le lien suivant : https://hbr.org/2016/07/kodaks-downfall-wasnt-about-technology

[311] *Ibid*

[312] Selon Brian Arthur dans son livre intitulé « *Increasing Returns and Path Dependance in the Economy* » 1994, La dépendance de trajectoire est définie comme « *un ensemble de processus dynamiques (les trajectoires) initiés par des événements mineurs et le plus souvent des décisions aléatoires se développant selon une dynamique auto-poétique et se termine par une isolation d'un marché (lock-in)* ».

[313] Olivier Sautel, "*L'évolution de la théorie des contrats incomplets face à la désintégration verticalel*", *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 117 | 1er trimestre 2007, mis en ligne le 15 mars 2009, consulté le 30 Septembre 2015, URL : http://rei.revues.org/1193; DOI : 10.4000/rei.1193, P.6

une assimilation entre propriété planifiée assumée par la théorie.[314] Pourtant, tel que démontré par le phénomène de la désintégration verticale, les incitations peuvent aussi être développées au-delà des frontières de l'entreprise.[315] Rajan et Zingales développent ainsi un courant de pensée dit de la théorie de l'accès à la ressource critique. Selon cette théorie, un agent détenant un droit d'accès à la ressource sera toujours incité à coopérer bien qu'il se situe en dehors de la firme par *« le calcul qu'il opère entre le paiement reçu et l'impact de la spécialisation sur sa valeur d'une part, et sa contribution à la rente d'autre part »*[316].

[199] Ce sera justement dans cette lignée de pensée que s'inscrit le concept d'un contrat relationnel dont l'essence repose sur une structure dualiste entre un élément formel constitué d'un contrat portant sur les droits de propriété et l'aspect informel donc un contrat relationnel entre les parties.[317] Le contrat relationnel se fonde sur l'engagement *ex ante* dont la non-réalisation ne peut qu'être sanctionnée *ex post*[318]. La désintégration verticale en plus d'être causée par l'affaiblissement de la fonction de droit de propriété sur les actifs dans la gestion des incitations, rencontre une autre variable : la technologie.

[200] L'entrée en jeu de la technologie comme variable engendre des effets sur la dissémination de l'information au sein de l'entreprise et la mutation de la nature des actifs non humains.[319] L'introduction de l'information et technologie résulte d'une réduction de l'intégration des entreprises manifestée par l'existence des firmes à taille modeste.[320] Les travailleurs sont ainsi mieux informés et la coordination parmi les agents sera dorénavant plus directe. Le

---

[314] *Ibid,* P.8
[315] *Ibid*
[316] *ibid*
[317] *Ibid,*
[318] *ibid*
[319] Erik Brynjolfsson, *An Incomplete Contracts Theory of Information, Technology and Organization*, Center for Coordination Science MIT, Version Juin 1993, Le Journal est accessible sur le lien suivant : http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2398/SWP-3407-27478657-CCSTR-126.pdf?sequence=1, P.15
[320] *Ibid,* P.18

recours à la coordination centralisée et la dépendance à l'utilisation des actifs physiques est ainsi réduite avec l'introduction de l'information et technologie.[321]

[201] Par la suite, il est intéressant de voir que la désintégration verticale est en corrélation directe avec le phénomène de financiarisation dont la justification intellectuelle se trouve justement dans la théorie institutionnelle contractualiste américaine : la théorie d'agence. Ceci sera exploré plus en profondeur dans les sous-chapitres à suivants.

[202] Le paradigme de la théorie d'incomplétude contractuelle bien que largement critiqué et révisé permet d'identifier les éléments derrière la dynamique entrepreneuriale et industrielle contemporaine. Premièrement, il y a la désintégration verticale avec comme cause la réduction en efficacité de l'utilisation du droit des propriétés sur les actifs comme outils de gestions de motivations. En seconde lieu, la désintégration verticale résulte de la coordination de l'entreprise en réseaux composés de sous-traitants spécialisés. En troisième lieu, l'introduction de la technologie de l'information facilite une coordination directe renforçant l'externalisation du processus de production en dehors des frontières de la firme. Et finalement, les contrats relationnels conduisent un contrat dominé par des aspects contractuels non formels donc avec un recours amoindri au droit de propriété sur des actifs physique.

[203] L'incertitude de l'environnement industriel dû à une compétition axée sur la poursuite des technologies de nature disruptives, les progrès dans la science de coordination et l'essor de la technologie de l'information conditionnent les entreprises à maintenir une flexibilité organisationnelle. Les contrats incomplets combinés avec les contrats relationnels représentent ainsi la forme de coordination privilégiée pour faire face à l'incertitude. L'hégémonie de la logique opératoire de la finance telle que la notion de *real options* par la financiarisation généralisée ramène les entreprise à considérer une gouvernance financiarisée et externalisée fondée sur une logique contractuelle. La finalité de cette forme de

[321] *Ibid*

gouvernance serait l'obtention d'une flexibilité s'approchant de celle offerte par à travers les placements boursiers[322].

[204] En faisant face à l'incertitude d'un milieu industriel fondée sur l'innovation de nature disruptive, trois caractéristiques d'une nouveau cadre institutionnel émergent[323] : (1) la modularité, (2) la collaboration relationnelle et (3) la Collaboration Itérative.

[205] Premièrement, la modularité est définie comme le développement d'une forme de standardisation technique des règles de design permettant une inter-connectivité organisationnelle en termes de production[324]. Ceci permet la réduction significative des coûts informationnels liés à la coordination inter-firme dont la production d'une firme puisse être déconstruite en modules distincts et d'une manière isolée.

[206] En second lieu, le lien relationnel en tant que résultat de l'incertitude extrême accablant le milieu des affaires aboutit à la désintégration verticale des firmes. Mais cette désintégration ravive une forme de coopération non-officielle entre des producteurs indépendants fondés sur un mode de coordination relationnelle long-termiste[325]. Une interaction à caractère plus collaboratif et flexible suivant une configuration de nature informelle parmi un réseau de producteurs multiples et nombreux devient ainsi un modèle institutionnel émergent.

[207] En troisième lieu, la collaboration itérative ou ingénierie simultanée se résume dans l'établissement d'un standard évaluatif commun (*benchmark)* déterminé par les producteurs d'une manière collaborative pour ensuite définir une projection des améliorations apportées[326]. En simple, les producteurs se

---

[322] Ronald J. Gilson, Charles F. Sabel et Robert E. Scott, *Contracting for Innovation: Vertical Disintegration and Interfirm Collaboration*, European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper N. 118/2008 December 2008, L'article est accessible sur SSRN sur le lien suivant: http://ssrn.com/abstract=1304283, P.14-16

[323] *Op. cit* Ronald J. Gilson, P.14

[324] *Ibid.*

[325] *Ibid,* P.15

[326] *Ibid,* P.17

coordonnent dans leurs efforts d'apporter des améliorations avec d'autres producteurs en temps réel.

[208] Les trois arrangements institutionnels ci-dessus s'installent dans une configuration fondée sur le modèle d'incomplétude contractuelle composé à deux temps, premièrement sur la renégociation *ex post* [327] et en second lieu sur une rédaction structurée des contrats intégrant des termes implicites (donc flexibles) et des termes explicites lorsque les droits et obligations sont contractuellement faisables[328].

[209] La gouvernance ci-dessus permet ainsi de confronter l'incertitude à laquelle sont exposées les entreprises opérant dans la technologie et l'innovation. Par essence, la gouvernance contractuelle maintient la flexibilité contractuelle, une diversification des producteurs pour élargir la captation des sources d'innovations tout en déterrant la possibilité d'opportunisme entre les différents producteurs par les mécanismes de réputation et le coût de substitution (*switching cost)*[329]. Cette architecture contractuelle de nature institutionnelle désignée sous le terme des « contrats pour l'innovation » (*Contracts for innovation)* crée une gouvernance inter-firme.[330]

[210] Le paradigme de la théorie des contrats incomplets permet déjà une flexibilisation et une fluidification du concept de la firme en tant qu'un nœud de contrats incomplets. L'intégration de l'élément de la technologie de l'information et de communication contribue à une évolution de la firme vers une trajectoire nouvelle. Par la suite, la firme intègre les ressources mises à disposition par le marché dans l'ère du Web 2.0. Ainsi des nouveaux concepts émergent. Deux concepts en particulier méritent notre attention : *external market hierarchy hybrids* et *Information agregation.* [331] En résumé, ces concepts conduisent à une exploration

[327] *Ibid.*P.27
[328] *Ibid,* P.68
[329] *Ibid,* P.58
[330] *Ibid,* P.73
[331].*Ibid,* P.7

scientifique des nouvelles structures de la firme fondée sur l'intégration des apports des marchés et à travers l'agrégation de l'information. Le concept semble capable d'enrichir la conceptualisation classique de la firme vis à vis d'un marché dominé par une nouvelle configuration. La création de valeur pour la firme aujourd'hui s'approche de plus en plus du marché dépassant les limites de la firme. L'intégration des principes du web 2.0 et la culture Open Innovation ainsi que le *crowdsourcing* deviennent par conséquent un choix stratégique. L'intégration des nouveaux concepts innovants prenant en compte des éléments externes à la firme bouleversent le concept classique de la firme comme boîte noire. L'intégration des éléments du marché dans le fonctionnement de la firme ainsi que le recours à un cadre de référence fondé sur la perspectif théoretique de l'incomplétude contractuelle stratégique permet en résultat d'obtenir une perspective évolutive de la firme.

[211] Par cette approche avancée dans les deux théories, la notion du droit de propriété est appliquée aux ressources et capacités considérées comme vitales pour l'entreprise et l'emploi du processus de la formulation des contrats (*contracting)* pour extraire de la valeur des opportunités économiques nouvelle.[332] L'incomplétude contractuelle revêt ainsi par cette approche une valeur stratégique adaptée à la structure évolutionniste et dynamique de la firme innovante. La corrélation entre la structure de la firme et l'innovation prenant forme dans la firme évolutionniste – au sens Nelsonian[333] - et cognitivement allocative caractérisée par l'approche axée vers une exploitation des sources externes de la firme et la valorisation des domaines loin du cœur de l'entreprise mais ayant une valeur stratégique.[334]

[212] L'exploration des théories institutionnelles contractuelles américaines telles que la théorie des contrats incomplets donne naissance à

[332]Jongwook Kim et Joseph T. Mahoney, *A Strategic Theory of the Firm as a Nexus of Incomplete Contract: A Property Approach*, Journal of Management Sagepub, Vol. 36 No. 4, Juillet 2010 806-826, P. 818

[333] Richard R. Nelson et Sidney G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, 1982, Cambridge: Belknap Press of Harvard University, P.96

[334] Patrick Cohendet, *Innovation et théorie de la firme dans « l'Encyclopédie de L'Innovation »,* 2003, Economica, PP.383 – 404, P. 400

de nouvelles approches méthodologiques : *Law and Management*. Cette approche postule que la performance juridique d'une firme dépend non seulement des ressources juridiques à sa disposition, de ses compétences en la matière, mais surtout de la perception des managers à l'égard du droit.[335]Par manager sont aussi tout autant concernés les entrepreneurs des *start-ups* innovantes par défaut initialement gestionnaires de leurs entreprises.

[213] Le rapprochement du droit et de la science de gestion permettrait aux managers d'intégrer d'une manière stratégique les contraintes juridiques comme élément clé dans la capture de la valeur.[336] Cette approche n'accorde pas seulement un avantage exclusif aux gestionnaires mais accorde aussi le même bénéfice aux juristes et autorités régulatrices. Par l'emploi des théories de la gestion stratégique des organisations et de la firme, les juristes et autorités peuvent identifier le véritable défi à la production de valeur à travers l'innovation. La révolution théorétique de la firme procède d'une vue du contrat comme étant seulement un agrégé de plusieurs contrats statiques vers une conception plus dynamique et évolutionnaire des contrats comme un levier de création de valeur et un système de gouvernance[337]. Telle qu'explicité auparavant, le paradigme portant sur le contrat incomplet stratégique permet d'appréhender les inefficiences des marchés et de réduire l'incertitude ainsi que le risque lié au financement de l'innovation et les entreprises innovantes. Les juristes peuvent ainsi optimaliser leur rôle en tant qu'ingénieurs des coûts de transactions et de création de valeur.[338]

[214] En résumé, la théorie des contrats incomplets ramène à un paradigme fluide, décentralisé et flexible. La croissance de l'entreprise par

---

[335] Hervé de Brouch, *L'intérêt de l'approche "Law & Management" pour le développement de l'enseignement du droit dans les écoles de commerce*, Penser Les Relations du Droit et Des Sciences de Gestion: Quelle Formation Juridique Pour les Managers du XXI e Siécle, PP.185-193, P.190

[336]*Ibid*

[337]Darine Bakkour, *Op cit,* P.11

[338] Lisa Bernstein, "*The Silicon Valley Lawyer as Transaction Cost Engineer?*",74 University of Oregon Law Review PP. 239-255 (1995), P. 241

pression de l'incertitude et une poursuite démesurée de l'innovation poussent les entreprises à s'organiser d'une manière différente de l'ère Chanldlerian ou Fordiste. L'intégration verticale fut ainsi remplacée par un paysage entrepreneurial fragmenté lié par des contrats de sous-traitance multiples organisés dans des *clusters.* La gouvernance type choisie telle que citée auparavant est le contrat stratégiquement incomplet. Le contrat tente de substituer au type de contrat idéal dit contrat de contingence complet ou *complete contingent contract (ccc)*. Ceci reproduit la flexibilité offerte par les marchés financiers caractérisés par (1) la logique opératoire des *real options* ainsi qu'en combinant (2) la possibilité de renégociations *ex post* et (3) l'inclusion des termes explicites et implicites. Cette ingénierie contractuelle sert de substitut au contrat théorétiquement idéal mais impossible à rédiger : le CCC.

[215] La gouvernance de l'entreprise par l'incomplétude contractuelle devient l'archétype de la gestion d'entreprise selon les critères et logiques de la valorisation financière. L'implémentation du modèle de gouvernance contractuelle par le modèle des contrats incomplets est bien établie dans le domaine des contrats financiers. En vue de l'incertitude qu'affrontent les investisseurs pendant la période de financement, le paradigme de l'incomplétude contractuelle devient une référence clé.[339] Dans le sous chapitre suivant, l'emploi du paradigme institutionnaliste contractuel dans le domaine du financement des sociétés innovantes sera abordé. L'élaboration permettra de déconstruire le phénomène de la désintégration verticale et la substitution des grands groupes d'entreprises verticalement intégrées de l'ère Chandlerian et Fordiste par une paysage dominé par des *start-up* caractérisées justement par une taille minime mais possédant une valorisation importante.

[339] Philipe Aghion et Patrick Bolton , *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, The Review of Economic Studies, Vol. 59, No. 3 (July;, 1992), pp.473-494, Consulté le 27/10/2009 12:42, Le journal est accessible sur http://www.jstor.org/stable/2297860

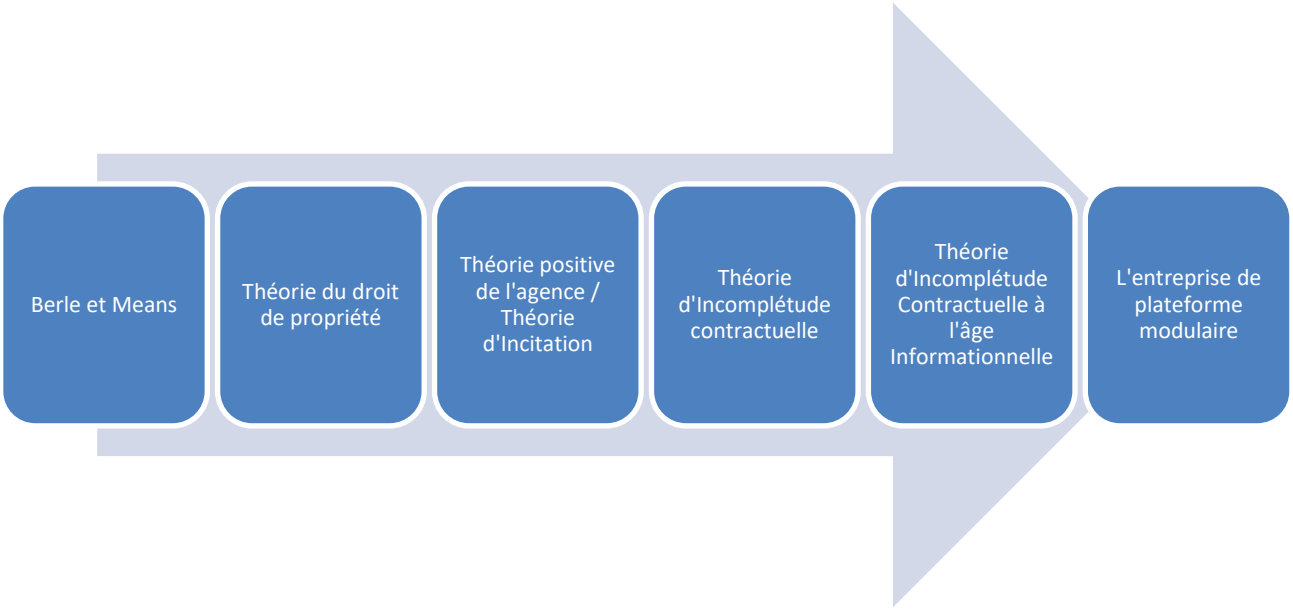


Figure 7 Schéma résumant le progrès institutionnel de la firme

Section III. Une Analyse Institutionnelle (contractualiste) du Capital risque

A. La structure institutionnelle du Capital risque à travers le paradigme d'incomplétude contractuelle

[216] L'emploi de la théorie des contrats incomplets comme modèle cognitif de coordination s'étend au-delà de l'organisation industrielle. L'essor du financement des entreprises technologiques et innovantes par le capital investissement et en particulier le capital-risque résulte de la réadaptation de la théorie dans le contexte du financement de l'innovation. La considération hypothétique de départ serait que les contrats financiers sont naturellement de nature incomplète. La chartre d'établissement d'une entreprise ou un pacte

d'actionnaire ne peut pas intégrer des éléments portant sur des variables futures encore trop vagues. [340] Une configuration centrée sur un possible conflit d'intérêt entre un investisseur et un entrepreneur prend alors place. Le droit de propriété sur les actifs ici est alors substitué par la considération de deux variables principales : (a) le contrôle sur la firme (l'entreprise) et (2) l'allocation des revenus.[341] La gouvernance contractuelle tentera alors de déterminer l'architecture ou le modèle (*design)* adéquat pour gouverner le contrat de financement avec le souci de mitiger tout acte d'opportunisme de la part de l'entrepreneur et de maintenir la motivation de l'entrepreneur. La flexibilité réside au cœur du modèle contractuel. En poursuivant l'élaboration générale de la théorie d'incomplétude contractuelle abordée dans le chapitre précédent, l'idée de la théorie des contrats incomplets est de remédier à la carence due à l'impossibilité d'achever un modèle contractuel idéal : le contrat CCC. Par conséquent, les contractants devraient ajuster les deux variables principales selon le signal dégagé lié à l'occurrence d'un état de nature spécifique. Il faudra d'abord différencier les intérêts divergents entre l'investisseur et l'entrepreneur. L'investisseur financier serait seulement intéressé par les contreparties monétaires générées par le projet tandis que l'entrepreneur considère aussi des aspects non-monétaires tels que la réputation, l'actif humain et d'autres éléments intangibles du projet.[342]

[217] Pour cela un certain nombre de configurations sont envisageables dans la constitution d'un contrat de financement[343]:

- Dans le cas où, il serait plus optimum de reléguer le contrôle de l'entreprise à l'investisseur alors l'instrument de financement privilégié sera les titres de participations / actions avec droit de vote. Une alternative équivalente de ce modèle sera que l'entrepreneur devienne un employé de l'investisseur.
- Si la condition optimale serait le contrôle de l'entreprise par l'entrepreneur alors l'instrument idéal de financement serait les

[340] *Ibid,* P.473
[341] *Ibid,* P.490
[342] *Ibid,* P.476
[343] *Ibid,* P.490-492

titres de participations / actions dépourvus de droits de vote (*non-voting shares / preferred stock).*

- Si une détention conjointe de la propriété sur l'entreprise est l'optimum alors une forme de partenariat nécessitant une procédure de codécision pourra être considérée.
- Dans le cas où l'allocation d'un droit de contrôle serait contingent à un signal dégagé par l'entrepreneur pendant la période de financement alors il serait possible d'utiliser d'autres instruments tels que la dette ordinaire, les obligations convertibles et / ou les titres convertibles de préférence. (actions privilégiés convertibles).

Par conséquent, l'ordre de base serait d'utiliser les actions sans droit de vote, suivi le cas échéant d'un arrangement conjoint des droits de propriété et de la dette conduisant à la cession de contrôle totale pour un financement par l'utilisation des actions avec droit de vote.

[218] La description des possibilités dans la structuration d'un contrat de financement démontre que le souci principal d'un investisseur ou intermédiaire financier serait le niveau de flexibilité d'un projet financé en termes d'ajustement par rapport à l'émergence d'une nouvelle information (signal) portant sur le projet.[344] Cette flexibilité se traduit par la capacité de configurer les termes et conditions du contrat par rapport à l'apparition d'une nouvelle information transposable concrètement par une décision d'ajouter des clauses contractuelles, d'accélérer ou décélérer un projet, d'abandonner un projet ou de le liquider complètement.[345]

[344] George Triantis, "*Financial Contract Design in the World of Venture Capital*" (John M. Olin Porgam in Law and Economics Working Paper No. 115, 2001), P.9

[345] *Ibid*

[219] Tenant compte de l'asymétrie d'information au profit de l'entrepreneur, l'investisseur devrait avoir recours à des outils de gouvernance contractuelle telles que les clauses financiers restrictives, des droit de liquidation préférentielle, des placements échelonnés ou par étape (*stagged investements)*, des droits de votes, et de droit de représentation au sein du conseil d'administration de l'entreprise. En addition, la modélisation de l'allocation des flux de revenus entre dans l'ensemble des appareils juridiques contractuels permettant la maximalisation de la flexibilité tout en minimalisant les coûts d'agences. L'essence de la flexibilité dans les contrats de financement serait donc la capacité de moduler les placements financiers en accord avec une nouvelle information tel qu'attribuée par les marchés financiers à travers les instruments de *reals options.* L'idée d'une possibilité d'abandonner un investissement comme moyen de gouvernance a été fortement influencée par l'œuvre majeure d'Albert O Hirschman intitulée « *Exit, Voice, and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* ».[346] L'idée principale de cette œuvre se résume à la possibilité d'améliorer la gouvernance d'une firme ou organisation économique ou politique à travers deux options alternatives : la sortie (*exit)* et la voie de communication avec les dirigeants (*voice).*[347] La logique introduite par Hirsch a été reprise dans le contexte des marchés financiers et l'activisme des fonds d'arbitrage (*hedge funds)* en corrélation avec le réalignement de la performance d'une entreprise. L'activisme des fonds d'arbitrage en poursuite constante d'alignement de la performance de l'entreprise selon leurs intérêts fait preuve de ce constat.[348]

[220] La liquidité des marché financiers garantit une alternative au fond d'arbitrage : soit d'exercer une pression sur le conseil d'administration de l'entreprise par une menace de sortie suivi d'une baisse considérable du prix des titres, soit par un processus de *lobbying* auprès d'autres actionnaires pour

---

[346] Albert O. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, 1970, Cambridge: Harvard University Press

[347] *Ibid,* P.3

[348] Pacces, Alessio M., *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Gouvernance* (July 7, 2016), European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 320/2016; Erasmus Law Review, Forthcoming, Accesible sur SSRN: https://ssrn.com/abstract=2805982 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2805982 . P.3

constituer une front contre les gestionnaires.[349] La menace d'une prise de contrôle externe (*hostile takeover)* devient ainsi un outil puissant pour réaligner l'intérêt des gestionnaires. La liquidité des marchés financiers devient ainsi un outil de gouvernance optimalisant la voie de gouvernance par le prix (*exit),* la communication (*voice)* ou une combinaison des deux par une menace d'une prise de contrôle hostile [350] . L'analyse institutionnelle de l'école contractualiste américaine permet ainsi de déconstruire l'archétype institutionnel de la structure de financement de l'innovation américaine. L'archétype de ce modèle réside sur un triptyque constitué des éléments suivants : (1) un modèle de financement exogène et modulaire ; (2) Une fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle (*Private Ordering)* et (3) Une marché financier liquide en guise de moyen de sortie idéal par IPO.

[349] *Ibid,* P.4

[350] Gary Gorton et Matthias Kahl, *Blockholder Identity, Equity Ownership Structures and Hostile Takeovers*, 1999, The Wharton Scholl University of Pennsylvania Working Paper no. 99-19, P.2

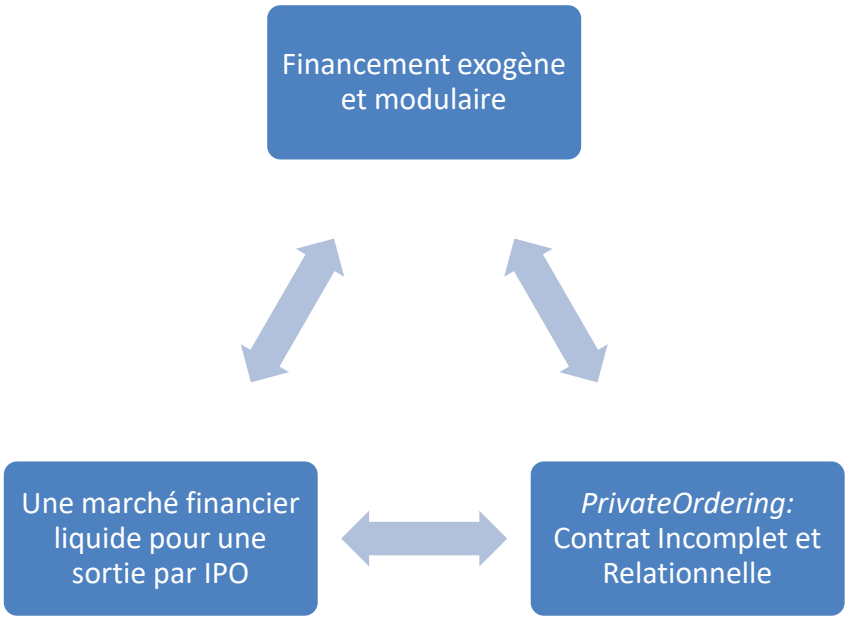


Figure 8 Schéma de l'archétype institutionnelle de financement de l'innovation américain

Ce triptyque institutionnel permet un financement des projets innovants dont l'écosystème est difficilement reproduit dans d'autres systèmes juridiques.

[221] Pour comprendre le raisonnement aboutissant au triptyque ci-dessus, il faudra approfondir le courant dominant dans la littérature portant sur le capital risque américain. Dans ce regard, Professeur Ronald J Gilson résumait dans son article majeur qu'il est nécessaire d'avoir trois éléments essentiels d'une manière simultanée pour la création (l'ingénierie) d'un marché de capital-risque viable (*venture capital market)* : (1) les entrepreneurs, (2) les financiers avec un profil plus enclin à accepter des projets à couplage hauts risque-haut retour sur investissements et (3) des intermédiaires financiers hautement spécialisés servant comme nœud de gouvernance (*nexus of contracts)* pour une série de contrats sophistiqués[351]. Les trois éléments essentiels délignée par Professeur Gilson par la

[351] Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Standford Law Review, Vol. 55, No. 4 (April 2003), pp. 1067-1103, L'article du journal est accessible sur http://www.jstor.org/stable/1229601 P. 1093

suite engendraient plusieurs œuvres académiques et articles de journal portant sur la stratégie des différentes tentatives gouvernementales à travers le monde pour retransposer le modèle américain. Le modèle américain par son succès est aujourd'hui devenu le modèle institutionnelle hégémonique du capital risque.[352]

[222] Cette thèse s'intéresse à certaines de ces œuvres dans la lignée de l'approche institutionnelle de Professeur Gilson. Néanmoins, compte tenu du fait que cette recherche dépasse une simple extrapolation du modèle américain pour aussi ajouter le développement de l'architecture de l'internet plateformisé (2.0-4.0) et les ramifications juridiques conséquentes, alors l'élaboration sera rapportée dans les développements suivants.

[223] En revenant à l'idée de simultanéité des éléments institutionnels nécessaires, il faudra au préalable mettre en lumière le rôle central de coordination privé dans l'économie américaine. Ce constat est d'ailleurs repris par Professeur Gilson dans un passage de son article [353]:

> *« The argument's most important step is to recognize that the keystone of the U.S venture capital market is private ordering – the contracting structure that developed to manage the extreme uncertainty, information asymmetry, and agency costs that inevitably bedevil early-stage, high-technology financing ».*

[224] Le passage cite d'une manière explicite que seule une gouvernance privée de nature contractuelle (*private ordering)* rend possible la gestion d'incertitude, l'asymétrie d'information et les coûts d'agence hautement présents dans le financement des entreprises poussins (*start-ups).* Dans la lignée du courant institutionnel contractuel américain ayant déjà servi à expliquer la dynamique de la firme, les configurations théoriques de la théorie d'agence, le coût de

---

[352] Gael Imad'Eddine, *Analyse Institutionnelle et Organisationnelle des Logiques et des Fonctions du Capital Risque au Japon*, Thèse de Doctorat en Science de Gestion, Business administration, Université du Droit et de la Santé – Ecole Supérieure des Affaires - Lille II, 2007, French, <tel-00.40615>, La these de doctorat est accessible sur le lien suivant: https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00340615, P.16

[353] *Op cit,* P. 1069

transaction et la théorie des contrats incomplets sont repris dans l'analyse du capital risque.

[225] Le schéma triptyque décrit ci-dessus est composé de trois éléments respectifs : (1) un modèle de financement exogène et modulaire ; (2) Une fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle (*Private Ordering)* et (3) Une marché financier liquide en guise de moyen de sortie idéal par IPO. Les éléments décrits par Professeur Gilson se réfèrent en particulier au second point. Le premier point, le modèle de financement exogène a été élaboré précédemment à travers le processus de désintégration verticale. La recherche d'une forme d'innovation en dehors d'une firme établie et de préférence à travers des *start-up* permet au développement technologique ne subissant pas le phénomène de dépendance de sentier technologique normalement observé dans des procès de développements et de recherche endogènes à la firme.[354]

[226] Cisco, une entreprise américains spécialisée dans le manufacture des matériels informatiques (*hardware)* et les logiciels dans le domaine des réseaux LAN avait exploité une stratégie particulière. La stratégie de Cisco consiste à externaliser la recherche et développement des technologies au marché concurrentiel entre les *start-ups*[355]. Cisco avait choisi cette stratégie pour faire face à l'incertitude technologique dont souffre l'entreprise. Lorsqu'une technologie résultant du développement d'une *start-up* se présente, Cisco procède à l'acquisition de l'entreprise et la phase de commercialisation. D'un point de vue d'incomplétude contractuelle, Cisco exerce un *call option* malgré le prix d'acquisition *ex post* important, l'option d'attendre avant d'agir attribue un avantage concurrentiel à Cisco. Cette stratégie d'externalisation des Recherche et développement au marché concurrentiel de *start-up* par essence est une forme de resquillage (*free riding / piggy backing)* de la structure à incitation élevée propre à la structure de financement par le capital-risque.

---

[354] Ronald J. Gilson, *Locating Innovation: The Endogeneity of Technology, Organizational Strcuture and Financial Contracting*, Columbia Law Review, Vol. 110, No. 3 (April 2010), pp. 885-917, P.909

[355] *Ibid*

[227] Cisco considérait que son réseau de commercialisation établi et sa réputation permettaient d'influencer la *start-up* convoitée de céder l'entreprise et la technologie par une acquisition. Ce choix d'externaliser l'innovation à un marché de capital-risque converge avec le phénomène de recentrage des entreprises sous pression de financiarisation et la désintégration verticale. Ce phénomène sera approfondi dans un sous-chapitre suivant. Le cas d'étude de Cisco illustre une forme d'externalisation au marché concurrentiel des processus jadis considérés de loin trop stratégique pour être externalisé. La montée de l'incertitude liée à une poursuite constante d'innovation de nature disruptive force les entreprises établies telle Cisco à recentrer sur l'aspect de commercialisation et de production tandis que la conduite et le financement de la recherche et développement peuvent être relégués au marché. Professeur Gilson avance que le type d'innovation poursuivi déterminera l'emploi d'un mode de financement d'innovation. Une innovation disruptive nécessitera une recherche et développement conduite par une entreprise *start-up* à forte dose de gouvernance axée sur l'incitation comparée à une innovation incrémentale.[356]

[228] Cet aspect de financement exogène sera exploré dans le sous-chapitre suivant portant sur le modèle de financement d'innovation par l'intermédiaire du capital risque proposé par Aoki. Le premier élément du triptyque avance l'idée selon laquelle le financement de l'innovation externalisé au marché concurrentiel de *start-up* est adéquat pour le recherche et développement des technologies disruptives nécessitant une structure d'organisation concentrée et à forte gouvernance axée sur l'incitation. Cet aspect du triptyque connaitra une expansion importante sous l'architecture internet plateformisée (2.0-4.0) caractérisée par l'essor du *crowdsourcing*.

[229] Le second élément se résume par deux termes spécifiques dans la littérature institutionnelle américaine : « *private ordering* » et « *braiding of contracts* ». Professeur Ronald J. Gilson a identifié que trois éléments devraient être présents pour réussir une ingénierie d'un écosystème de capital-risque viable. Le cadre de gouvernance reliant les trois éléments est de nature contractuelle et

[356] *Ibid,* P.915

purement privé (*private ordering).* Précédemment, l'élaboration sur les fondements de la théorie des contrats incomplets nous informe que l'incomplétude contractuelle sert de modèle cognitif pour décrire le problème de coordination face à l'incertitude fondamentalement causée par l'asymétrie d'information et l'aléa moral. L'incomplétude contractuelle en conjonction avec une fusion ou tressage de technique contractuelle (*braiding of contracts)* constitue le cadre de fond de la gouvernance du financement d'innovation aux États-Unis.

[230] Le troisième se réfère à l'existence d'une corrélation positive entre une marché capital risque vibrant et un marché financier actif. La recherche conduite par Bernard S. Black et Ronald J. Gilson démontre à travers une théorie informelle de la sortie d'investissement (*exit)* que l'institution de financement de l'innovation par capital risque est en dépendance complémentaire et systématique par design avec un marché financier actif.[357] Le développement institutionnel dans le domaine du financement de l'industrie innovante aux États-Unis avait abouti à une série d'arrangements contractuels. En premier lieu, il faudra comprendre que le modèle d'économie américain est désignable comme une économie orientée vers un marché financier dominé par l'échange des titres d'actions (*stock market-centered capital markets).*[358] Ce modèle d'économie permet l'apparition d'une complémentarité importante entre l'essor du capital risque et un marché financier (bourse) offrant la possibilité aux capital risqueurs de désinvestir / sortir à travers une offre publique (*Initial Public Offering/ IPO)*[359].

[231] Le financement des entreprises poussin (*start-up)* par le capital-risque représente les problèmes typiques décrits dans le modèle théorique de la théorie des contrats incomplets. Il existe une relation entre trois parties différentes dans un financement par intermédiation de capital-risque. Il y a une première relation entre le capital-risque et les investisseurs externes et une relation entre le capital-risque avec la société portefeuille. Ces derniers sont le plus souvent composés des fonds de pensions et les compagnies d'assurances. Une série de

---

[357] Bernard S. Black et Ronald J. Gilson, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, Journal of Applied Corporate Finance, Hiver 1999, Volume 11.4, pp.36-48, P.39

[358] Bernard S. Black et Ronald J. Gilson, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, Journal of Financial Economics 47 (1998) pp.243-277

[359] *Ibid,* P.245

documents contractuels explicites relie le capital-risque avec les investisseurs externes détaillant l'investissement. Trois documents majeurs seront négociés pendant le processus de l'investissement[360] : (1) la liste de conditions (*term sheet)* (2) le pacte d'actionnaire (*shareholders agreement),* et (3) l'accord de souscription en titres (*subscription agreement).* Le *term sheet* permet de cartographier les points importants d'accord avant de procéder à la rédaction d'un contrat officiel ayant force de loi. Le pacte d'actionnaire permet de compléter les lacunes dans la rédaction des statuts et régit les relations subtiles entre différents investisseurs dont chacun possède des horizons d'investissements différents ainsi que des types de titres divers. Le pacte d'actionnaire se définit ainsi comme « un ensemble de dispositions, visant à gérer de manière optimale les évolutions capitalistique d'une part, et les interventions des actionnaires dans la gestion de la société d'autre part ». [361] Les clauses les plus répandues dans les pactes d'actionnaires sont *inter alia*[362] *:* Clause d'inaliénabilité, clause de préemption ou de préférence ; clause définissant les conditions de sortie, conjointe ou isolée ; clause anti dilution ; clause d'information ; clause de consultation ou d'autorisation préalable sur les grandes décisions de la vie de l'entreprise, clause relative à la composition des organes sociaux et l'organisation des décisions courantes, clause stipulant des droits fiduciaires entre les actionnaires (rachat etc.), clause relatives à la résolution de conflits entre investisseurs. Le pacte d'actionnaire intègre aussi les actionnaires du capital risque. Finalement l'accord de souscription en titres définit les modalités de souscription telles que les types des titres, les droits attachés et les termes de paiements.[363]

[232] Les trois documents précontractuels et contractuels décrits constituent les contrats explicites. La configuration institutionnelle du capital risque américain décrite ci-dessus est complétée par l'usage des contrats

---

[360] Douglas Cumming, "*Venture capital financing contracting: an overview of the international evidence"* dans mélanges Hans Landström et Colin Mason et ed..2012.*Handbook of Research on Venture Capital: Volume 2 A Globalizing Industry*, Massachusetts: Edward Elgar Publishing .pp.70-97, P.86

[361] Patrick Sayer et Maxime de Bentzmann, *Les 100 Mots du Capital-Investissement*, 2013, Paris, Presses Universitaires de France, P.81

[362] *Ibid,* P.81-82

[363] *Op cit,* Douglas Cumming, "*Venture capital financing contracting: an overview of the international evidence"*P.86

implicites portant sur la promesse de réinvestissement par les investisseurs externes dans d'autres *limited partnerships* sous condition d'une sortie considérée profitable par les investisseurs.[364] La relation dualistique entre le contrat implicite et explicite est reflétée par un cycle de recyclage du capital.

[233] Une architecture centrée sur une série de mécanisme d'incitations prend place dans la théorie de sortie postulée par Bernard S Black et Professeur Gilson. L'option de sortie par les marchés financiers sert comme un mécanisme de notation de la qualité du capital risque. L'existence d'un marché actif dédié à l'échange des titres des *start-ups* financé par le capital-risque attribue la possibilité pour les investisseurs d'évaluer la compétence et la profitabilité d'un capital risque par rapport à d'autres capital risques.[365] De plus, les sorties par IPO sont plus profitables comparées à d'autres moyens de sortie, par conséquent une sortie avec une plus-value importante permettra une réallocation optimale des futurs fonds aux meilleurs capital risque[366]. En d'autres termes, l'incomplétude contractuelle est remédiée par l'usage des marchés financiers de sortie pour dégager de l'information de nature privée détenue par le capital-risque.

[234] Une autre relation régie par un contrat implicite existe entre le capital-risque et l'entrepreneur. En prenant en considération le fait que les entrepreneurs envisageraient de maintenir un contrôle futur sur l'entreprise, seule une sortie par IPO permettra de reprendre le contrôle de l'entreprise des mains du capital-risque. Le contrat implicite constitue un mécanisme d'incitation particulière. Premièrement, une sortie par IPO n'est possible que pour une valorisation positive de l'entreprise. En second lieu, au moment d'une sortie par IPO, les titres convertibles détenus par le capital-risque seront d'une manière subséquente convertis en titres ordinaires (*common stock)* suivi de l'abolition des clauses restrictives (*negatives convenants).*[367] Il en résulte qu'au lancement d'une offre publique de titres (*IPO)*, il y aura une modification de la composition de l'actionnariat en forme de re-transfert de contrôle de l'entreprise entre les mains

---

[364] *Op cit,* Bernard S. Black et Ronald J. Gilson*, Does venture capital require an active stock market?,* P.41

[365] *Ibid*

[366] *Ibid,* P.42

[367] *Ibid,* P.43

des entrepreneurs compte tenu du fait que le capital-risque détenait préalable à l'offre publique de titres, un pouvoir d'intervention important au sein du conseil d'administration de l'entreprise.[368] Ce mécanisme transposable comme une forme de *real option* sur le contrôle d'entreprise dépend de sa nature implicite. Le milieu du capital risque est bien concentré. Un acte opportuniste exercé par un capital risque par un refus de sortie profitable lorsqu'elle se présente pourra affecter la réputation du capital-risque.[369] La nature de ce contrat d'incitation sur la sortie est implicite et raisonnablement incomplète dans sa transposition en contrat juridiquement contraignant. En résumé, l'archétype de financement de l'innovation américaine incarné par le modèle de capital-risque dépend des éléments institutionnels difficilement reproduits dans un système rigide dominé par l'intermédiation bancaire. Le système américain repose sur une forme d'interdépendance structurelle entre les investisseurs externes, des acteurs de capital-risque, des entrepreneurs innovants et un marché de sortie actif. Un marché financier hautement actif (*hot markets)* supporte mieux le financement des projets expérimentaux et innovants puisqu'une allocation des fonds importants vers ces projets est constamment disponible.[370] La formation des bulles financières à caractère anticipatif et de nature spéculative associée aux marchés euphoriques (*hot markets)* se révèle donc historiquement[371] et économiquement nécessaire dans la création d'un écosystème propice au financement de l'innovation disruptive.[372] La fusion dans l'emploi instrumental des formes de contrats implicites et explicites est supportée par un système juridique permettant de remédier à toute incomplétude restant *ex post* notamment à travers la décision des Courts sous la *common law.*[373] Cette intervention d'une troisième partie pour

---

[368] *Ibid*

[369] *Ibid,* P.44

[370] Ramana Nanda et Matthew Rhodes-Kropf, (2016) *Financing Risk and Innovation*, Management Science, Publié par Institute for Operations Research and the Management Science (INFORMS), L'article est accessible sur le lien suivant: http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2015.2350, P.2

[371] Tom Nicholas, The *Origins of High-Tech Venture Investing in America*, Harvard Business School Working Paper No. 16-047 édition révisée Octobre 2016, Le document de travail est disponible sur le lien suivant: http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=49960, P.16

[372] *Op cit*, Ramana Nanda et Matthew Rhodes-Kropf, (2016) *Financing Risk and Innovation,* P.16

[373] O. Emre Ergungor, *Market vs. Bank-based financial systems : Do rights and regulations really matter?,* Journal of Banking & Finance 28 (2004) pp.2869-2887, P.2870

remédier à l'incomplétude contractuelle remplit l'élaboration théorique de l'incomplétude contractuelle.[374] La proximité du modèle institutionnel du capital-risque avec la projection théorique se répand aussi à l'existence d'une similarité

l'impossibilité de rédiger un contrat contingent complet (CCC).[384] Par conséquent la nécessité d'une forme de *corporate governance* pour résoudre ces problèmes est obtenue par la rédaction de l'ensemble des différents contrats, clauses contractuelles spécifiques et structure de financement modulée selon le type de problèmes particuliers affectant la relation du capital risque – entrepreneur aboutissant à la dite incomplétude contractuelle[385]. La structure de financement des entreprises poussin innovantes (*start-up)* américaines représente ainsi l'archétype idéal de la gouvernance financiarisée puisque dans la configuration de la gouvernance des *start-ups*, un alignement entre la gestion entrepreneuriale et la gouvernance indirecte des marchés (décentralisé) prendre place.

[240] L'intervention *ex post* des Courts en cas de litige dans l'interprétation des clauses au profit des investisseurs remplis les projections du modèle théorique des théories des contrats incomplets.[386] La configuration du modèle de financement de capital risque fondé sur la flexibilité du modèle cognitif de l'incomplétude contractuelle et les contrats relationnels rendent la triple gestion de l'incertitude, des risques et des mécanismes d'incitation entre les parties faisable. La proximité du modèle de l'écosystème de capital risque avec la conception théorique et cognitive des théories des contrats incomplets s'étend aussi à la structure de gouvernance de capital risque à travers la notion de « l'architecture financière » ou le « *security design* ».

[384] *Ibid,* P.14
[385] *Ibid,* P.15
[386] *Op cit,* Simon A.B, Schropp, 2009.*Trade Policy Flexibility and Enforcement in the WTO: A Law and Economics Analysis* P.85

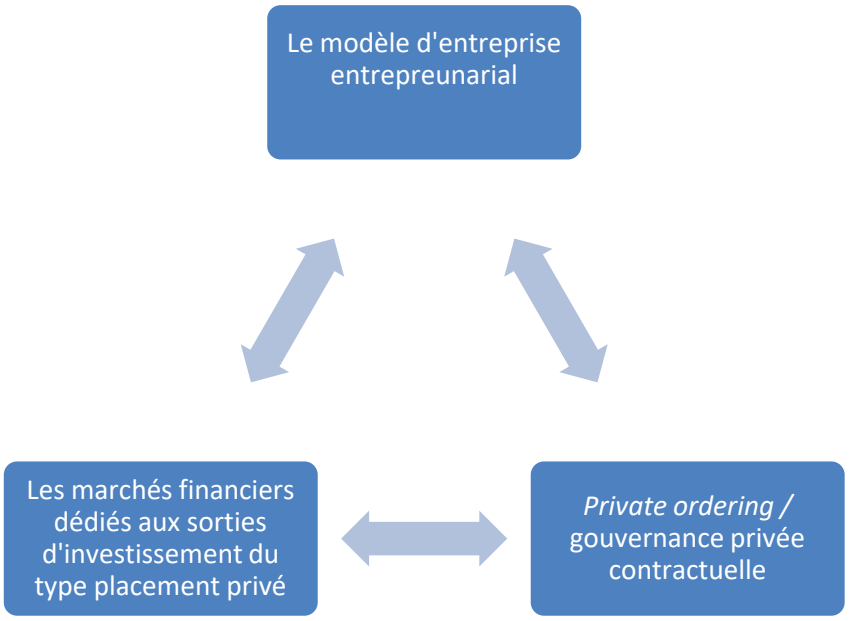


Figure 9 Schéma de gouvernance d'entreprise financiarisé du capital risque

[241] Le *securities design* permet la décentralisation de l'innovation en dehors d'une firme intégrée et gouvernée sous les auspices du couplage de contrats stratégiquement incomplets de capital-risque et les marchés financiers. L'approche de gouvernance de capital risque emploie deux approches de gouvernance contractuelle majeures : (1) Securities design et (2) l'échelonnement des fonds investis (*staged financing and/or milestones*). Le prochain sous-chapitre décrira les différents outils de gouvernances utilisés par la validation apportée par la théorie des contrats.

[242] Le financement des projets et entreprises innovants confronte le problème inhérent de l'incertitude radicale sur la viabilité et l'aspect commercial des produits. Le modèle cognitif emprunté de la théorie d'agences et la théorie des contrats incomplets permet de déterminer la cause fondamentale de l'incomplétude contractuelle dont souffre tout contrat de financement en général et les contrats de capital risque en particulier. L'incomplétude contractuelle dans les contrats de financement de capital risque peut être tracée à l'existence de deux

problèmes [387]: (1) l'aléa moral (*moral hazard)* et (2) l'anti sélection / sélection adverse (*adverse selection).* La cause de l'aléa moral est l'existence de l'asymétrie d'information pendant la période de l'exécution d'un contrat tandis que l'anti-sélection résulte de l'asymétrie de l'information précédant l'entrée en application d'un contrat.[388] En d'autres termes, l'aléa moral découle des actions discrètement prises par l'agent à l'insu du principal et d'autre part l'anti sélection est associée à l'information privée détenue exclusivement par l'agent. [389] Les problèmes de l'asymétrie d'information et de l'aléa moral sont mitigés d'une façon signifiante dans les entreprises publiques cotées en bourse en raison des différentes obligations de divulgation d'informations et une surveillance accrue par les teneurs des marchés et agences de notation. L'absence de ces appareils de surveillance institutionnelle dans les marchés et la nature prématurée et incertaine des projets de financement ramène le capital risque à créer un mécanisme de gouvernance à caractère contractuel.

[243] En vue de parer au problème de l'aléa moral et de l'anti sélection, le capital-risque adopte une série de stratégies résumable à deux techniques principales : (1) Securities design et (2) l'échelonnement des fonds investis (*staged financing and/or milestones*). Les deux techniques sont utilisées ensemble dans le but de gérer les risques liés à incertitude des investissements, remédier les problèmes résultant de l'asymétrie d'information et conditionner les entrepreneurs à dévoiler toute information privée et finalement réserver une option réelle d'abandon du projet à tout moment. En considérant que la littérature économique et juridique portant sur les deux techniques s'avère riche et vaste, la présente élaboration tentera de résumer de manière synthétique les aspects importants des deux techniques citées ci-dessus.

---

[387] Pavlos Masouros, *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*, 2009, L'article est librement accessible sur le lien suivant: http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:3450554, P.19-21

[388] *Ibid,* P.20

[389] *Ibid*

[243] Premièrement, la notion de l'architecture financière ou *security design* par essence sert à allouer d'une manière indépendante les flux de trésorerie et les droits relatifs au contrôle de l'entreprise[390]. La rédaction et la structuration des contrats s'installent dans une logique de conditionnement d'un ensemble de mécanismes d'incitation. Les trois variables ou outils utilisés sont : (a) les titres financiers ; (2) Les droits de vetos et (c) les droits de contrôle. L'utilisation des titres financiers (*securities)* vise à exercer un contrôle sur l'allocation des flux de trésorerie. En complément les droits de veto constituent des droits passifs ou négatifs permettant aux investisseurs de bloquer certaines actions susceptibles d'être prises par le conseil d'administration ou par les managers[391]. Finalement, les droits de contrôle sont des droits actifs ou proactifs garantissant de pouvoir influencer la gestion et la trajectoire de l'entreprise par le statut de détenteur de droit résiduel de contrôle.

[244] Les titres financiers (*securities*) majeurs sont composés des (a) actions ordinaires (*common equity*), (b) actions de préférence (*Preferred Equity*), (c) La Dette (*Debt*), (d) *Convertible Preferred Equity*, (e) Obligations convertibles (*Convertible Debt*).

[245] L'action ordinaire / l'action simple est définie comme un droit représentatif d'une fraction du capital social d'une société de capitaux.[392] En droit français, la création d'actions ordinaires découle d'une opération d'apport définie par « *une prestation fournie en contrepartie d'une participation dans la société* ».[393] Les actions ordinaires confèrent des droits financiers (article 1844-1 du Code de Commerce) en forme de distribution des bénéfices en proportion de la valeur de leurs apports dans le capital social. De plus l'action ordinaire confère aussi des droits politiques tels que le droit de vote dans les assemblées générales

---

[390] *Op cit,* Douglas Cumming, "*Venture capital financing contracting: an overview of the international evidence"*P.73

[391] *Ibid,* 72

[392] François-Denis Poitrinal, *Le Capital Investissement: Guide Juridique et Fiscal,*.5e édition, 2015, Paris, Revue Banque édition, P.201

[393] *Ibid*

de la société (*art. L.225-122 Code Commerce),* le droit de participation aux décisions collectives (*art. 1844, al. 1, Code Civil*) et le droit à l'information. L'action ordinaire permet au détenteur de bénéficier des paiements de dividendes ou l'appréciation de la valeur des parts. En cas de liquidation, les actions simples sont subordonnées à la dette et aux actions de préférence.

[246] Les actions de préférence sont des actions avec des privilèges de rémunérations aux dépens des droits de votes[394]. Les actions de préférence sont considérées comme étant mi-chemin entre les fonds propres et la dette.[395] Ces actions confèrent un accès privilégié aux dividendes ou au capital au moment des cessions.[396] En application l'article L.228-11 du Code de Commerce, les actions de préférence sont créées au moment de la constitution de la société ou au cours de son existence. Ces types d'actions en droit français ont été inspirés du concept de « *preferred shares* » du droit anglo-saxon et empreints du libéralisme contractuel puisque les caractéristiques des actions sont librement déterminées par les statuts ou par le contrat[397]. En vertu de l'article L. 228-14 du Code de commerce, les actions de préférence peuvent être converties en actions ordinaires ou en action de préférence d'une autre catégorie. Les droits particuliers attachés aux actions de préférence sont ainsi étendus puisque l'article L. 228-11 du Code de commerce mentionne « les droits particuliers de toute nature ». Les droits de préférence peuvent aussi être assortis de droits de véto[398] Les droits de préférence permettent aussi une gestion des paiements de dividendes en spécifiant une attribution fixe de dividendes lorsqu'il existe des bénéfices distribuables, l'attribution d'un dividende préciputaire et un paiement de dividende cumulatif.[399] Finalement, les actions de préférence peuvent conférer des avantages liés aux liquidations telles que les prélèvements prioritaires sur les produits nets

---

[394] Gilles Mougenot, 2014*, Tout Savoir sur le Capital Investissement*, 5e édition, 2014, Paris, édition Lextenso, P. 508

[395] Patrick Sayer et Maxime de Bentzmann. *Les 100 Mots du Capital-Investissement,* 2013, Paris : Presse Universitaire de France, P.44

[396] *Ibid*

[397] François-Denis Poitrinal, *Le Capital Investissement: Guide Juridique et Fiscal,*5e édition, *2015,*Paris, Revue Banque édition, 836 p. P.214

[398] Ibid, *P.225*

[399] *Ibid,* P.217

de liquidation pour le remboursement du capital des actions de préférence par rapport aux actions ordinaires.[400]

[247] La dette se définit comme « le rapport d'obligation considéré du côté passif ; l'obligation en vertu de laquelle une personne nommée débiteur est tenue envers une autre nommée créancier d'accomplir une prestation ».[401] La dette en droit anglo-saxon permet de conduire le débiteur à la faillite en cas de non-paiement des intérêts sur la dette.[402] La dette dans le cadre du financement de l'entreprise est connue comme des « obligations » ou des « titres de créances » dans les termes utilisés par le Code monétaire et financier. L'article L.213-5 du Code monétaire et financier définit les obligations comme « *….des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale* ». Par les titres obligataires, les sociétés emprunteurs s'engagent à rembourser le montant nominal de l'obligation à l'échéance de l'emprunt et à verser périodiquement ou à un moment déterminé par le contrat des paiements d'intérêts[403].

[248] Les actions de préférence convertibles et les dettes convertibles sont respectivement des actions de préférence et des dettes avec un droit de conversion en actions simple au gré du détenteur. Ce type d'instruments est catégorisé comme des titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital de la société.[404] La droit français a simplifié la régime des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance à travers les articles 44 à 49 de l'ordonnance n°2004-604 du 24 Juin 2004 complétée par le décret 2005-112 du 10 février 2005, la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 et l'ordonnance du 31 juillet 2014.[405] Elles sont définies dans l'article L228-110 du

---

[400] *Ibid,* P.227

[401] Gérard Cornu, *Vocabulaire juridique*, 2012, Paris, Presses Universitaires de France, P.340

[402] *Op cit,* Douglas Cummings, Venture capital financial contracting: an overview of the international evidence, P.73

[403] Paul le Cannu et Bruno Dondero, *Droit des sociétés*, 5e edition, 2013, Paris : Lextenso éditions, P.740

[404] François-Denis Poitrinal, 2015, P. 229

[405] *Ibid,* P.231

Code de commerce comme « *…des valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titre de créance* ». La logique derrière l'émission de ces titres se résume à deux possibilités[406] : (a) le désir de réaliser une plus-value accrue en cas de valorisation de la société ou (b) la création d'un mécanisme de sanction pour le non-respect du *business plan.* Pour ceci, le contrat peut spécifier qu'un titre peut conférer un droit à l'investisseur par conversion pour accéder à une attribution ultérieure d'actions. Le prix de souscription des actions dépendra de la performance selon un échelonnement des dates prédéterminé (*stagging)* ou des conditions objectives observables (*milestones).*

[249] Par la suite, en addition aux droits de nature financière, les investisseurs possèdent des droits de nature politique positive (active) et négative (passive). Les droits négatifs sont les droits de véto. Le droit politique négatif consiste à influencer les décisions stratégiques portant sur des différents aspects de l'entreprise. Les décisions majeures porteront sur le droit d'opposer aux ventes ou achats des actifs, des modifications de composition du conseil d'administration, l'émission de nouveaux titres et autres décisions dans la gestion courante de l'entreprise. Pour les droits politiques « positive » manifestés par un exercice de contrôle il y a le droit de (a) substituer le CEO de l'entreprise, (b) le droit du premier refus ou droit de préemption, (c) l'accord d'une vente conjointe, (d) l'obligation d'accompagnement, (e) droit de protection contre une nouvelle émission de titres, (f) droit de rachat ou remboursement, (g) droit à l'accès sur l'information.

[250] Le droit de substituer le CEO[407] : Ce droit permet la substitution de l'entrepreneur fondateur en tant que CEO de l'entreprise. Le droit peut être rédigé d'une manière explicite ou implicite par un cumul d'autres droits politiques détenus par des membres du conseil d'administration. Le droit de premier refus ou préemption[408] confère à un investisseur le droit de se voir offrir les mêmes termes et conditions de vente sur ses propres participations détenues avant la vente d'une

---

[406] *Ibid,* P.229

[407] *Op cit,* Douglas Cummings, *Venture capital financial contracting: an overview of the international evidence*, P.74

[408] *Ibid*

entreprise. La société ne pourra point être cédée à une autre partie avant une déclaration de refus sur les termes de ventes offertes. L'obligation d'accompagnement (*Drag-Along Rights)* se définit comme une clause qui impose à l'une des parties de sortir aux mêmes termes et conditions que l'autre partie qui a eu l'initiative de la sortie[409]. L'accord d'une vente conjointe *(Tag along clause)* se traduit par une clause obligeant le partie ayant l'initiative de sortie à étendre une proposition de sortir aux d'autres actionnaires aux mêmes conditions de sortie. Le droit de protection contre une nouvelle émission de titres[410] se rattache à la détention des actions mais dans plus la plupart des cas, le droit est majoritairement aux mains des capital risqueurs. Le droit de rachat ou remboursement[411] attribue au détenteur de ce droit une droit de forcer l'entreprise à opérer un rachat des titres à un prix et à une date déterminés en avance. Le droit à l'accès sur l'information : ce droit permet au détenteur l'accès à l'information au-delà de l'information normalement émise aux actionnaires. Le droit de souscription à un IPO confère au détenteur le pouvoir d'obliger l'entreprise de souscrire les titres de l'investisseur sur un marché règlementé ou un système multilatéral de négociation[412]. Dans certaines conditions, ce droit s'accompagne aussi d'un droit de reporter (*piggyback registration rights)* sur une souscription de titres en cours.

[251] En droit français, les droits politiques cités ci-dessus sont normalement rattachés aux droits conférés au détenteur des titres soit par vertu du l'article de la loi soit par exercice de liberté contractuelle.

[252] La théorie de la finance s'accorde sur la supériorité de l'instrument de la dette pour déterrer l'accumulation potentielle des flux de trésorerie disponible / *cash flow* libre (*free cash flow)* considéré dans la théorie de la finance comme une source des coûts d'agences et d'actes opportuniste.[413] La dette garantit

---

[409] *Op cit,* Gilles Mougenot, P.513

[410] *Op cit,* Douglas Cummings, Venture capital financial contracting: an overview of the international evidence, P.74

[411] *ibid*

[412] *Ibid*

[413]

les paiements faits par les managers sur les flux de trésorerie futurs par souci d'une menace d'une déclaration de faillite dans le cas où la dette n'est pas honorée[414] Malgré l'effectivité de la dette comme instrument de gouvernance pour mitiger tout acte d'opportunisme sur les flux de trésorerie la dette convient moins aux entreprises de type *start-up.* Ces derniers, ne possédant pas encore un flux de trésorerie positive nécessitent une gouvernance par un instrument ayant les caractères de la dette mais garantissant un contrôle accru sur la gestion de l'entreprise. Par cela l'utilisation des titres convertibles devient une solution optimale positivement allouée dans la littérature du capital risque américain.[415] Certains auteurs soupçonnent l'existence d'un biais de préférence pour les titres convertibles causés par une taxation plus avantageuse[416].

[253] Selon ces derniers, l'emploi des titres convertibles en particulier le *convertible preferred stock* attribue une valorisation plus faible de leur actions ordinaires / *common stock* en le requalifiant en gains de plus-value différé (*déferre capital gain)* garantissant ainsi un traitement fiscal plus profitable dans la structuration des mécanismes d'incitations propre à l'industrie de capital-risque.[417] Certains chercheurs attribuent la supériorité de l'usage du *convertible preferred stock* sur l'utilisation de la dette en raison de la possibilité d'échapper à une qualification d'une forme de contrôle exercé par le créditeur sur le manager de l'entreprise.[418] Cependant, en dépit des différentes alternatives proposées par les auteurs aux titres convertibles, l'emploi des titres convertibles en particulier le *convertible preferred stock* reste dominant.[419] Les titres convertibles reproduisent

---

[414] Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1986), pp.323-329, Le journal est accessible sur le lien suivant : http://www.jstor.org/stable/1818789 .P.324

[415] William L. Megginson, *Toward a Global Model of Venture Capital*, Journal of Applied Corporate Finance Winter 2004, Volume 16.1, pp. 89-107, P.102

[416] Ronald Gilson et Schizer D, *Venture capital structure : a tax explanation for convertible preferred stock'* Harvard Law Review, vol. 116 No. 3 (Janvier 2003), pp.857-916, L'article est accessible sur http://www.jstor.org/stable/1342584

[417] *Ibid,* P.901

[418] *Op cit,* , Megginson, *Toward a Global Model of Venture Capital?.*P.103

[419] Steven N. Kaplan et Per Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, Review of Economics Studies 2002, P.6

les caractéristiques de la dette par sa position préférentielle et simultanément maintiennent un moyen de contrôle par des droits financiers et politiques attachés.

[254] À l'ensemble des droits financiers et politiques cités ci-dessus s'ajoute la technique de l'échelonnement des investissements. Pour comprendre ce problème, il faudra encore se référer à la théorie de contrats incomplets. Un des problèmes qu'affrontent le capital-risque est l'anti sélection. Les entrepreneurs détiennent une information privée sur la véritable qualité de leurs projets que le capital-risque se voit dans la nécessité de connaître.[420] La nature non-vérifiable de l'information ne permet pas de résoudre le problème de l'asymétrie d'information par une règle impérative de divulgation de l'information et par conséquent un processus d'auto-sélection par référence aux signaux émis devient la solution optimum.[421] À cet égard, le capital-risque possède un mécanisme de l'ingénierie financière à sa disposition : l'investissement échelonné (*staggered Investments).* Ce mécanisme rend possible le processus de filtrage (*screening)* des projets de qualité et de minimaliser les risques d'investissements. Le mécanisme s'opère à travers un investissement minimum suffisant seulement pour l'entreprise à accomplir un prototype opérationnel et d'initier la phase de développement mais à un prix de retour sur investissement élevé.[422] Dans le cas d'une réussite dans la phase préliminaire ou l'accomplissement d'un objectif prédéterminé alors le capital-risque procèdera au second tour de financement à une valorisation par action plus importante mais à un plus bas niveau de rendement requis pour cause d'un risque plus faible.[423] Ce mécanisme permet d'arriver à trois finalités. Premièrement, l'échelonnement des investissements incite les entrepreneurs à produire un travail et un résultat optimum par le transfert des risques sur l'entrepreneur à un prix attractif.[424] En second lieu, ce mécanisme réserve une option d'attente (*delay)* ou d'abandon de financement en fonction des signaux dégagés par le travail de l'entrepreneur. L'utilisation de titres convertibles

---

[420] *Op cit.*2009, Pavlos Masouros, *Private ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*, P.30

[421] *Ibid*

[422] William L. Megginson, *Toward a Global Model of Venture Capital?,* Journal of Applied Corporate Finance Volume 16.1 winter 2004, Pp.89-107, P.102

[423] *Ibid*

[424] *Ibid*

(obligations convertibles ou actions de préférence convertibles / *convertible preferred shares*) en conjonction avec l'investissement échelonné permet d'ailleurs de résoudre un problème de *window dressing* ou maquillage de compte. Une tentative de maquiller les comptes par une représentation artificielle de qualité en vue d'assurer un nouveau tour de financement risque de déclencher une conversion prématurée des actions de préférence convertibles par le capital-risque sans pour autant que l'entreprise détienne suffisamment de valeur pour une sortie par IPO.[425] L'entreprise risque ainsi une prise de contrôle par le capital-risque par conversion des actions de préférence convertibles.

[255] Une alternative au financement par investissement échelonné existe : l'emploi des *miles stones* ou le jalonnement des objectifs. Ce mécanisme conditionne le cycle de financement par rapport à l'accomplissement de certains objectifs prédéterminés. Dans le cas de l'usage de l'échelonnement des investissements, l'entrepreneur se trouve dans une incertitude sur la continuité du financement puisque le capital-risque possède une option unilatérale d'abandonner la poursuite des financements. L'effectivité des investissements échelonné et des investissements jalonnée sur des objectives prédéterminé dépend du type de projet et de l'effort nécessaire de la part du capital risque.[426] Si le rôle de l'entrepreneur est plus important en relation avec la valorisation de l'entreprise et si la nécessité de financement dans la première phase est faible, alors l'emploi de l'échelonnement de financement est plus optimal.[427] Mais dans le cas où le rôle du capital risque est plus important et la technologie nécessite un financement à long terme alors le financement par jalonnement des objectifs (*milestones)* devient plus effectif.[428]

[256] Ainsi, le capital-risque possède une panoplie de stratégies pour remédier à l'incomplétude contractuelle. La rédaction de contrat par l'emploi

---

[425] Francesca Cornelli et Oved Yosha, *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*, Review of Economic Studies (2003) 70, 1-32, Le journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/3648609, P. 26

[426] Eli Talmor et Charles J. Cuny, *The staging of Venture Capital Financing: Milestone vs. Rounds* (April 2005), EFA 2005 Moscow Meetings Paper, Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=487414 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.487414 .P.25

[427] *Ibid*

[428] *Ibid*

interchangeable ou cumulatif du Securities design et/ou de l'échelonnement des fonds investis (*staged financing and/or milestones*) constitue la gouvernance stratégique par le modèle d'incomplétude contractuelle.

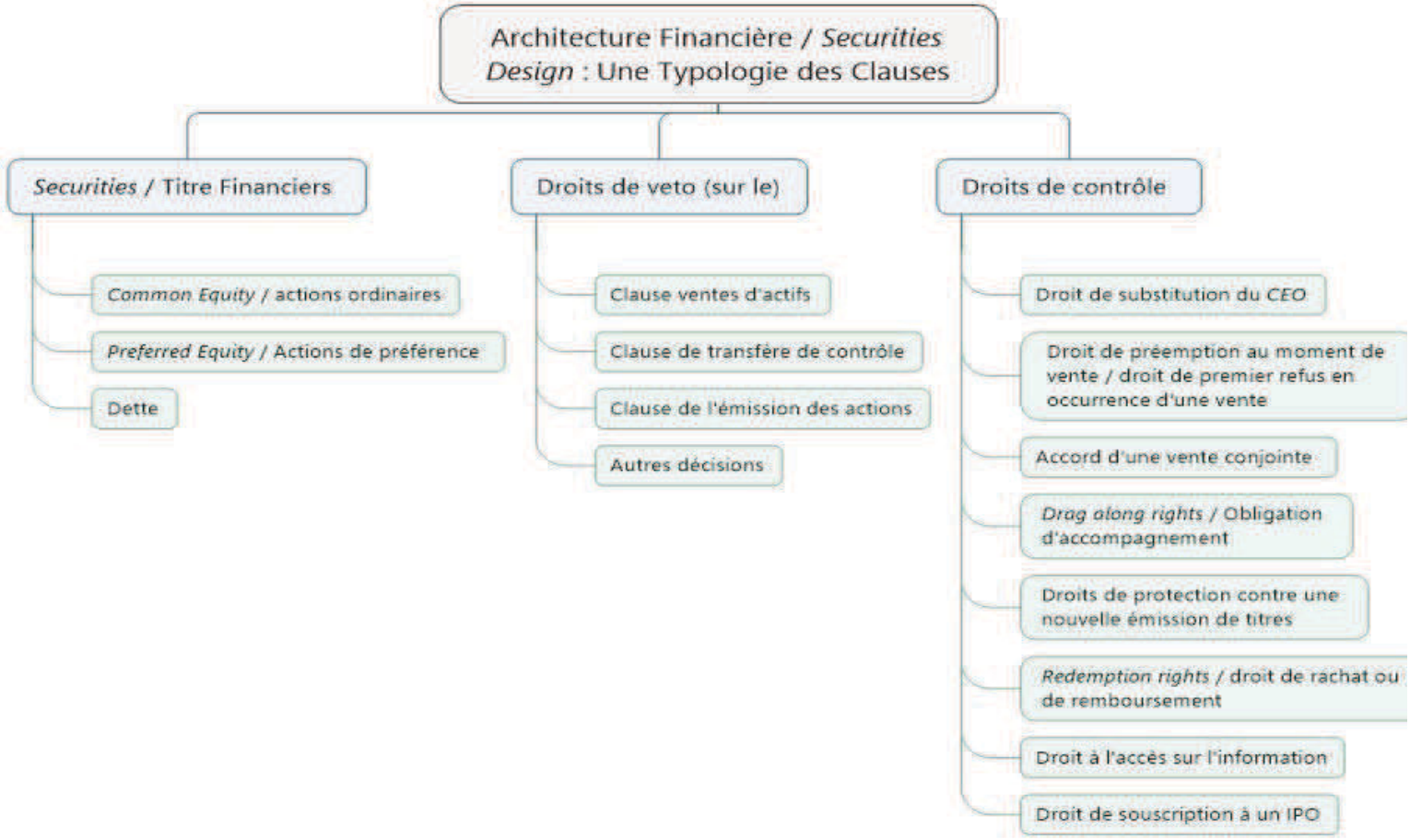


Figure 10 Schéma de différentes clauses de l'architecture financière

TITRE II

L'archétype du financement de l'innovation américain et la critique néo-institutionnaliste française

Chapitre I. La Structure Economique et Juridique du Financement de l'Innovation

Section I. Le modèle de financement par capital risque

A. Le capital-risque et le droit financier américain

[257] L'élaboration faite à travers le paradigme contractualiste du modèle de financement de l'innovation américain se résume à une forme de financement avec une gouvernance contractuelle. Ce modèle de financement de capital-risque par la forme juridique de *Limited Partnership*[429] sert à remédier aux problèmes d'asymétrie d'information et aux problèmes d'agences.[430] L'élément central de l'institution de capital risque est le financement exogène de l'innovation avec une politique de contrôle activiste axée sur la surveillance (monitoring) constante et l'alignement des intérêts des managers avec ceux des investisseurs.[431] Les outils de gouvernance utilisés sont élaborés comme précisé ci-dessus notamment avec une architecture financière et l'échelonnement des investissements. De plus, l'échelonnement des investissements constitue en lui-même un contrat relationnel et incomplet pour cause de son fondement sur des « signaux » dégagés par les efforts et les résultats de travail des entrepreneurs. L'ensemble de la formation institutionnelle formant l'archétype du financement des innovations américain est complété par un marché de sortie vibrant et active. En synthèse, l'archétype du financement de l'innovation américain est constitué de trois éléments principaux :

(1) Un financement exogène de l'innovation
(2) Une fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle
(3) Un marché financier liquide en guise de moyen de sortie idéal

---

[429] La France a récemment introduit un nouveau véhicule d'investissement nommé « la Société de Libre Partenariat » ou « SLP » pour concurrencer les *limited partnership* anglo-saxonnes. Ce développement intéressant sera amplement abordé dans la deuxième partie de la thèse.

[430] Douglas Cumming, Grant Fleming and Armin Schwienbacher, 2007, "*The Structure of Venture Capital Funds"*, *in* Mélanges Hans Landström ed, "*Handbook of Research on Venture Capital"*, Massachusetts: Edward Elgar. Pp.155-176, P.162

[431] Lowell W. Busenitz, *Innovation and Performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund*, *In* Mélanges Hans Landström ed. "*Handbook of Research on Venture Capital"*, Pp. 219-235, Massachusetts: Edward Elgar, P.221

Toutefois, une notion importante propre et complémentaire aux trois éléments apparaît : la liquidité financière. L'importance d'une possibilité de sortie qui est un moyen pour compléter l'ensemble de dispositif d'incitation de nature contractuelle se voit clairement dans la stratégie de capital-risque. Ces derniers définissent toujours une stratégie de sortie avec un horizon de 4 jusqu'à 7 ans.[432] En pratique le capital-risque domine le financement des technologies déjà en voie de commercialisation ou en phase de transition au-delà de la phase d'exploration initiale.[433] Les deux faits cités permettent de déduire que le capital-risque en dépit de l'efficacité du dispositif de gouvernance contractuelle dépend grandement d'une garantie de sortie (*liquidity preference).*

[258] La nature non-liquide des investissements de capital-risque accroît la dépendance dans le couplage *private ordering* – sortie par le marché financier et génère une tendance à la création et multiplication des forums d'échanges privés des titres désigné comme les marchés secondaire. Le capital-risque finance les entreprises à fort potentiel mais ne possédant pas encore un flux de trésorerie stable et important. Par cela la levée de fonds par les marchés financiers s'avère quasiment impossible et trop couteuse en termes de processus juridique en vue d'une offre publique[434]. Pourtant, les marchés financiers représentent un accès à la liquidité financière conventionnelle.

[259] L'allègement règlementaire aux Etats-Unis par l'entrée en vigueur du JOBs Act (*Jumpstart Our Business Startups Act*) à travers la création des exemptions aux règlementations couteuses du régime juridique d'Offre publique sous le *Securities Act of 1933* permet d'accroître la liquidité des titres financiers

---

[432] *Ibid,* P.233

[433] *Ibid,* P.229

[434] Un rapport rédigé par le groupe de travail Européen sur les IPO datant du 23 Mars 2015 intitulé « *EU IPO Report : Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in Euroepan capital markets* » dénonce des réformes de la régulation concernant les opérations d'offres publiques. Le rapport recommande que l'Europe se défasse de sa dépendance au financement bancaire et encourage un financement par les marchés financiers des entreprises émergentes. Une déduction de 30-50% des coûts administratifs requis pour une opération d'offre publique par une révision règlementaire du droit européen concernant les marchés financiers s'avère nécessaire. Le rapport est accessible sur le lien suivant : http://www.fese.eu/images/documents/speeches-reports/2015/Final_report_IPO_Task_Force_20150323.pdf

des *start-up.*[435] Cet allègement des coûts règlementaire est urgent en vue de la contraction du financement bancaire par la législation protectrice apparue en réponse à la crise tel que le Dodd-Frank Act.[436]

[260] Une tension constante entre l'obligation de divulgation et le coût juridique et administratif subséquent et l'aspect spéculatif nécessitant la discrétion s'impose ainsi à l'industrie de financement de l'innovation. En d'autres termes, l'oscillation constante entre création de liquidité (moins de régulation) et divulgation prudentielle (plus de régulation) subsiste dans la thématique portant sur la règlementation financière.

[261] La plateformisation de l'économie 2.0-4.0, au-delà de la dérégulation spécifique la supportant (*JOBs Act*) permet aussi la création des marchés privés de titres privés et la croissance de l'exogénéité de l'innovation. Une exploration économique et sociologique de la nature de liquidité dans le chapitre suivant permettra d'éclairer l'importance de la liquidité dans le financement de l'innovation. La centralité du caractère spéculatif de l'innovation inhérente à l'institution et la logique opératoire du financier mettra en exergue le lien entre financement de l'innovation et les marchés financiers comme générateur de la liquidité. En parallèle avec l'analyse économique du droit traditionnelle ou néo-classique, le courant institutionnaliste de l'école contractuelle américaine reconnaît la corrélation entre le droit des valeurs mobilières, le droit financier et l'optimalité de l'arrangement contractuel. L'analyse institutionnelle de l'archétype du capital-risque semble justifier la subtilité des rédactions contractuelles prises par le capital-risque en particulier et le capital investissement en général. Cependant, l'optimalité de la structure du *Limited Partnership* et le caractère privé du financement est en réalité fortement influencée par la lettre de la loi des valeurs mobilières. Le capital-risque n'étant pas soumis aux règles de capitalisation bancaire les marchés financiers maintiennent leur flexibilité pour des

---

[435] Thaya Brook Knight. *A walk Through the JOBS Act of 2012 : Deregulation in the Wake of Financial Crisis*. Policy Analysis NO.790. Center for Monetary and Financial Alternative. 13 Mai 2016. La publication est accessible sur le lien suivant: https://www.cato.org/publications/policy-analysis/walk-through-jobs-act-2012-deregulation-wake-financial-crisis. P.5

[436] *Ibid.* P.2

investissements à haut nature spéculatif. Pourtant la *securities law* américaine pose des problèmes particuliers de coûts de financement aussi bien pour les levées de fonds à titre d'offre publique que pour les placements privés. James C. Spindler soumet une analyse pouvant servir à illustrer la source des problèmes de l'oscillation juridique entre création de la liquidité et les procédures de mesures prudentielles[437].

[262] L'auteur postule que la tentative du gouvernement du Président Barrack Obama à réduire l'opacité de l'industrie du capital investissement par une divulgation obligatoire de l'information à l'autorité des marchés financiers américaine (*Securities and Exchanges Commission / SEC)* engendre des coûts considérables pour l'industrie du capital investissement américain. L'auteur présume que les règles de divulgation obligatoires annulent les avantages attribués par les contrats en termes de partage optimum des risques.[438] Une divulgation fautive mettra en péril l'ensemble des arrangements contractuels entre les différentes parties d'une levée de fond de capital investissement. Par conséquent, le capital investissement contourne les règles relatives aux obligations de *reporting* et de divulgations d'information. Spindler élabore que l'ensemble principal du droit financier américain relatif à la levée de fond se résume au *Securities Act of 1933 (« Securities Act »), the Securities Exchange Act of 1933 (« exchange act »)* et *the Investment Company Act of 1940 (« Investment Company act »)* ainsi que le *Investment Advisers Act of 1940 (Investment Advisers Act).*[439] En vue de contourner l'obligation de souscrire toute offre publique des titres au sein du *SEC,* le *partnership* émet des titres sous le régime de placement privé soumis à la Regulation D and § 4(2) de la *Securities Act.* Ceci permet au capital investissement de déroger à l'obligation couteuse d'une offre publique de titres nécessitant la rédaction d'un prospectus et les *reportings* périodique sous le *Exchange Act.* Le nombre limité et le statut d'investisseur qualifié excluent l'offre

[437] James C. Spindler, *How Private Is Private Equity?,* The University of Chicago Law Review, Vol. 76, No. 1 (Winter, 2009), Pp. 38-43 Le journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/27654693

[438] *Ibid,* P.38

[439] *Ibid,* P.40

des titres de l'obligation de *reporting* et de divulgation d'information.[440] Le problème apparaît avec La Règle 10b-5 et § 10 (b) de *Exchange act* rendant punissable toute faute ou omission dans le *reporting* relatif aux achats ou ventes des valeurs mobilières / titres applicable aux titres publics ou des placements privés. Afin d'éviter l'application de cette règle, le capital investissement se voit obligé de minimaliser le débit d'informations divulguées aux investisseurs, minimaliser le nombre d'investisseurs et de réduire la capacité de revendre les titres de participations. En somme, le droit des valeurs mobilières américain permet un régime privé de financement sous condition d'un important coût de 20% *carried interest* et une opacité au détriment des investisseurs. L'élaboration de Spindler dévoile ainsi que la structure d'incitation couteuse, l'illiquidité des investissements ainsi qu'un contrôle indirect et faible sur la technicité des investissements résulte de l'architecture des règles de marchés financiers américains.[441] L'auteur termine en précisant que le mécanisme de gouvernance par le marché de réputation est inefficace puisque le cycle de financement ne sera pas toujours définitivement longtermiste[442]. Dans la deuxième partie de cette thèse, nous aborderons plus amplement les développements récents des droits américain, européen et français en termes de corrélation entre structure juridique et la poursuite de la liquidité financière.

[263] En addition à la structure juridique, l'efficacité institutionnelle du support du modèle de capital-risque dépend aussi de la tradition juridique. Une recherche comparant les variations institutionnelles entre les entreprises poussins (*start-ups)* développant sous le système juridique du *common law* ou *civil law* démontrait que le *common law* permet une levée de fond plus importante, une valorisation *pre-money* plus importante et obtenait un financement plus important des *angel investors.*[443] Contrairement à cela, les entreprises du droit civil obtenaient plutôt des financements des Capital-risque des corporations (*corporate venture capital)* et d'autres sources de financements telles que les aides inter-

[440] *Ibid,* P.41
[441] *Ibid,* P.43
[442] *Ibid,*
[443] Thomas W. Hall. Law, *Finance and Venture Capital: The Cost of Capital for High-Tech Firms* (July 16, 2012), L'article est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2109358 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2109358, P.30

entreprises ou aides gouvernementales. De plus, les entreprises de *common law* et américaines obtiennent une aide dominée par des aides non-pécuniaires comme les conseils et le guidance des investisseurs.[444] Finalement, les sorties dans les systèmes juridiques du droit civil sont dominés par des rachats par vente (*trade sale exit).* Cette recherche semble renforcer une idée établie dans la littérature de *Law and finance* selon laquelle le milieu institutionnel sous le droit civil semble offrir moins de protection contre une expropriation par les entrepreneurs résultant de la faiblesse des échanges dans les marchés financiers.[445] Dans d'autres recherches plus récentes, une corrélation est identifiable entre le niveau de protection accordé aux investisseurs avec la structure des marchés financiers. Un système juridique accordant des droits de créditeur plus important aurait un marché d'obligations plus important. Tandis que le système juridique adoptant une protection plus importante aux actionnaires obtiendrait un marché d'actions plus proéminent.[446]

[264] Le système juridique civiliste attribue une place importante aux financements de source bancaire plutôt qu'aux financements provenant des marchés financiers. Certains chercheurs attribuent un raisonnement politique et historique à ce constat. Une théorie fondée sur l'approche historique, économique et politique retrace l'origine de la domination du financement bancaire dans les pays Européens à tradition civiliste aux modalités des besoins de la reconstruction après la seconde guerre mondiale.[447] Plusieurs raisons de nature économique et politique telles que la disponibilité de la force de travail abondante, la sensibilité aux risques[448]. La stabilité du financement bancaire était considérée comme plus adaptée à la volatilité des marchés financiers.[449] Les marchés financiers étaient

---

[444] *Ibid*

[445] Rafael La Porta, Florencio Lopez de silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, Legal Determinants of External Finance, The Journal of Finance, Vol. LII, No. 3, Juillet 1997, Pp. 1131-1150, P.1149

[446] Xian Gu et Oskar Kowalewski, *Law and Structure of the capital markets*, Institute of Economics of the Polish Academy of Science, INE PAN Working Paper Series December 2014, Working Paper #14-04, Le document de travail est accessible sur le lien: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/61003, P.33

[447] Mark J. Roe, *Legal Origins and Modern Stock Markets*, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 563, Septembre 2006, Le journal est accessible sur le lien suivant : http://papers.ssrn.com/abstract_id=9089872, P.35

[448] *Ibid*

[449] *Ibid*

aussi considérés comme plus aptes au financement des technologies nouvelles et tandis que les banques préféraient le financement des technologies préexistantes. Ainsi, la nécessité de reconstruction de l'Europe continentale après-guerre favorisait une structure économique axée sur le financement bancaire.

[265] D'autre part, un raisonnement juridique explique la dominance du financement bancaire au financement centré sur les marchés financiers dans les systèmes juridiques de tradition civiliste. O.E Ergungor postule que pour des raisons historiques, les Courts de justice des systèmes juridique des pays à tradition juridique civiliste sont dépourvues d'un pouvoir d'interprétation discrétionnaire aussi étendu que les Courts du *common law*.[450] L'interprétation stricte à la lettre des codes de droit dans la tradition civiliste met le système juridique civiliste en désavantage en comparaison avec les juges du *common law*. Ces derniers possèdent un pouvoir interprétatif plus étendu capable de pénaliser d'une manière plus effective les actes opportunistes des entreprises au profit des investisseurs.[451]

B. Le droit civil et la flexibilité contractuelle

[266] Eric Brousseau, considère que la *common law* permet un ajustement des contrats en cours d'exécution face à un environnement volatile et changeant, source d'incertitude.[452] Le droit privé américain reconnaît la possibilité de maintenir un contrat incomplet en comparaison avec le droit civil français.[453]

[267] Selon, ce dernier, la notion de contrat aux Etats-Unis est fortement marquée par l'influence institutionnelle dans l'économie des contrats résultant d'une conception de fond du modèle optimal d'un contrat.[454] Le problème réside dans la rédaction d'un contrat pouvant prendre en considération une variable nécessaire à la révision d'un contrat lorsque l'exécution *ex post* reste impossible.

---

[450] O. Emre Ergungor, *Market vs. Bank-based financial systems : Do rights and regulations really matter?,* Journal of Banking & Finance 28 (2004) pp.2869-2887, P.2870

[451] *Ibid,* P.2871

[452] Eric Brousseau, *Did the common Law Bias The Economics of Contract ... And May It Change?*, Law and Economics in Civil Law Countries, 2001, vol 6. Of "The Economics of Legal Relationship", N. Mercuro (ed.), JAI Press

[453] *Ibid*, P.14

[454] *Ibid,* P.4

[455] L'optimalité des contrats dérive donc de l'existence de deux mécanismes endogènes aux contrats : (a) les règles supplétives (*default rules)* et (b) les mécanismes de renégociation. [456] Les *Default rules* se réfèrent aux règles applicables dans le silence du contrat ou en d'autres termes le régime légal applicable en l'absence de clause contractuelle contraire. [457] Les sources des *default rules* sont la reconstruction par le juge de l'intention prévue des parties si elles avaient été en accord, l'usage professionnel trouvé dans les *Restatements of Contracts* et *l'Uniforme Commercial Code.* [458] La flexibilité devient garant de l'optimalité des droits avec toutefois un cœur du contrat de nature non-renégociable se référant aux règles supplétives (*default options / default rules)* et un mécanisme de renégociations[459].

[268] La doctrine juridique aux Etats-Unis appréhende schématiquement le contrat comme étant l'expression de la volonté des cocontractants en tant qu'êtres libres, égaux et responsables résultant à l'inutilité d'une intervention du juge dans la formation et la rédaction du contenu des contrats.[460] Contrairement à cette vue partant de la souveraineté exclusive des individus contractants, le contrat dans la doctrine juridique romano-germaniste et de manière spécifique française lie la force obligatoire des contrats à la conformité au droit objectif (formalisme).[461] Le droit des contrats / droits des obligations devient donc la moyenne principale de coordination tandis que dans le droit *common law,* le droit sert à faciliter la

---

[455] *Ibid*

[456] *Op cit*

[457] Thierry Kirat, *L'Allocation des Risques dans les Contrats : De L'Economie des Contrats « Incomplets » à la Pratique des Contrats Administratifs*, Revue Internationale de droit économique 2003/1 (t. XVII, 1), p. 11-46. DOI 10.3917/ride.171.0011, L'article est accessible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-internationale-de-droit-economique-2003-1-page-11.htm, P.17

[458] *Ibid,*

[459] *Op cit,* Eric Brousseau, *Did the common Law Bias The Economics of Contract … And May It Change?*. Law and Economics in Civil Law Countries, vol 6, of "*The Economics of Legal Relationship*", 2001, N. Mercuro (ed.), JAI Press, P.14

[460] Eric Brousseau, *L'Economiste, Le Juriste et le Contrat*, Juin 2000, *in* « Le Contrat au début du XXIe Siècle ; Mélanges en l'honneur de M. Jacques Ghestin », sld. M. Fabre-Magnan et C, Jamin.,2000, Le texte est accessible sur le lien suivant : https://www.researchgate.net/publication/297418421_L%27Economiste_Le_Juriste_et_le_Contrat , P.3

[461] Ghestin Jacques, *Le Contrat en tant qu'échange économique*, In : Revue d'économie industrielle, vol. 92, 2e et 3e trimestres 2000. Economie des contrats : bilan et perspectives, Pp.81-100, Doi : 10.3406/rei.2000.1039, l'article est accessible sur le lien : http://www.persee.fr/doc/rei_0154-3229_2000_num_92_1_1039, P.84

résolution du contrat ou prévenir l'externalité négative liée à la pratique contractuelle privé.[462]

[269] Cette vision fonctionnaliste du droit est maintenue par certains auteurs d'analyse économique du droit comme Alan Schwartz. Selon Schwartz, en résumant les œuvres d'analyse économique de droit (*Law and Economics),* les fonctions régulatrices des Etats devront se limiter à l'intervention à cinq domaines : (1) l'exécution des contrats, (2) la gestion des vocabulaires, (3) les règles d'interprétation, (4) les règles supplétives (*default rules)* et (5) les procédures de résolution des contrats.[463] Les recommandations de Schwartz mettent en exergue la différence fondamentale entre la tradition juridique civiliste et la *common law*. L'orientation économique du droit américain se distingue clairement de l'obligation de l'élément de *consideration* dans la doctrine anglo saxonne.[464] La notion de considération est qualifiable par l'existence d'une contrepartie même infime.[465] En d'autres termes, la notion de *consideration* ramène le concept du contrat du droit américain en parallèle aux contrats synallagmatiques dans le droit français. En rappel, le contrat synallagmatique est un contrat faisant naître des obligations réciproques à la charge des deux parties au contrat en application de l'article 1106 du Code Civil[466]. Par cela, le droit américain met en exergue les individus comme source primaire de la coordination privée. Pourtant certains auteurs soutiennent que la tradition civiliste en particulier le droit français possède aussi un système de gestion de l'imprévision en sens juridique et l'incertitude en sens économique. Parmi ces auteurs, il y a Thierry Kirat, dont les propos sur l'économie des contrats dans le droit des obligations français sera résumé à travers le tableau ci-dessous. Il défend l'idée selon laquelle

---

[462] *Op cit,* Eric Brousseau, 2001.*Did the common Law Bias The Economics of Contract … And May It Change?*.P3

[463] Alan Schwartz, *Contract Theory and Theories of Contract Regulation*, In: Revue d'économie industrielle, Vol. 92, 2e et 3eme trimestres 2000, Pp. 101-110, Doi : 10.3406/rei.2000.1040, Le document est accessible sur le lien http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/rei_0154-3299_2000_num_92_1_1040, P.102-104

[464] Peter Hay, *Law of the United States*, 3e édition. I. Introduction au droit américain, 2010, *Paris : Dalloz,* P.124

[465] *Ibid,* P.132

[466] Philippe Malaurie, Laurent Aynès et Philippe Stoffel-Munck, 2015, *Droit des Obligations*, 7e édition.Paris, éditions lextenso P.199

la notion économique des théories des contrats incomplets est transposable dans le vocabulaire et la conceptualisation du droit des obligations français ainsi que les remèdes correspondant à chaque source d'incomplétude.

La notion économique dans la théorie d'incomplétude contractuelle (sources d'incomplétude)	**Les institutions juridiques remédiant aux problèmes**
L'asymétrie d'information	Pour remédier à l'exploitation opportuniste de d'informations privées, il y a (1) l'obligation d'en tenir à la bonne foi (obligation de loyauté) ; (2) la sanction du dol, (3) les clauses contractuelles d'ajustement d'obligations de type « *information forcing* »
La connaissance imparfaite des états du monde futurs	Les obligations conditionnelles du code civil français, Les contrats aléatoires la force majeure et le cas fortuit les formules de prix révisables et les règles d'interprétation des obligations en présence d'une modification de l'environnement économique
Mélanges des éléments extérieurs objectifs (contingence de l'environnement) et éléments intérieurs subjectifs (comportements des cocontractants)	Les standards de bonne foi, les techniques de révision et redétermination des obligations et l'interprétation judiciaire des obligations.
L'incomplétude stratégique	L'emploi de l'interprétation des contrats – la recherche de la volonté des parties complétée par l'usage ou à l'équité dans le cas échéant.

Tableau 8 L'économie des contrats du droit des obligations français selon Thierry Kirat

Source : Thierry Kirat, *L'Allocation des Risques dans les Contrats : De L'Economie des Contrats « Incomplets » à la Pratique des Contrats Administratifs*. Revue internationale de droit économique 2003/1 (t. XVII, 1) pp. 11-46. DOI 10.3917/ride.171.0011. P.19 & P.25

[270] Le droit civil français réfutait jadis la possibilité d'une incomplétude des contrats, le concept de renégociation a postériori (*ex post renegotiation)* et l'interprétation juridique des contrats.[467] Premièrement, dans la jurisprudence française, une prise de position jurisprudentielle progressive est observable. La jurisprudence maintenait pendant la période de 1960 à 1995 à travers les « *affaires de pompistes de marque* » que toute détermination *a posteriori* des prix applicable à un contrat conduisait à la nullité des contrats cadres.[468] Pourtant désormais le jurisprudence déroge à cette position découlant d'une interprétation extensive de l'ancien article 1129[469] et exclut l'applicabilité de cet article à la détermination de prix dès lors que le prix n'est pas l'objet principal de contrat.[470] De plus, le concept de renégociation des contrats a longtemps été obstinément refusé par la doctrine et la jurisprudence française.

[271] Pourtant, un développement récent bouleverse le droit privé français avec l'entrée en vigueur de l'Ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.[471]

---

[467] Op cit, Eric Brousseau, 2001.*Did the common Law Bias The Economics of Contract … And May It Change?*..P.6

[468] Philippe Malaurie, Laurent Aynès et Philippe Stoffel-Munck, 2015, *Droit des Obligations,* P.305

[469] L'article 1129 (ancien) du Code Civil dispose que le contrat n'est valable que si la chose qui est l'objet de l'obligation est déterminée

[470] *Op cit* Philippe Malaurie, Laurent Aynès et Philippe Stoffel-Munck *Droit des Obligations*

[471] Journal Officiel de la République Française n°0035 du 11 février 2016 texte n°26, Le texte de la nouvelle loi est accessible en ligne sur le lien officiel suivant : https://www.legifrance.gouv.fr/eli/ordonnance/2016/2/10/2016-131/jo/texte

La loi française avait finalement intégré la théorie de l'imprévision dans le texte de la loi française. L'article 1195 du Code civil issu de la réforme faite par l'ordonnance ouvre la voie au processus de renégociation des contrats jadis fortement limité. L'article 1195 dispose :

« Si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation. « En cas de refus ou d'échec de la renégociation, les parties peuvent convenir de la résolution du contrat, à la date et aux conditions qu'elles déterminent, ou demander d'un commun accord au juge de procéder à son adaptation. A défaut d'accord dans un délai raisonnable, le juge peut, à la demande d'une partie, réviser le contrat ou y mettre fin, à la date et aux conditions qu'il fixe. »

[272] Il faudra se rappeler que la théorie de l'imprévision a été généralement acceptée d'une manière définitive dans le droit public français à travers l'arrêt « *Compagnie générale de Bordeaux* » du Conseil d'Etat du 30 mars 1916.[472] Le cas se résume ainsi. La compagnie générale de l'éclairage public de Bordeaux avait subi une augmentation du prix du charbon jadis imprévisible au moment de la signature du contrat de concession. Le Conseil d'Etat considère que bien que l'obligation d'assumer les variations du prix en matières premières constitue un des risques liés à un contrat de concession, l'augmentation excessive du prix de charbon ne relève pas de la volonté des parties. Le Conseil dispose que la compagnie se trouve toujours dans l'obligation d'honorer l'exécution du contrat de service mais néanmoins garantit le droit à l'accès à une indemnisation résultant des conséquences de cette situation. Le droit public français est parmi les plus

[472] Conseil d'Etat, du 30 mars 1916, 59928 publié au recueil Lebon, Le texte est accessible sur le lien suivant : https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriAdmin.do?idTexte=CETATEXT000007629465&dateTexte=

ouverts à l'influence de la réalité économique[473]. Le foisonnement des recherches reliait l'incomplétude contractuelle dans le cadre d'exécution de droit public.

[273] Malheureusement, cette ouverture n'était point partagée par les juges judicaires. Le droit privé français restait immobile face à l'acceptation de l'élément de l'imprévision dans la doctrine et jurisprudence contractuelle. La cour de cassation à travers l'arrêt du 6 mars 1876 de *Canal de Craponne* a rejeté d'une manière claire et ferme la possibilité que les juges de fond modifient les dispositions d'un contrat.[474] Cette décision a été prise sur des bases de l'article 1134 du Code Civile disposant que « *les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites. Elles ne peuvent être révoquées que de leur consentement mutuel ou pour les causes que la loi autorise. Elles doivent être exécutées de bonne foi* ». Cette position a été maintenue en dépit de quelques rares cas de tempérament jurisprudentiels comme dans l'arrêt EDF contre Shell Française et l'arrêt « Huard » du 3 Novembre 1992.[475] La jurisprudence avait dès lors jusqu'à l'entrée en vigueur de l'ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations maintenu un refus de la révision du contrat pour imprévision[476].

[274] L'entrée en vigueur de l'ordonnance n°2016-131 démontre une évolution constante du droit privé dans la tradition civiliste visant à optimaliser la gestion de l'imprévision et ainsi de remédier l'incertitude contractuelle par les outils législatifs et doctrinaux à sa portée. Cette nouveauté juridique rapproche le droit français au même niveau de flexibilité permettant une certaine acceptation d'incomplétude contractuelle. Les réformes sont dorénavant sous la forte influence des Principes de Droit Européen de Contrat (PDEC) et des Principes

---

[473] Thierry Kirat et Laurent Vidal, *Le droit et l'économie : étude critique des relations entre les deux disciplines et ébauches de perspectives renouvelées*, *in* Annales de L'Institut André Tunc (Université de Paris I), 2005, <halshs_00004883>, L'article est accessible sur le lien : https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00004883 P.17

[474] La décision est accessible sur le lien suivant : http://www.trans-lex.org/304200/mark_all/

[475] Audrey Arsac-Ribeyrolles, *Essai sur la notion d'économie du contract*, Thèse de Doctorat en droit privé à l'Université Clermont I – Université d'Auvergne – Clermont-Ferrand I, UFR de Droit et de Science Politique, Soutenue le 24 Mai 2005, French, <NNT : 2005CLF10285>, <tel-00662822>, L'article est accesible sur le lien suivant : https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00662822, P.211-216

[476] *Ibid,* P.216

UNIDROIT applicables aux contrats du commerce international et admettant l'imprévision et la faculté des tribunaux[477], à défaut d'accord entre les parties, de mettre un terme ou d'adapter le contrat « en vue de rétablir l'équilibre des prestations[478].

[275] Il en résulte que la conceptualisation longuement maintenue par les économiste du droit tel que Eric Brousseau selon laquelle seul le système judiciaire américain permettrait le maintien d'incomplétude contractuelle ouvrant la voie à l'exécution des clause de renégociations, de clauses d'ajustement et de l'interprétation judiciaire [479] se trouve érodée avec la progression de la jurisprudence et les amendements législatifs récents. La trajectoire idéale portant sur les limitations d'intervention régulatrice de gouvernement prescrite par Schwartz se trouve ainsi requalifiée à une différence de politique de droit. La flexibilité accrue du droit français souligne la capacité du droit français à se dégager de la rigidité du formalisme à travers les différents mécanismes juridiques décrit par Thierry Kirat dans le tableau ci-dessus.

[276] Ainsi, préalablement, les Etats adoptant une droit civiliste reconnaissaient un rôle accru des banques comme un intermédiaire puissant se substituant au rôle des investisseurs individuels. Ces derniers ayant été dépourvus d'une protection juridique compréhensive. Les banques possèdent une position de négociation économique prépondérante face aux entreprises récalcitrantes en détenant la menace de refuser l'accès au service d'intermédiation que seules possèdent les banques à travers le monopole bancaire. [480] Ceci résulte d'une domination des intermédiations bancaires dans les systèmes juridiques civilistes. Mais en général la nature flexible du système de *common law,* dans l'application du droit et des régulations bancaires et financières conduit à une amélioration

---

[477]Virginie Reynès, *La théorie de l'imprévision : la révolution n'aura (peut-être) pas lieu*, 9 Juin 2016, L'article est accessible sur le lien http://droit-des-affaires.efe.fr/2016/06/09/la-theorie-de-limprevision-la-revolution-naura-peut-etre-pas-lieu/

[478] Principes UNIDROIT article 6.2.3. Le texte des principes UNIDROIT est accessible sur le lien suivant : http://www.unidroit.org/fr/instruments/contrats-du-commerce-international/principes-dunidroit-2010-fr

[479] *Op cit.* , Eric Brousseau, 2001.*Did the common Law Bias The Economics of Contract … And May It Change?*.P14

[480].*Ibid,* P.2873

significative du droit des actionnaires et des créanciers et un meilleur essor des marchés financiers et du secteur bancaire.[481]

[277] La plupart des recherches réfutent l'objectivité des postulats reliant la structure de domination du marché financier avec le progrès économique en termes d'industrialisation. Thorsten et Levine à travers deux articles exposent que malgré l'existence d'une corrélation entre l'essor du domaine financier avec le développement économique, il n'existe pas de preuve qu'une forme d'allocation de capital procure une supériorité ou avantage par rapport à l'autre en terme de développement économique.[482] Néanmoins, la nature concurrentielle des marchés de technologie actuelle axée sur la poursuite constante de l'innovation technologique met en avant l'importance de la recherche et développement d'une nature incertaine. Ceci force les Etats à adopter un mode de financement mieux adapté pour affronter l'incertitude extrême de la compétition technologique.

[278] En relation à cela, tenant compte des développements présentés dans les sous chapitres précédents, il s'avère clairement que l'institution du capital risque s'inscrit dans une configuration dominée par un marché financier d'actions. L'accumulation d'une gouvernance contractuelle flexible, une sortie lucrative par les marchés financiers et un niveau de protection des investisseurs accru et sophistiqué garanti par le droit *common law* permet au modèle de financement de l'innovation américain de s'imposer comme modèle idéal du capital risque. L'idée centrale de l'archétype du financement américain réside dans le maintien de la possibilité de moduler les investissements en contingence sur l'occurrence d'un état de la nature ou sur une nouvelle information. Cette flexibilité est assurée *ex ante* à travers la technique de *securities design,* l'échelonnement du financement et le contrat incomplet fusionnant les contrats explicites et relationnels ainsi qu'*ex post* à travers des clauses de véto et de contrôle et les décisions interprétatives des Courts de la justice *common law.*

---

[481] *Ibid,* P.2885

[482] Les deux articles confirmant ce constat sont: Thorsten Beck et Ross Levine, Industry *growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter ?*, Journal of Financial Economics 64, (2002) pp.147-180 et Ross Levine, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems : Which is Better ?,* Journal of Financial Intermediation 11, (2002), Pp 398-428, Doi :10.1006/jfin.2002.0341

[279] L'entrée en vigueur de l'ordonnance portant sur la réforme du droit des contrats intègre désormais la notion de renégociation a posteriori des contrats. Ceci attribue un caractère important au droit des obligations français : une flexibilité étendue se rapprochant du modèle contractuel anglo-saxon. Dans les développements futurs, il serait probable que la protection meilleure en faveur des investisseurs soit communément acceptée dans la tradition civiliste en général et le droit français en particulier. Dans le cas positif à cette projection, le droit français pourra ainsi développer un modèle de financement plus adapté à l'incertitude tel qu'en vigueur aux Etats-Unis. Pourtant une recherche future à caractère plus approfondi dédiée à cette constatation s'avèrera nécessaire pour confirmer cette hypothèse. Un point important peut être formulé concernant le développement récent : la nature incertaine de l'économie moderne axée sur la poursuite de l'innovation nécessite la flexibilisation du droit des contrats et les législateurs acceptent la primauté de ce constat. Les contrats financiers tel que pratiqués aux Etats-Unis se voient à l'image du modèle économique de la théorie du contrat incomplet.

[280] La notion d'incomplétude contractuelle contribue largement au droit américain en particulier dans la conception des droits et technique contractuels.[483] La théorie des contrats incomplets souligne l'importance de l'intégration de la possibilité de renégociation en vue d'internaliser l'imprévision dans la conception et l'exécution du contrat.[484] En plus, la théorie d'incomplétude contractuelle recommande l'établissement d'une précaution *ex ante* dans la rédaction des contrats complétée par un mécanisme autoritaire pour compléter le contrat tel qu'à travers le mécanisme de renégociations. Les vertus de la flexibilité des contrats incomplets résidant au cœur des contrats de financement de capital-risque américain clarifient le mystère de la supériorité institutionnelle américaine dans le financement de l'innovation. La mobilisation de techniques contractuelles sophistiquées nécessitant une structuration incomplète est comblée par l'activisme

[483] Roger Tafotie, *L'Incomplétude contractuelle comme imprévision endogène ou structurelle du contrat,* Avril 2015, Document de travail No.4, Faculté de droit Université McGill et Université de Montréal, Le document de travail est accessible sur le lien suivant : http://www.analyseeconomiquedudroit.com/Documents-de-recherche.html P.22

[484] *Ibid,* P.23

des investisseurs de capital-risque visant à constamment renégocier les conditions de financements selon l'occurrence de l'imprévu et les signaux de marché permettant d'y remédier. En jurisprudence, le système *common law* américain encourage la flexibilité contractuelle centré sur l'intérêt économique des agents privés sans se préoccuper en profondeur du concept d'équité inspiré de la justice commutative tel que présent dans le droit civil. La notion d'efficacité reléguée en mot d'ordre gouvernant le contrat rend possible une structure de coordination proche des marchés avec la présence constante des *real options* à la disposition des investisseurs.

[281] Ainsi, l'acception par voie de législation de la théorie de l'imprévision facilitera l'absorption du modèle cognitif inspiré de l'incomplétude contractuelle dans le droit français. Cette tendance juridique s'inscrit dans un ensemble de réformes é de l'architecture juridique du droit civil français faisant face aux nouveaux défis de la réalité économique devenue hautement incertaine. La domination des institutions financières démontre un double phénomène - qui sera expliquer dans les sous chapitres suivant – où la logique financière permet d'affronter l'incertitude économique mais est aussi source primordiale d'incertitude (imprévision en termes juridiques). La flexibilisation du droit des obligations français sous la pression économique pave le chemin pour l'économie français vers une économie fondée sur l'innovation. Pour cela, la flexibilité contractuelle au cœur du modèle de financement américain devient d'une manière fixe un élément de la structure fondamentale du droit français. La deuxième partie de cette thèse confirmera d'autres manifestations subies par la structure juridique pour convenir aux prérequis de la nouvelle économie de l'innovation.

[282] Le sous-chapitre suivant portera sur l'évolution du modèle du capital-risque américain vers une gouvernance des marchés concurrentielle par intermédiation du capital-risque. Ce modèle, prévalent dans la Silicon Valley renforce l'avantage compétitif de l'écosystème américain en termes de poursuite constante d'innovation technologique.

Section II. *VC mediated Innovation* (Le modèle d'Aoki) : évolution de l'archétype

A. La structure d'écosystème au Silicon valley

[283] Dans le sous-chapitre précédent, nous avons mentionné que l'archétype du financement de l'innovation américaine est constitué de trois éléments principaux : (1) Un financement exogène de l'innovation, (2) Une fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle, (3) Un marché financier liquide en guise de moyen de sortie idéal. Le deuxième et troisième point étant amplement développés auparavant, il ne reste que le premier point à aborder.

[284] Le modèle de *cluster* d'innovation mondiale tend à désigner la *Silicon Valley* américain en tant que modèle d'une région productrice d'innovation technologique. Le modèle de gestion du modèle de *Silicon Valley* diffère largement du modèle managérial conventionnel. Il organise les différences en plusieurs aspects comme suit[485]. Premièrement le modèle se concentre sur une finalité stratégique tournant autour de l'innovation et des croissances externes. Les valeurs de fond sont l'entreprenariat, le désir des prises des risques et un rôle restreint des directeurs en tant que facilitateurs ou entraineurs laissant libre parcours aux membres de l'équipe. L'organisation est de texture ouverte, horizontale et sélectivement décentralisée en constante recherche d'innovation endogène ou exogène. Les moyen de coordination sont subséquemment simplifiés et réduits à des visions, valeurs communes, règles simplifiées et des priorités clés. Finalement le coût d'innovation est plus important que dans une organisation de modèle traditionnel. Les différentes caractéristiques du modèle *Silicon Valley* se résument en six principes[486] : (1) La capacité dynamique se manifestant par une poursuite obsessionnelle des opportunités des affaires ; (2) Une organisation fondée sur une altération constante structurée de manière à capter tout flux d'idée et même à générer l'innovation : (3) Une approche fondée sur les personnes laissant libre la gestion au niveau micro mais maintenant une évaluation

[485] Annika Steiber et Sverker Alänge, 2016.*The Silicon Valley Model, Management for Entrepreneurship*, Berkeley : Springer, P.151

[486] *Ibid,* P.153-155

constante ; (4) Une organisation flexible visant à augmenter l'efficience d'une manière journalière : (5) une organisation ouverte et hautement resautée à l'écoute des nouvelles sources d' innovation externes ou internes et (6) Une approche systémique et modulaire avec comme finalité la poursuite de la croissance et l'innovation.

[285] Les principes gouvernant le modèle de *Silicon Valley* s'inscrivent dans l'idée selon laquelle la ville elle-même est une large firme composée d'un réservoir de main d'œuvre qualifié. Historiquement, les habitants de *Silicon Valley* s'étaient toujours considérés comme une plateforme pour l'industrie. [487] La ville avait érigé un système facilitant l'adaptation des régulations régionales en vue de supporter la présence accrue des industries telles que par la création du *Council on Tax and Fiscal Policy.*[488] Les habitants acceptent le principe qu'ils sont considérés comme un ensemble de compétence en quête de constante réinvention dans un milieu de travail changeant. [489] En d'autres termes, la condition sociologique de la *Silicon Valley* supporte amplement la transformation de la ville en réceptacle d'un projet à grande échelle de l'innovation.

B. Le modèle d'Aoki

[286] Certains chercheurs concentrent leurs efforts à déconstruire la véritable nature de gouvernance prévalant dans cette *Valley.* Un des modèles émergents est proposé est la gouvernance par tournoi (*gouvernance by tournament)* par Masahiko Aoki. Ce dernier adopte un modèle de la programmation informatique dite « orientée objet ». L'idée serait la construction d'un objet assemblé par la contribution compétitive entre différentes *start-ups* composant la bibliothèque des objets composant le nouveau produit.[490]

---

[487] J.A. English-Lueck, *Silicon Valley reinvents the company town*, Elsevier Futures, Volume 32, Issue 8, Octobre 2000, pp 759-766, Le Journal est accessible sur le lien suivant : http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0016328700000264, P.765

[488] *Ibid,* P.762

[489] *Ibid,* P.763

[490] Op cit Gael Imad'Eddine, *Analyse Institutionnelle et organisationnelle des logiques et des fonctions du capital-risque au Japon*, P.44

[287] D'un point de vue de l'ingénierie, la finalité d'un processus de modularisation serait pour [491]: (a) faciliter la gestion de la complexité, (b) pour rendre possible le travail parallèle et pour (c) réduire l'incertitude du futur. Pourtant la modularité conduit à des répercussions importantes dans le domaine financier et de l'industrie. En se fondant sur les données de la valeur des marchés de l'industrie d'ordinateur de l'année 1950-2002, Carlis Y Baldwin et Kim B Clark avaient conclu que la modularité dans le design de systèmes d'ordinateurs complexes avait abouti à la création de valeur, la dispersion de valeur en une multitude et finalement une re-concentration des valeurs nouvelles.[492]

[288] La modularité en cours se définit comme une division du travail de design et de production parmi un nombre de groupements indépendants. La chaîne principale reliant les différents groupes ou firmes indépendants sera les règles de design (*design rules).* Ces règles gouvernent l'architecture, l'interconnexion et la standardisation du système, assurant ainsi la compatibilité entre les différents composants modulaires [493] . La corrélation entre l'ingénierie des systèmes complexes réside dans la ressemblance en caractéristique entre l'incertitude dans le design final attribuant une forme similaire aux *real options* dans le processus de détermination du design final. [494] En d'autres termes, les *designs rules* est comparable aux *defaults rules* de l'incomplétude contractuelle et les *real options* s'exercent par une compétition parmi les acteurs indépendants pour définir le modèle optimal. Le capital-risque dans ce cas sert à une fonction de médiatisation de l'information systémique sur l'évolution du cadre industriel parmi les différentes entreprises concurrentielles et indépendantes[495]. En d'autres termes le capital-risque s'installe dans une configuration de gouvernance par rapport à une

[491] Carliss Y, Baldwin et Kim B. Clark, 2006, *Modularity in the Design of Complex Engineering Systems, Chapitre 9* dans mélanges de Dan Braha, Ali A. Minai, et Yaneer Bar-Yam ed. 2006.*Complex Engineered Systems : Science Meets Technology*, Cambridge : Springer, Pp. 175-205, P. 175

[492] *Ibid,* P.179

[493] *Ibid,* P.180

[494] *Ibid,* P.182

[495] Masahiko Aoki, *Information and Governance in the Silicon Valley Model*, Document de travail de Standford University Department of Economics, Octobre 1998, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www-siepr.stanford.edu/workp/swp99028.pdf .P.17

architecture modulaire de l'innovation.[496] La gouvernance se manifeste par un financement des projets par compétition pour sélectionner le meilleur en termes d'accord avec les normes technologiques. Le capital-risque sert de médiateur d'information et d'initiateur dans la formation d'un nouveau système produit par la sélection et la combinaison des produits modulaires *ex post.* [497]L'intermédiation de l'information par le capital-risque entre les différentes entreprises indépendantes construit un mécanisme d'incitations par compétition (tournoi) parmi les différents acteurs de marché. Ce modèle se limite pourtant pour des cas dans lesquels des projets de développement possèdent un grand potentiel de générer des revenus signifiants, l'incertitude liée à la technologie est importante mais l'incertitude des marchés est réduite.

[289] Le modèle modulaire d'Aoki prévalant dans la *Silicon Valley* démontre que la notion de flexibilité dans le financement de l'innovation dépasse les frontières de la simple relation du capital-risque avec les *start-up.* Il constitue l'essence de l'archétype de financement de l'innovation américain distingué par une intervention constante des normes d'évaluations financière dans la gestion de l'entreprise. Le mode de gestion modulaire médiatisé par le capital-risque nécessite la fonction de *monitoring* constant et une sélection fusionnant une logique de gestion et de finance. L'incertitude du modèle final est remédiée par une gestion axée sur une logique concurrentielle et par l'exercice d'un *real option* par le capital-risque et les acteurs établis du marché. L'entreprise « gagnant » du tournoi aura le choix d'une sortie soit par acquisition par l'entreprise détentrice du standard ou par une sortie par IPO. Il est clair que l'innovation exogène ou externalisée évolue vers une innovation décentralisée et constituer une structure de quasi-marché. Ainsi le modèle de l'innovation intégrée dans une firme est délaissé par une innovation exogène constituée en marché concurrentiel. La poursuite du processus de financiarisation de l'économie contribue à la généralisation de ce modèle jusqu'à qu'elle s'impose comme une modèle archétype de l'innovation au niveau mondial. Par la suite, la plateformisation de

[496] Masahiko Aoki et Hirozaku Takizawa, Information*, Incentives, and Option Value: The Silicon Valley Model,* Journal of Economic Literature 30 (2002) pp.759-786, Doi:10.1006/jcec.2002.1804 , P.762

[497] *Ibid,* P.764

l'économie avec la montée de l'internet 2.0-4.0 accroît le réseautage du modèle alimentant ainsi la *Silicon Valley* par un choix encore plus riche de flux d'innovation et de capital. Les deux aspects (financiarisation et plateformisation) seront explorés dans les sous-chapitres suivants.

[290] En guise de conclusion de ce sous-chapitre, l'élaboration de l'archétype du modèle de financement du capital-risque américain révèle une corrélation étroite entre la finance par le capital-risque et la gouvernance privée (*private ordering),* le caractère dirigiste des fonctions et finalités économiques sur le droit et la dépendance à l'échange boursier comme moyen de sortie d'investissement. La flexibilité contractuelle devient la notion clé du modèle institutionnel de financement de l'innovation américaine. L'incomplétude des contrats s'appuyant sur la liberté contractuelle de la *common law* est centrée sur les agents économiques plutôt que le droit comme créateur de fonction de coordination économique. Ceci confère une forme de « *réversibilité* » adaptive dans les contrats de financement rendant la texture des contrats plus ouverte et malléable face à l'incertitude économique ou l'imprévision en termes juridiques. Ces constats nous amènent à se questionner sur la logique opératoire de l'institution financière elle-même. Ceci facilitera l'évaluation sur la nature et trajectoire du cadre règlementaire français et européen visant à reproduire les arrangements institutionnels prévalent aux Etats-Unis. Pour cela, un approfondissement synthétique de la pensée néo-institutionnaliste française s'impose dans les développements suivants. Cette fois, une nouvelle notion sera présentée : la liquidité financière.

Chapitre II Le concept de fond du néo-Institutionnalisme financier : le cas de l'école française

Section I. La Thèse d'André Orléans : convention financière et liquidité financière

A. Le conventionnalisme Français : cadre analyse de valeur, critique du néoclassique et la notion centrale de liquidité

[291] La discipline économique se fonde sur un champ de vue étroit composé par deux hypothèses : L'agent économique (H1) et l'interaction sociale (H2)[498]. L'agent économique H1 est supposé être un individu rationnel à la seule poursuite de son intérêt personnel et fonctionnant sur une base de maximalisation utilitariste. L'interaction sociale reliant les décisions de ces agents économiques (H1) prend la forme du marché. La logique découlant des deux hypothèses citées (H1) et (H2) est définie comme *logique marchande pure*[499]. Pourtant dans la vie économique en particulier et dans la réalité entrepreneuriale, les liens existant sont éloignés de la vision de contrat marchand. Divers phénomènes sociaux tels que les liens d'autorité, l'identification à l'organisation et bien d'autres se voient exclus d'un raisonnement de rationalité marchande. La théorie économique traditionnelle adoptant les deux hypothèses H1 et H2 réunies confond les dynamiques économiques des marchés avec la dynamique des seuls marchés concurrentiels[500]. Pour cela certaines écoles de pensée économique telle que l'Ecole de Régulation de Boyer, la « *New Economics of Information* » de J. Stiglitz et les Néo-institutionnaliste de Williamson tentent d'étendre la logique de la rationalité instrumentale (H1) et du contrat marchand (H2) aux domaines de

[498] André Orléan, *Vers un modèle Général de la Coordination Economique Par les Conventions*, *In* Mélanges sous la direction de André Orléan intitulé « *Analyse économique des conventions* 2e édition, Paris : Presses Universitaires de France, 2000, P.50

[499] *Ibid*

[500] *Ibid,* P. 51

l'organisation, de l'institution et des normes sociales.[501] L'endogénéisation de ces deux hypothèses prend la forme d'un arrangement contractuel optimal entre deux ou plusieurs individus.[502] En d'autres termes, l'économie tente d'analyser l'organisation par le biais d'une extension de la logique marchande tout en adoptant une démarche réductionniste dans le procès.

[292] Tenant compte du fait que cette thèse reprend une analyse économique (contractuelle) du droit alors d'une manière subséquente, les postulats théorétiques sont inévitablement soumis aux limitations décrites par la pensée conventionnaliste. Dans les développements précédents, nous avons démontré que la théorie contractualiste américaine adopte la configuration théorique de la vision néo-classique axée sur la généralisation de la rationalité instrumentale et de la coordination marchande dans une marche de concurrence parfaite. Les nouveaux apports théoriques des néo-institutionnalistes américains portent sur la mise en question de la rationalité parfaite de l'agent économique. En contrepartie, les néo-institutionnalistes américains avaient étendu la notion de la rationalité parfaite pour prendre en compte la rationalité limite (*bounded rationality)* des agents économiques. Les néo-institutionnalistes américains développent aussi une condition du marché plus réaliste avec l'adoption de la vision de l'asymétrie de l'information et l'intègrent dans la conception d'un contrat incomplet ouvrant la voie à une réadaptation selon la dynamique du marché.

[293] Les néo-institutionnalistes français diffèrent de leur homologues américains en prenant la vision révisionniste plus en avant. Les conventionnalistes remettent en cause le concept de rationalité, la dynamique du marché et intègrent le concept des conventions et du pouvoir dans l'analyse institutionnelle. Il est toutefois important de noter que les néo-institutionnalistes français maintiennent la vision néo-classique de l'individualisme atomistique mais le complètent avec une vision conventionnaliste des institutions économiques.

---

[501] *Ibid*

[502] Favereau O., « *Marché internes, marchés externes* » Revue Economique, 40 (2), 1989, mars p. 273-328 p. 283

[294] En abordant le droit financier ou le droit des valeurs mobilières à travers la théorie néoclassique de la finance et la théorie néo-institutionnelle américaine, nous avons confirmé que le mouvement pour la transparence et la protection par la divulgation de l'information fortement centrés sur l'autonomie individuelle, la liberté contractuelle, la gouvernance privée et la divulgation de l'information succèdent à la préférence pour une gouvernance purement contractuelle des investissements. Le capital investissement en particulier et l'investissement en Fonds d'Investissements Alternatifs en général deviennent un modèle de choix. Ceci coïncide avec la montée en puissance de la finance des marchés et par la suite des fonds d'investissement alternatifs. L'école néo-institutionnaliste américaine représentée par les contractualistes poursuit la propagation de la supériorité de la gouvernance contractuelle en prenant comme exemple l'ingénierie contractuelle du capital risque.[503]

[295] L'école conventionnaliste française choisit un parcours différent du néo-institutionnalisme américain en décelant une logique particulière à l'institution financière. 3 points principaux méritent un focus particulier: (1) la rationalité parfaite ou la rationalité limitée de l'agent économique se voit substituée par la rationalité mimétique et l'autoréférentialité, (2) l'introduction de la notion de liquidité financière et (3) la nature conventionnelle de la coordination et de la valorisation financière ainsi que la stabilité des marchés. Ces différents éléments seront abordés dans les développements suivants.

[503] *Op cit.* Pavlos Masouros, *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*, 2009

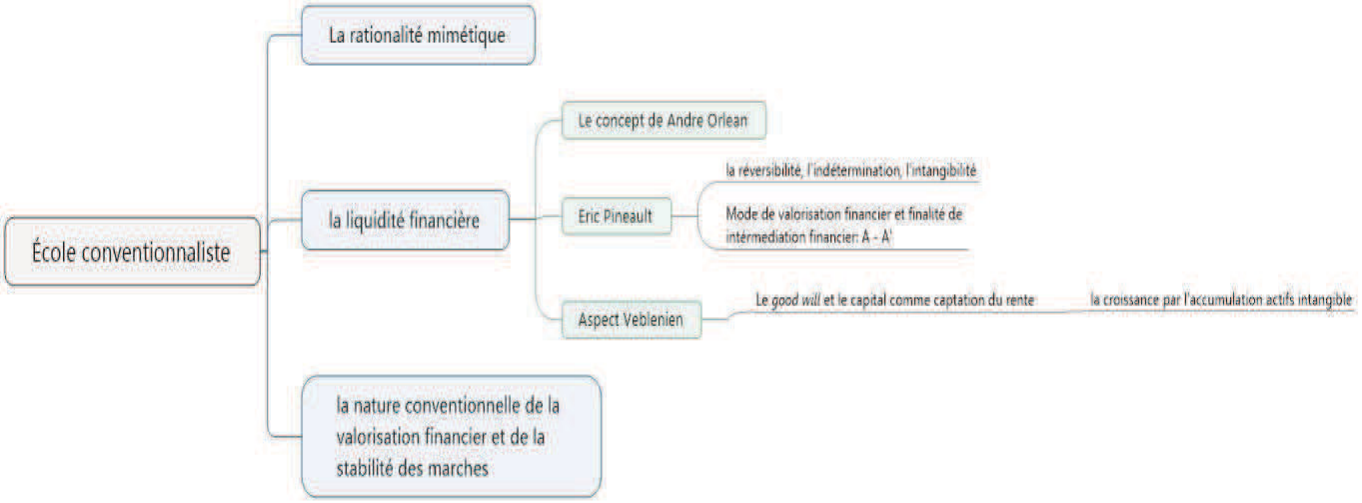


Figure 11 Schéma simplifié de l'école de pensée conventionnaliste

[296] Le progrès des courants de pensée s'inscrivant dans l'école de la théorie économique institutionnaliste ramène au renouvellement de ce courant de pensée par les Néo Institutionnalistes. Parmi les écoles néo-institutionnalistes existe un courant particulier essentiellement français : l'école de la régulation avec les précurseurs et figures connus tel que : Michel Aglietta, Robert Boyer, Benjamin Coriat, Alain Liepietz, et Jacques Mistral.[504] Cette école se distingue diamétralement de l'école de pensée anglo-saxonne contractualiste et connue sous le terme de l'école de régulation avec un courant particulier : le conventionnaliste.

[297] Cette école de pensée fonde la pensée sur une réflexion du non-éclatement et la stabilité des structures minées de contradictions.[505] La réponse de cette école repose sur la vision que le marché n'est ni autorégulateur ni auto régulé mais plutôt maintenu par des ajustements faits par les institutions. Dans le cas du capitalisme industriel, le concept du « rapport salarial » présenté par Robert Boyer permet de maintenir le régime d'accumulation du capitalisme industriel en France après 1945 et par la suite avait permis l'alignement de la moyenne du

[504] Jean-Marie Albertini et Ahmed Silem, *Comprendre les théories économiques*, 5e édition, 2011, Paris, editions du seuil, P.576

[505] *Ibid,* P. 584

salaire avec la productivité.[506] Pour Michel Aglietta de la même école de pensée, les différents régimes d'accumulation se définissent par le régime de financement dont le capitalisme patrimonial Fordiste constitué autour de la notion du salarié et de l'actionnariat[507].

[298] Le fil de pensée du courant néo-institutionnaliste se dessinant autour du concept de l'ajustement institutionnel permet d'identifier le cœur de l'évolution. Dans les termes du courant plus avancé des néo-institutionnaliste – les économies évolutionnistes se calquent aux modèles biologiques pour déterminer la course de l'évolution historique et comportementale des organisations économiques.[508] Néanmoins cette recherche explorera le courant de pensée institutionnelle dans la lignée de l'école de régulation pour des raisons épistémologiques. Le courant de pensée évolutionniste dépend d'un modèle épistémologique inspiré de la Science biologique dont la fondation causale propre aux Sciences exactes se traduira par une simplification extrême de la vision sociale dans le cas de transposition au droit et aux sciences sociales.

[299] En revenant à la constatation de Michel Aglietta, le capitalisme patrimonial de l'ère de l'industrie Fordiste fondé sur la configuration institutionnelle Rapport Salarié – Actionnaire se voit ainsi profondément transformé par le processus de prise de pouvoir par une nouvelle forme d'actionnariat intermédiatisé par les fonds financiers[509]. Ce processus connu sous le terme de financiarisation remet en cause les ajustements institutionnels de l'ère Fordiste. Avant d'aborder en détail le procès systémique de la financiarisation et les effets néfastes de démantèlement de l'entreprise industrielle, il s'avère important d'expliciter l'élaboration théorique sur l'évolution de l'institution de l'entreprise avec la montée d'une nouvelle configuration institutionnelle. En se référant aux constats faits par Michel Aglietta sur la centralité du régime de financement dans la détermination du régime d'accumulation, l'évolution de

---

[506] *Ibid,* P. 585

[507] *Ibid*,

[508] Richard R.Nelson et Sidney G. Winter. *An Evolutionary Theory of Economic Change.*1982, Cambridge : The Belknap Press of Harvard University Press, P.9

[509] Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, 2004, Paris : Bibliothèque Albin Michel économie, P.20

l'économie aujourd'hui sera par conséquent liée au mode de financement de l'entreprise. Ce raisonnement logique éclairera la relation entre le rôle croissant du capital investissement en général et le capital-risque en particulier dans la formation d'un nouveau mode d'accumulation.

[300] Par la suite, il sera donc impératif d'explorer le concept du capitalisme financier et le noyau de l'institution elle-même : la liquidité financière. L'élaboration théorique attribuera un cadre de référence théorique complété par la suite des observations sur les nouveautés techniques apportées par la plateformisation de l'économie (cadran 2.0 – 4.0) de l'internet.

Les développements porteront sur les sujets suivants :

(1) L'énoncé théorique de l'économie institutionnaliste (2) la place de la vision néoclassique de l'information dans l'analyse économique du droit (3) Identification de la Corrélation entre l'énoncé économique et la dynamique juridique liée au sujet de la thèse : le capital risque (4) une analyse des évolutions probables du capital risque en se fondant sur la logique institutionnelle de la finance

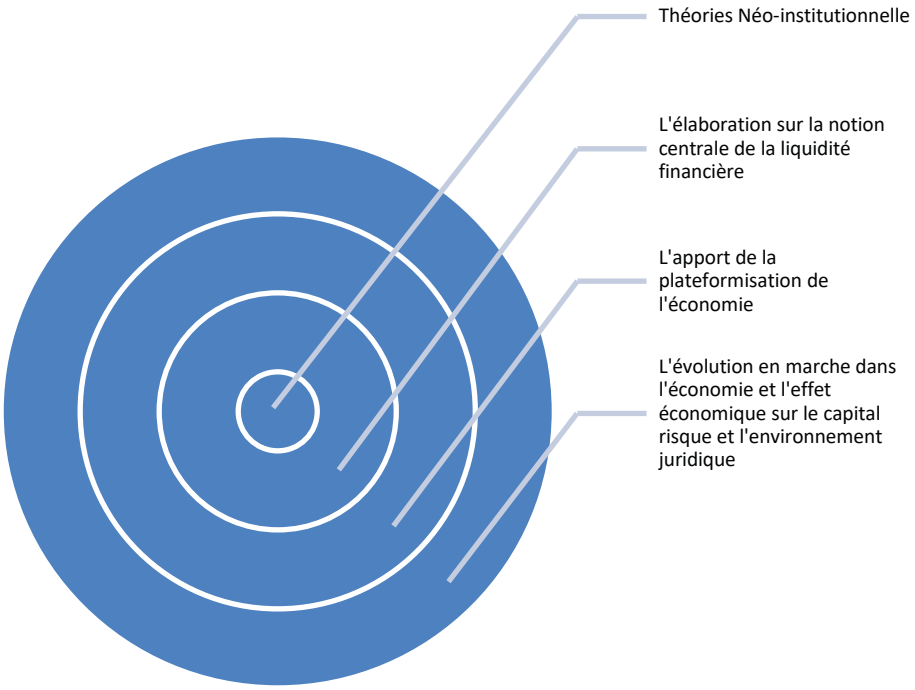


Figure 12 Schéma sur l'application du néo-institutionnalisme français sur l'institution financière

Le schéma ci-dessus décrit les phases du raisonnement pour comprendre l'application du paradigme des néo-institutionnalistes français sur l'institution financière. Une attention particulière sera ensuite accordée à la notion de la liquidité constituant la pierre angulaire de toute institution financière. Au final il sera pertinent de consolider les apports des théories néo-institutionnaliste françaises en comblant les lacunes existant au sein des théories de la finance classique et la théorie contractualiste américaine.

[301] Ce développement abordera l'institution financière à travers l'outil théorique du courant économique néo-institutionnaliste et la sociologie institutionnelle. L'élaboration de l'institution financière sera étalée en quatre étapes:

- ⇨ La genèse et le mécanisme créateur de la formation de la liquidité financière
- ⇨ Le mécanisme de fonctionnement et du maintien de la liquidité financière
- ⇨ L'apport de la plateformisation de l'économie à l'institution financière

La compréhension de ces modalités de fonctionnement institutionnelles du capitalisme financier avancé permettra de décrire la trajectoire de l'évolution du capitalisme financier avancé en général et le capital-risque comme composant inaliénable de l'expansion et de la mutation du capitalisme financier avancé.

[302] La vision conventionnaliste de l'économie part d'une critique fondamentale de la valeur économique. Pour l'économiste André Orléan dans son ouvrage sur la valeur, le cœur du concept de la valeur rejoint la vision Durkheimien donc sociologique de la valeur[510]. En d'autres termes, la valeur est un fait social motivant les gens à agir et non une mesure.[511] Le marché poursuivant cette ligne de pensée devient un lieu de calcul poursuivant une rationalité instrumentale de l'utilité ayant pour vecteur centrale le désir de monnaie.[512] La monnaie obtient une position centrale dans l'analyse conventionnelle de l'économie puisqu'elle possède deux attributs principaux : un pouvoir d'achat général rendant toute marchandise accessible et la conservation

[510] André Orléan, l'empire de la valeur

[511] André Orléan, "*La valeur économique comme fait social: la preuve par les évaluations boursières*", Revue de la régulation [En ligne], 18 / 2e Semestre / Autumn 2015, mis en ligne le 20 décembre 2015, consulté le 9 février 2016, URL : http://regulation.revues.org/11441, P.3

[512] *Ibid*

du pouvoir d'achat dans le temps[513]. André Orléan conclut que la monnaie remplit la caractéristique du bien spécifique dont la liquidité est absolue.[514] Par liquidité, il se réfère à l'aptitude à être accepté dans l'échange.[515] Cette capacité d'être accepté est de nature mimétique et non substantielle au bien ayant l'attribut de liquidité. La liquidité est simplement socialement instituée et se concrétise dans la forme de la monnaie.[516]

[303] La vision de la monnaie comme institution sociale liée à la liquidité (négociabilité) et l'échange adopté par André Orléan semble être fortement inspirée du concept de J.R Commons. Selon ce dernier la monnaie devient avant tout une institution sociale de la création des négociabilités et le moyen de rembourser et de transférer les dettes résultant des transactions tandis que sa fonction en tant qu'instrument d'échange n'est que secondaire.[517] La négociabilité – liquidité devient donc un caractère inhérent à la monnaie comme institution sociale.

[304] Ce désir pour la liquidité diffère de la logique néoclassique professant une vision utilitariste des biens avec un modèle social fondé sur la proposition générale que les individus ont un seul but : l'acquisition des objets utiles[518]. La monnaie prend donc une place marginale au sein de la vision utilitariste de l'économie. Seul le marché constitue une place centrale remplissant une fonction coordinatrice entre les agents économiques. Ces dernières fonctions sur un individualisme méthodologique incarné dans l'évaluation individuelle choisissant rationnellement entre différents alternatives. Les choix reflèteront ainsi le jugement de valeurs et des préférences individuelles. Le phénomène social par l'individualisme méthodologique serait réduit à une agrégation des actions

---

[513] André Orléan et Rainer Diaz-Bone, « Entretien avec André Orléan », *Revue de la régulation [En ligne],* 14 / 2e Semestre / Autumn 2013, mis en ligne le 12 décembre 2013, consulté le 22 août 2016, URL : http://regulation.revues.org/10305, P. 5

[514] André Orléan, *L'Empire de la valeur : Refonder L'économie*, 2011, Paris : Edition Seuils, P. 156

[515] *Ibid,* P. 154

[516] *Ibid,* P.156

[517] Véronique Dutraive et Georges Gloukoviezoff, « *Financiarisation et le lien social : une analyse de l'exclusion bancaire à partir de l'institutionnalisme de J.R. Commons* », Revue Interventions économiques [en ligne], 42/ 2010, mis en ligne le 01 décembre 2010, consulté le 31 août 2016, URL : http://interventionseconomiques.revue.org/1242, P. 2

[518] *Op cit,* « Entretien avec André Orléan », P.5

individuelles. [519] L'économiste néo-autrichien Murrray Rothbard décrit parfaitement cette vision néoclassique de l'économie[520] :

> « *L'évaluation individuelle [était] la clef de voûte de la théorie économique [..] L'essence et la force motrice de l'action humaine, et en conséquence de l'économie de marché, ce sont les évaluations des individus. Une action est le résultat d'un choix parmi les alternatives, et un choix reflète des valeurs, c'est-à-dire des préférences individuelles concernant ces alternatives* ». (Rothbard, 1956, p.224)

[305] L'individualisme méthodologique constitue le pilier de voute de la vision de l'économie néo-classique toujours en position de force dans le milieu économique. La théorie d'équilibre général de Léon Walras permet de compléter la pensée néo-classique en procurant un modèle d'économie d'échange en concurrence parfaite. L'élément de rareté devient vecteur d'échanges proportionnels. L'argent devient donc dans la vision néo-classique purement instrumental et neutre.

[306] Les économistes conventionnalistes dont fait partie André Orléan fortement marqués de considérations sociologiques réfutent donc la vision essentialiste ou substantialiste de la valeur et attribuent plutôt une assignation d'une valeur constituée par la réalité sociale par une rationalité mimétique. Par la suite, l'économiste conventionnaliste poursuit le fil d'élaboration en substituant la recherche de l'utilité des biens par un désir pour la liquidité. La liquidité comme manifestation de puissance dans l'ordre marchand – dont l'économie des marchés

---

[519] Mircea Vultur et Raymond Boudon. *Le Paradigme de l'individualisme méthodologique*, Publié dans *Aspects sociologiques,* Vol. 6, no. 1 , Décembre 1997, pp. 30-37. Accessible sur http://www.fss.ulaval.ca/cms_recherche/upload/aspectssociologiques/fichiers/vultur1997.pdf, P.3

[520] Rothbard Murray N. 1956, Toward a Reconstruction of Ultility and Welfare Economics, Mary Sennholz (ed.), On Freedom and Free Enterprise, Princeton D. Van Nostrand Company, P. 224-262.

– dégage une structure similaire : l'interdépendance et l'acceptation collective du bien liquide.[521]

[307] En conséquence, l'analyse des marchés financiers et la liquidité générée par les institutions financières devient la thématique de prolongement logique des conventionnalistes.

Tableau comparatif des différents paradigmes

Law and Economics of Finance / Théorie de la Finance	Néo-Institutionnelle Américain (Contractualiste)	Néo-Institutionnelle Français (Conventionnaliste)
1. Type de rationalité: Rationalité parfaite 2. Vision des marchés : L'hypothèse des marchés à efficience allocative 3. Modèle idéal : Marché boursier 4. Centre du modèle de gouvernance : les marchés boursiers 5. Architecture juridique : la divulgation de	1. Type de rationalité : Rationalité limitée (*bounded rationality)* 2. Vision des marchés : L'optimalisation de l'efficience des marchés à travers une gouvernance privée et contractuelle 3. Modèle idéal : Le capital risque 4. Centre du modèle de gouvernance : les gestionnaires des fonds	1. Type de rationalité : Rationalité mimétique 2. Visions des marchés : L'autoréférentialité des marchés financiers, la prédominance de la valeur spéculative sur la valeur fondamentale, l'instabilité des marchés financiers 3. Modèle idéal : l'intermédiation

[521] *Op cit,* « Entretien avec André Orléan », P.9

l'information et la transparence comme vecteur principal d'un marché efficient.	d'investissement privés. 5. Architecture juridique : l'expansion de la gouvernance privée (*private ordering)* et contractuelle dans l'allocation des ressources de financement entrepreneurial.	publique et délégation de gestion d'actifs vers la Banque Partenariale de Financement de L'Investissement (BPFI) 4. Centre du modèle de gouvernance : les autorités publiques 5. Architecture juridique : Le maintien d'un marché privé d'investissement mais interposé par une banque d'investissement publique chargée des placements.

Tableau 9 Tableau comparatif des différents paradigmes

B. La notion centrale de la liquidité

[308] La critique des théories de la finance en vigueur par les institutionnalistes de l'école des régulations ou les conventionnalistes se résume à deux point centraux : (1) le rejet de la thèse de l'efficience des marchés avancée par Fama et (2) Le refus de l'imposition de la vision Walrasian de l'équilibre dans la détermination des dynamiques de prix, de demande et des échanges dans les marchés financiers.

[309] Le concept non-orthodoxe propre aux économistes de l'école néo-institutionnelle de la régulation – le conventionnaliste inclus – révèle justement leur importance pour l'analyse de la thématique de cette thèse. Le paradigme économique de l'efficience de marché formulé par Fama représente un élément central dans l'analyse économique du droit contemporain et fortement ancré dans la législation du droit financier.[522] La théorie de la finance moderne transpose la vision de l'équilibre Walrasian des biens dans la configuration des titres financiers. En effet, l'analyse économique de droit financier se fonde sur l'idée que les marchés des titres financiers ressemblent aux marchés des biens en termes de la possibilité de déterminer une valeur fondamentale aux actifs financiers.[523] En conséquence, le rôle du droit financier serait d'assurer la transparence et l'efficience informationnelle dans la formation des prix.

[310] Pourtant, il existe une différence fondamentale entre le marché des biens hypothétiques à concurrence parfaite formulé par Walras et le fonctionnement des marchés financiers. Pour comprendre la différence fondamentale, nous explorerons les œuvres et recherches de plusieurs auteurs néo-institutionnalistes français dont trois penseurs majeurs : Michel Aglietta, André Orléan et Eric Pineault.

[311] L'économie des conventions postule l'idée selon laquelle un point de rencontre entre l'économie sociologique et l'économie des conventions existe dans le remise en question de la vision essentialiste et naturaliste de la science économique traditionnelle sur les composants de l'économie (ex : marchandise et argent).[524] Les économistes traditionnels – le courant néo-classique inclus – considèrent que les composants de l'économie ne méritent point de réinterpréter. Pour cela, André Orléan et Michel Aglietta en premier lieu avaient entrepris un

---

[522] Donald c. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, University of Pennsylvania law review vol.140 N°3 (1992), pp.851-920, P.851

[523] André Orléan, *L'Empire de la valeur: Refonder l'économie*, 2011, Paris : Seuil, P.238

[524] Søren Jagd, *Economics of Convention and New Economic Sociology : Mutual Inspiration and Dialogue,* Current Sociology: Mutual Inspiration and Dialogue vol , pp.75-91, 2007, DOI: 10.1177/0011392107070135, URL : http://csi.sagepub.com/content/55/1/75, P. 76

grand effort en déconstruisant le concept de la monnaie pour ensuite aborder le concept de la liquidité[525].

[312] Auparavant, nous avons identifié les trois points centraux de l'analyse économique du Droit des Valeurs Mobilières résumée en (1) la rationalité des agents économiques ; (2) le marché comme moyen de coordination et (3) le mode de valorisation. L'économie des conventions reprend les trois problématiques en l'élaborant d'une manière différente. L'économie des conventions critique l'économie néo-classique à travers les notions de l'incertitude et la coordination sociale.[526] Le courant de l'économie des conventions intègre la notion de l'action humaine dans l'action économique des agents atomistiques de l'économie néo-classique.[527] La modélisation néo-classique du marché de pleine concurrence ne tient pas face à l'incertitude des marchés causée par la probabilité de plusieurs points d'équilibre.[528] Dans le domaine de la finance, il existe deux hypothèses importantes constituant la pierre angulaire de la théorie conventionnelle de la finance[529] : (1) l'hypothèse de la nomenclature et (2) l'hypothèse de la probabilité.

[313] L'hypothèse de la nomenclature postule l'idée de l'existence d'une liste d'objets ayant une qualité homogène connue par les acteurs du marché. Cette idée représente un point de départ de la théorie micro-économique et permet une modélisation simplificatrice de l'économie suivant la lignée de deux variables principales : le prix et la quantité. Cette vision réductrice présuppose une convention établie entre les différents acteurs du marché sur la qualité des produits et d'autres variables précédent la formation d'un équilibre général décrit comme spontanée dans les modèles économique traditionnels.[530] André Orléan se concentre donc dans la problématique des marchés portant sur la formation d'une

---

[525] Cf la monographie intitulée « La Monnaie entre violence et confiance (2002), André Orléan a fait précéder la recherche sur la monnaie par une recherche sur la valeur à travers son œuvre intitulée « la monnaie souveraine » parue en 1998, Depuis les deux auteurs ont exploré une critique sociologique de l'économie financiarisée et de l'institution de la finance dans plusieurs ouvrages récente.

[526] *Op cit*, Søren Jagd, 2007, P.77

[527] *Ibid,* P.78

[528] P.17

[529] *Op cit*, Søren Jagd, 2007, P. 84 - 87

[530] *Ibid,* P.84

‘régulation’, une ‘convention’ ou autre point de références permettant la coordination entre différents acteurs considérés comme imbus d’une logique individuelle atomistique.

[314] L’hypothèse de la probabilité d’autre part réfère à la vision fondamentale dans la théorie de l’économie traditionnelle portant sur la représentation de différents états possibles de la condition future dont chacun se voit attribué un niveau de probabilité. André Orléan à travers ses œuvres s’attaque à cette modélisation réductrice au cœur de l’exclusion de l’analyse de l’interaction entre les différents acteurs.[531] Pourtant cette interaction entre différents acteurs recèle une description de la formation d’un point commun de référence sur la représentation de la notion de la condition future ainsi que la valeur d’un actif dans la future. André Orléan postule que la représentation de la valeur future d’un actif est dérivée de l’échange ayant lieu dans les marchés boursiers eux-mêmes et le désigne sous le terme des « conventions financières».[532]

[315] Les deux hypothèses mises en exergue par André Orléan constituent ainsi une critique fondamentale à la théorie économique traditionnelle dont fait partie la théorie néo-classique de la finance. Elles reflètent une réfutation à la naturalisation de l’approche traditionnelle dans l’économie en introduisant une perspective des sciences sociales et sociologique.[533] Les différentes œuvres et recherches de André Orléan et d’autres néo-institutionnalistes français et Canadien de l’école de pensée relationniste procurent ainsi une perspective enrichie de l’analyse économique et un complément à la vision traditionnelle et néo-classique de la finance.

[316] En vue de comprendre le concept conventionnel de la finance il faudra aborder les deux concepts décrit par André Orléans : (1) la formation de la nomenclature des produits financiers en particulier la qualité et le prix et (2) la nature conventionnelle de l’évaluation probabiliste financière.

---

[531] *Ibid,* P.85
[532] André Orléan, *Le Pouvoir de la Finance*.1999, Paris, Odile Jacob, P. 125
[533] [533] *Op cit*, Søren Jagd, 2007, P.87

[317] Premièrement, André Orléan met en exergue une différence sur plusieurs points existant entre les marchés des titres financiers et les marchés des biens notamment sur (1) l'incertitude extrême propre aux marchés financiers et (2) l'inexistence d'une valeur objective autre que les prix.[534] Ceci tenant compte du fait que la valeur d'un titre est à la base déterminée par sa capacité de générer des revenus en formes de rentes (dividendes).[535] Malgré cela, les économistes néo-classiques maintiennent l'application de la cadre walrasien dans l'analyse des marchés financiers. La vision néo-classique donc walrasienne tel que mentionnée précédemment assume une vision de prix substantialiste. En d'autres termes, les prix des biens sont ancrés dans l'utilité intrinsèque des marchandises substituables dont la stabilité des prix est maintenue en équilibre par une forme d'arbitrage concurrentiel[536]. André Orléan rejette cette vision substantialiste de la valeur et lui substitue une vision dialectique. La thèse d'André Orléan repose sur l'idée selon laquelle « la valeur marchande n'est point une substance telle que l'utilité préexistant à l'échange mais au contraire une création *sui generis* résultant du rapport marchand permettant à la sphère économique d'accéder à une existence séparée et indépendante des autres activités sociales ».[537] La monnaie se pose comme l'institution première de l'économie marchande autrement dit, la monnaie fonde l'économie marchande.[538] Le désir de la liquidité absolue de la monnaie devient la raison de fond de l'ordre marchand en vertu de plusieurs capacités détenues seules par la monnaie. En guise de première capacité, la monnaie possède une plasticité absolue ou la capacité d'être acceptée par tous acteurs économiques pour l'échange de biens ou services quelconques.[539] La seconde capacité propre à la monnaie est la capacité de thésaurisation garantissant au détenteur de prolonger l'abstention de prise de décision sous forme d'activité économique concrète jusqu'à l'obtention d'une nouvelle information éclairant l'incertitude marchande.[540] Une différence centrale entre la théorie traditionnelle

---

[534] *Op cit, André Orléan, L'Empire de la Valeur*, P.241
[535] *Op cit, Le pouvoir de la finance*, P. 17
[536] *Op cit,* André Orléan, *L'empire de la valeur: refonder l'économie*, 2011, P.260
[537] *Ibid,* P.12
[538] *Ibid,* P. 148
[539] Michel Aglietta et André Orléan, *La Monnaie entre violence et confiance*, 2002, Paris, Odile Jacob, P. 67
[540] *Ibid,* P.68

de marché d'équilibre général et de la concurrence parfaite walrasien et la théorie conventionnaliste réside dans l'adoption d'une logique de rationalité mimétique du type Girardian. Le théorème Girardien de fond postule que dans le cas d'une dynamique mimétique généralisée alors une convergence vers une croyance commune prendra lieu[541]. Dans le cas de la liquidité monétaire, elle prend la forme d'une croyance commune sur ce qui constitue par essence la liquidité absolue. L'institutionnalisation de la monnaie prend la forme de la légitimation par une autorité publique et dans l'économie moderne s'incarne dans la monnaie souveraine. Il est nécessaire de noter que la liquidité de la monnaie devient un « désirable absolue » en terme d'institution sociale par vertu de son échangeabilité absolue[542]. L'élaboration d'André Orléan sur la non-substantialiste de la valeur mais liée à la monnaie comme bien élu ayant une liquidité absolue prépare par la suite le terrain théorique conventionnaliste dans la tentative de déchiffrer la marché financier.

[318] En ce qui concerne les produits financiers, André Orléan postule qu'il n'existe guère d'utilité intrinsèque porteuse de stabilité dans les prix des produits financiers autres que l'échange[543]. Pour cela, la finance néo-classique offre ainsi un point de référence exogène nécessaire dans la détermination des prix des sphères financières : la valeur fondamentale.

[319] Avant d'aborder la valeur fondamentale, il s'avère nécessaire de rappeler que le cadre d'analyse de la valeur fondamentale répond à l'exigence théorique de l'économie traditionnelle et néo-classique. Par cela la valeur est considérée comme par essence préexistante et de nature objective. L'évaluation financière dépend de deux éléments principaux pour déterminer la valeur d'un actif financier : (1) l'hypothèse probabiliste ou l'hypothèse de nomenclature des états du monde et (2) la valeur fondamentale.[544] L'hypothèse probabiliste converge vers l'évaluation subjective du risque des différents acteurs économiques en assumant d'une manière axiomatique que les rendements d'un

[541] *Ibid,* P.95
[542] *Ibid,* P.92
[543] *Ibid,* P.263
[544] *Op cit,* André Orléan. *L'empire de la valeur*, 2011, P.231

actif financier constituent une réalité objective sur une liste des états futurs en vertu d'un accès à la totalité d'information disponible dans l'économie à l'instant *t.*[545] Cette conception constituant la base de la valeur fondamentale ou intrinsèque est nommée aussi l'hypothèse l'anticipation rationnelle. Il est clair que la connaissance des informations historiques des titres et rendements d'un actif permet de déterminer le taux d'actualisation ou le taux d'intérêt. Les deux fondements de l'évaluation financière rejoignent ainsi l'élaboration de l'hypothèse des marchés efficient de Fama maintenue par les néo-classiques et la théorie financière moderne élaborée dans le développement précédent.

[320] Pourtant les néo-institutionnaliste français de l'école conventionnaliste tel que cités au préalable rejettent l'hypothèse essentialiste de la valeur et démontrent la nature inadéquate de l'acte de transposer le modèle des biens concurrentiel à équilibre walrasien pour l'analyse des marchés financiers. L'argument principal réside dans la notion de l'institution de la liquidité financière. La logique s'opérant à travers la valeur fondamentale repose sur l'idée que l'acquéreur d'un actif financier s'investit avec le but de mettre en œuvre le capital et subséquemment d'extraire des rendements à long terme par la distribution future des dividendes. La formation des places boursières et l'activité des échangistes bouleversent la pertinence de l'analyse traditionnelle et néo-classique de l'économie. Une dualité des stratégies apparaît attribuant un dédoublement de la nature du capital investi premièrement en tant que capital immobile et en second lieu prenant la forme de capital mobile / liquide. La poursuite d'investissement sera donc axée sur l'obtention de l'écart entre le prix d'acquisition et le prix.[546] Cette dualité avait déjà été soulignée par Keynes dans la distinction entre entreprise et spéculation. Le terme entreprise adopte une anticipation sur le rendement des actifs pendant leur existence entière tandis que la spéculation se réfère à une activité orientée vers l'anticipation des dynamiques de la psychologie des marchés.[547]

---

[545] *Ibid,* P.237

[546] André Orléan, *L'empire de la valeur: refonder l'économie*, 2011, Paris, édition Seuil, P.268

[547] John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, P.170

[321] Les néo-institutionnaliste français de l'école de pensée conventionnaliste s'inscrivent souvent dans la continuation de la pensée keynésienne. En conséquent, l'analyse conventionnaliste d'André Orléan de la logique financière reposent sur un concept central : *la liquidité.*[548] La pensée d'Orléan se résume dans l'extrait suivant de son livre : [549]

> « *Les marchés financiers sont des créations institutionnelles, inventées pour répondre à une exigence singulière des créanciers : rendre les dettes négociables. La force de cette approche est de concevoir la finance de marché comme étant, dès l'origine, une transgression : il s'agit de transformer une grandeur immobilisée, le capital productif, en un actif librement négociable. Pour ce faire, la liquidité institue un mécanisme d'évaluation, le prix, qui détermine le cours d'équilibre par l'égalité de l'offre et la demande de titres. Le marché est alors conçu comme une institution autonome que la communauté financière se donne à elle-même pour gérer collectivement ses engagements. Les prix sont des croyances partagées, ce qu'on peut appeler des « conventions » qui n'ont aucune raison d'être un reflet fidèle des données économique objectives*. » - André Orléan, Le Pouvoir de la Finance, P.12

[322] La liquidité permet la transformation d'un placement personnel d'un investisseur sur des flux de dividendes futurs en une richesse immédiate. [550] Cette transformation est rendue possible par la création d'une évaluation de référence acceptée par la totalité de la communauté financière d'une manière unanime. André Orléan postule ainsi que :

> « …. *La liquidité est un pur artefact ; elle est même une transgression. Ce sont les marchés financiers, et eux seuls, qui rendent liquides les titres par le jeu des règles qu'ils promeuvent. Car il n'y a rien qui soit « liquide »*

[548] André Orléan. *Le Pouvoir de la Finance*, 1999, Paris, Edition Odile Jacob, P.12

[550] *Ibid,* P.32

dans le capital qui est coté : lorsque les titres de propriété sont échangés, le capital, lui, ne change pas de place. Le prix n'a pas d'autre réalité que celle de l'accord transitoire qu'il cristallise à un moment donné. Il exprime un jugement collectif et c'est uniquement en tant que tel qu'il doit être analysé ». – André Orléan, Le Pouvoir Financier – P.32-33

[323] Pour que la convention financière portant sur les prix des titres maintienne ainsi la confiance des investisseurs, un ensemble de standardisations techniques et de codifications de règles assurant la transparence d'information dans la divulgation d'information ainsi qu'un niveau élevé d'impartialité sont institués.[551]

[324] L'attribution de la négociabilité des placements financiers donc la liquidité financière à travers la place boursière institue ainsi deux formes de valeur de référence existant en parallèle dans l'évaluation financière d'un titre : (1) la valeur fondamentale et (2) la valeur spéculative.

$$\text{Valeur fondamentale}^{38} = \sum_{t=1}^{n} \frac{d_t^{(a)}}{(1+r)^t}$$

$$\text{Valeur spéculative} = p_t = \frac{p_{t+1}^{(a)}}{1+r} + \frac{d_t}{1+r}$$

[325] La valeur fondamentale se traduit par la valeur d'une action donnée par anticipation des dividendes actualisés. La valeur spéculative représente la valeur présente de l'action en fonction de la valeur future anticipée actualisée en

[551] *Ibid,* P.36

additionnant aussi les dividendes actualisés. La spéculation financière incite des comportements court-termistes tournés sur elle-même donc autoréférentielle. Par ceci le prix d'un titre s'éloigne de la valeur fondamentale ou la réalité productive de l'entreprise pour s'encastrer sur une analyse de type rationalité mimétique dans laquelle chaque investisseur anticipe à l'action des autres investisseurs. La rationalité mimétique de nature spéculative dominant dans les marchés financiers pousse ainsi les entreprises à une vision court-termiste contrairement à une vision fixée à long terme nécessaire pour l'entreprise.

Section II. L'analyse conventionnelle du capital risque

A. Mécanisme créateur de liquidité financière

[326] Les fonds de capital-risque s'organisent autour d'un cycle de durée de vie des fonds avec en maximum de 10 ans en pratique. Dans le cadre d'une logique opératoire de type financier, un temps de 10 ans est assez long mais pourtant toujours court dans une perspective industrielle nécessitant un investissement stable bien au-delà des 10 ans. Ce paradoxe résidant au cœur même du capital-risque force les marchés de capital-risque à s'organiser pour assurer deux point fondamentaux : (1) la quasi liquidité des titres investis par le capital-risque et (2) la stabilité des prix instituée d'une manière conventionnelle.

[327] Le cas particulier du capital risque d'un point de vue conventionnel sera abordé en profondeur mais il serait préalablement nécessaire d'explorer le mécanisme générateur de la liquidité financière.

[328] L'école de pensée économique institutionnaliste française de la régulation soutient qu'il existe une corrélation positive entre le mode de financement dominant dans un système économique et la formation du mode d'accumulation [552]. Dans la lignée de cette théorie néo-institutionnaliste, la

[552] Michel Aglietta, *Macroéconomique financière*, 5e édition, 2008, Paris : La Découverte, P.24

détermination de l'évolution du capital risque sera inévitablement liée à l'évolution du mode de financement dont elle dépend. Dans le cas de l'institution du capital risque, l'évolution est inévitablement liée au mode de financement de la finance. Pour pouvoir comprendre la logique opératoire de la création de la liquidité financière, nous prendrons un détour par la déconstruction du processus de création de la liquidité financière à travers la titrisation.

[329] En premier lieu, il existe deux formes majeures de financement : le financement bancaire et le financement par les marchés financiers. Le financement bancaire procède par une évaluation de risque prise sur les bases de connaissances privées avec la clientèle. Ceci résulte de l'inobservabilité des risques liés aux lignes de crédit tels que l'insolvabilité des débiteurs (prêts non performants), le taux d'échéance, le passif des banques, la mauvaise administration dans le traitement des dossiers et d'autres clauses contingentes spécifiques. En résumé, la nature d'un prêt bancaire rend la cession de la dette difficile. Dans les années 1970 la transformation de l'environnement économique affecte l'activité bancaire. Plusieurs mutations profondes telles que la bancarisation générale des populations[553], la marche vers la mondialisation de l'économie et le progrès de la financiarisation marqué par un progrès significatif de l'ingénierie financière forcent les banques à revoir leur gestion de bilan. La bancarisation générale accroît la pression de rentabilisation du bilan à coût fixe important. Le choc pétrolier suivi par la volatilité de l'économie de ces années 70 ramène les banques à s'emparer des innovations financières en vogue dans les marchés financiers ayant une finalité de dissociation des risques. La procédure de la dissociation de risque se déconstruit dans un procès de l'attribution d'une évaluation probabiliste sur les risques complexes fragmentés en éléments de risque élémentaires.[554]

[330] On peut identifier trois mode opératoires propres à la logique financière en vue d'une dissociation des risques à travers trois types d'instruments : (a) les termes (*futures* ou *forwards)*, (b) d'échanges *(swaps)* et (c)

---

[553] Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, 2004, Paris : Bibliothèque Albin Michel Economie, P. 190

[554] *Ibid*

d'options.[555] La recomposition de ces produits élémentaires permet de moduler le type et degré de risque exposé aux investisseurs. Le risque est ainsi compilé en des catégories homogènes de risques élémentaires tels que le taux d'intérêt, la date d'échéance, de change et bien d'autres. La montée progressive de la puissance de calcul à travers le traitement des données énormes et un réseautage d'ordinateurs permettent un calcul de risque plus accru et une attribution d'une distribution de liquidité.[556]

[331] L'opération de distribution probabiliste par la décomposition et déconstruction en fragment élémentaire des risques sert une finalité vitale à la banque dont celui de permettre le transfert des créances bancaires. Les banques peuvent ainsi diffuser une part des risques et alléger leur bilan transmettant ainsi une part des risques à un plus grand nombre d'investisseurs selon leur niveau d'exposition préférentielle des risques. Ce processus de transfert de créances par les banques avait connu une heure de gloire avec le vague des titrisations des prêts hypothécaires à risque (*subprime mortgage)* aux États-Unis se soldant en une crise financière dans les années 2007. Ce processus de transformation des créances bancaires jadis illiquides par les trois logiques opératoires citées auparavant (à terme, l'échange et l'option) est central pour démontrer en premier lieu un point de connexion fondamentale entre la liquidité monétaire (bancaire) et la liquidité financière. Au préalable, il faudra distinguer la notion de la valeur et de la liquidité. André Orléan souligne cette distinction en ces termes :

> « *…la liquidité est un rapport social spécifique qui ne se confond pas avec le concept de la valeur : tous les objets pourvus de valeur ne sont pas pour autant liquides. La liquidité d'un objet désigne une qualité particulière, à savoir la capacité à se faire accepter comme moyen de règlement au sein d'une communauté donnée. ….. Sans l'onction de la liquidité, la valeur d'un objet garde un caractère privé comme manifeste pleinement sa difficulté de circuler. A contrario, l'objet « liquide » ne peut circuler et être accepté*

[555] Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du Capitalisme Financier,* 2004, Paris : Bibliothèque Albin Michel Economie, P. 191

[556] *Ibid*

dans les échanges que pour autant qu'il jouit d'une légitimité sociale …. »
André Orléan, Le Pouvoir de la Finance P. 131

[332] Pour comprendre la centralité de la connexion entre la liquidité monétaire et la liquidité bancaire il faudra auparavant examiner la particularité de la liquidité monétaire des banques. En étant intermédiaire - les banques collectent les dépôts de l'épargne salariale et entrepreneuriale et octroient des crédits - les banques possèdent une capacité de création de la monnaie nullement détenue par d'autres institutions économiques.[557] Le pouvoir de la création monétaire désigné comme « la franchise bancaire » s'incarne dans l'accès privilégié des banques aux fonds de la banque centrale sécurisant ainsi les dépôts d'épargne. [558] En contrepartie les banques doivent se soumettre à une régime de règlementation spécifique s'exprimant par des réserves obligatoires, de ratios prudentiels et d'autres restrictions dans leur activité d'intermédiaire financier et une rémunération de leurs dépôts inférieure aux actifs du marché.[559] La franchise bancaire permet aux banques d'accéder à la base monétaire ou les billets utilisés par les agents privés dans les transactions quotidiennes et le dépôt des banques auprès de la banque centrale.[560] Cette capacité possède une liquidité monétaire puisqu'elle s'exprime à travers un prix : la monnaie souveraine[561]. Pour assurer cette liquidité monétaire, les banques investissent souvent dans les dettes considérées comme les plus sûres : les dettes souveraines.[562]

[333] Pourtant l'apport de liquidité monétaire est lié à l'accès privilégié à la franchise bancaire (monnaie centrale) tel que observé au moment de la crise boursière. Dans ce cas l'injection de la liquidité par les autorités monétaires (banques centrales) peut renflouer la liquidité des marchés financiers par l'apport

---

[557] Michel Aglietta, *Macroéconomie financière*, 5e édition Collection Grands Repères, 2008, Paris, La Découverte, P.77
[558] *Ibid,* P° 78
[559] *Ibid*
[560] Anton Brender, Florence Pisani et Emile Gagna, *Monnaie, finance et économie réelle*, 2015, Paris : La Découverte, P°21
[561] *Op cit,* Michel Aglietta, 2008, *Macroéconomie financière,* P.78
[562] *Ibid*

d'une nouvelle liquidité de dénomination en monnaie centrale / base monétaire[563]. L'industrie bancaire avait reconnu un affaiblissement lié à un assèchement de dépôt bancaire dû au mouvement de conversion des dépôts bancaires faiblement rémunérateurs en actifs émis par les intermédiaires financiers non bancaires tel que les SICAV ou le FCP en France après l'année 1970. Cette transformation marque l'avènement de l'intrusion de la logique des marchés financiers dans le modèle traditionnel de l'industrie bancaire. En plus, l'industrie qui était jadis un client important du secteur bancaire se tourne aussi vers le financement dans les marchés financiers par l'émission des billets de trésoreries et les obligations sur des marchés nationaux et internationaux[564]. Une première phase d'érosion du monopole bancaire dans le financement de l'entreprise commence. Cette première mutation désignée sous le terme 'financiarisation' qui sera étudiée dans les développements à venir favorisera le revirement hégémonique de la finance sur l'économie et par la suite la consolidation des pouvoirs des intermédiaires financiers non bancaires. Cependant le bilan bancaire subit une modification notamment par la montée de la part d'actif bancaire en composition de titres mobiliers et un renflouement de passif en fonds empruntés.

[334] Ainsi, il est clair que l'expansion des marchés financiers passe par la première phase importante notamment le transfert de la liquidité monétaire de l'épargne vers les titres. Ce transfert s'opère soit directement par la conversion du dépôt d'épargne des particuliers (pour les plupart d'origine salariale) jugé peu rémunérateur dans l'épargne contractuelle s'investissant dans les marchés financiers. Par conséquent le secteur bancaire devient structurellement dépendant et en corrélation directe avec les marchés financiers par la mobilisation de l'actif bancaire et la diffusion des risques sur certaines créances. En parallèle, le marché financier dépend de l'épargne et de la présence des banques pour assurer une liquidité monétaire par appel à la franchise bancaire et le support de liquidité de la banque centrale. La liquidité de la monnaie bancaire (liquidité bancaire) dérive ainsi de « l'expression particulière de la souveraineté monétaire dans laquelle elle

[563] Laurence Scialom, *Economie bancaire*, 3e édition Collection Repères, 2007, Paris, La Découverte, P°19

[564] *Ibid,* P°18

s'inscrit et dont elle dépend pour sa cohérence et pour ses règles de fonctionnement »[565]. Pourtant dans l'extension de l'ordre financier dans la vie économique, la finalité poursuivie par la logique financière se dévoile progressivement : la reconnaissance du capital comme source ultime de la valeur et le marché en tant qu'évaluation pertinente. Cette idée est avancé par Eric Pineault à travers sa thèse intitulé « *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une Contribution Institutionnaliste à l'analyse des Transformations de la Régulation économique* »[566] . L'idée simplifiée avancé dans sa thèse sur les phases de transformation du capital financier se résume à travers le schéma suivant :

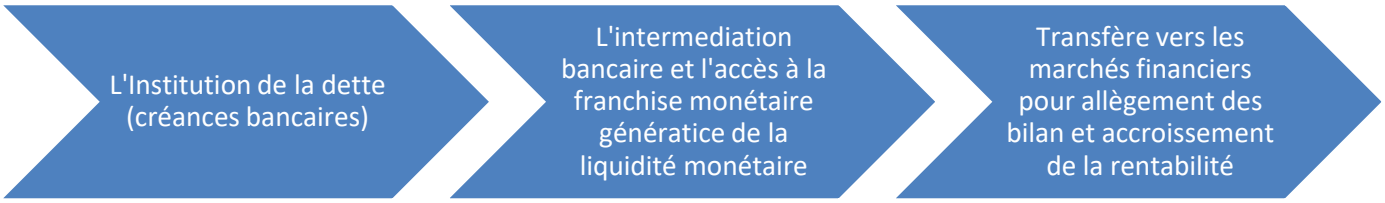


Figure 13 Schéma de progression de la logique financière selon Eric Pineault

[565] André Orléan, *Le Pouvoir de la Finance*, 1999, Paris, Editions Odile Jacob, P°242
[566] *Ibid,* P.249

[335] Ce constat institutionnaliste sur la corrélation entre la liquidité monétaire et la liquidité financière est validé par des recherches institutionnelles sur la dynamique du capitalisme financier. Eric Pineault expose à la page 391 de sa thèse intitulée[567] « *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une Contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique* », que le capital financier possède le caractère fondamental suivant:

«*Le Capital financier se caractérise ainsi par la mise en place d'une structure institutionnelle qui organise sur une base systématique la transformation de l'épargne en investissement financier et entretient la liquidité financière de ses actifs par les mécanismes de contrôle et de sanction qui découlent de la détention d'un droit négociable sur une créance en capital intangible* »

[336] Selon Eric Pineault, le capital financier se définit comme « un ensemble structuré de rapport sociaux dont l'actif n'est qu'une réification sociale ». [568] Par la suite il met en exergue qu'une mutation de la logique financière s'opère dans le capitalisme financier distinguant ainsi le capitalisme financier contemporain avec le capitalisme du début du vingtième siècle. Le premier emploi du capital est un instrument de concentration et de centralisation du capital entre les mains des grandes banques en vue d'une prise de contrôle graduelle du capital productif avec la finalité d'une fusion entre le capital bancaire et le capital industriel [569]. Tandis que le second reflète un processus de « liquéfaction » ou le processus de rendre liquide le capital et de générer des actifs liquides à partir des réalités économiques non-liquides. [570] Dans le capitalisme financier contemporain le *locus* de concentration migre vers les marchés organisés (les bourses), les systèmes multilatéraux de négociations et les marchés de gré à gré. La titrisation des créances bancaires devient donc un type idéal du processus

---

[567] Eric Pineault. *Capital Financier et Financiarisation du capitalisme : Une contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*. Thèse de Doctorat en contutuelle dans la discipline de l'économie des institutions à l'Ecole des Hautes études en Sciences socilaes et de sociologie à l'université du Québec à Montréal. Défendu le 7 Octobre 2002 à l'Université du Québec à Montréal. La thèse est accessible sur le site de l'Institut de Recherche en Economie Contemporaine par le lien suivant : http://www.irec.net/index.jsp?p=28&f=371

[568] *Ibid,* P.462

[569] Eric Pineault, Crise et Théorie de la Réification financière, Le texte est accessible sur http://www.academia.edu/2631140/R%C3%A9ification_et_titrisation, P.19

[570] *ibid*

de liquéfaction en vue de transformer les créances ou l'épargne en titres financiers dépendant du mode de valorisation et d'accumulation calqué sur les processus sociaux autoréférentiels prévalent dans l'espace financier postulé par André Orléan.[571]

[337] Le processus de la création de liquidité financière se résume à l'attribution de trois caractères principaux de la liquidité financière : la réversibilité, l'indétermination et l'intangibilité. Pour comprendre les trois notions formulées par Eric Pinault, il faudra mentionner que l'institutionnaliste français et Canadien de l'école conventionnaliste et de l'école régulationniste est lourdement influencé par l'analyse Marxiste du capital. Dans cette lignée d'analyse, le circuit de valorisation du capital suit une directionnalité du processus de création de survaleur. L'argent pourra engendrer le capital par la métamorphose de l'argent en travail productif à travers la dépense de production avant de prendre la forme marchandise. Le processus d'accumulation dans un système de capitalisme industriel est pleinement déterminé par le rapport au travail. Le procès d'accumulation prend la formule mathématique « A …. A-M-A …. A' » se traduisant par le passage en forme de l'argent en marchandise (M) circulé dans les marchés des biens avant que l'investisseur puisse récupérer l'argent avec surplus (A'). Eric Pinault se réfère à Marx en mettant sous lumière que le capital financier se distingue du capital productif industriel par rapport à deux propriétés : la détermination et irréversibilité.[572] La chaîne de valorisation du capital financier court-circuite le processus d'accumulation industrielle et se résume par le formule simplifiée proposée par Marx : « A – A' ». En d'autres termes, le capital financier se valorise par rapport à lui-même : l'analyse d'Eric Pineault rejoint le concept d'autoréférentialité du procès de valorisation du capital financier.[573] Le procès d'accumulation dans le capitalisme industriel est de nature linéaire et relativement irréversible par rapport à sa transformation en moyen de production (machines,

---

[571] *ibid*

[572] Eric Pineault., « *Quand la finance réinvente l'aliénation et la réification* », Terrains/Théories [En ligne], 1 / 2015, mise en ligne le 13 novembre 2014, consulté le 08 août 2016, URL : http://teth.revues.org/369 ; DOI: 10.4000/teth.369, P.6

[573] *Op cit,* André Orléan, 1999, *Le Pouvoir de la Finance*, P. 73

outils, matériaux et achats de consommation des salariés).[574] Par contre, le processus de valorisation du capital financier dans l'espace soumis à la logique de l'institution financière (marchés financiers, opérations des fonds financiers – capital risque inclus - , marché gré à gré …) échappe à la contrainte de la médiation de la production (M). Le capital financier garde donc son apparence liquide en tant que capital financier / argent. Par cela, Eric Pineault conclut que le capital financier dans son processus de valorisation est caractérisé par les deux propriétés de l'indétermination par rapport au travail et la réversibilité.

[338] Pourtant rappelons que la réversibilité du capital financier repose sur un fond juridique : le droit des obligations, le prêt ou le contrat de souscription en actions[575].Les dispositifs juridiques deviennent donc garant de la réversibilité des créances monétaires et institutions génératrices de l'indétermination et la réversibilité sans nécessairement prendre en compte le processus de capital productif arrimé au prêt ou contrat de souscription en actions. Pourtant la réversibilité du capital financier reste limitée par les éléments du capital, la date d'échéance du prêt pour la dette et le processus de production ainsi que la décision de la direction de distribuer des dividendes aux actionnaires pour en citer l'essentiel. Pour cela la constitution des marchés financiers et l'instauration d'une échangeabilité des titres de créances ou des titres d'actions d'entreprises permet de se défaire de l'immobilisation du capital financier en capital productif. La circulation du capital dans les marchés financiers assuré par le droit des marchés financiers institue « l'apparence d'une valeur intrinsèque dans le marché » indépendamment de relation d'obligation sur laquelle elle est adossée.[576]

[339] Le paradigme institutionnaliste d'Eric Pineault dévoile trois dimensions d'évolution du capitalisme financier du concept de l'obligation suivi de l'attribution de la négociabilité et finalement l'intangibilité. La relation fondée sur l'obligation de paiement des créances constitue la première dimension. Il décrit cette étape comme la relation de thésaurisation par l'épargne fondée

[574] *Op cit,* Eric Pineault., « *Quand la finance réinvente l'aliénation et la réification* », P.6
[575] *Ibid,* P.7
[576] *ibid*

seulement sur l'obligation.[577] La première étape est dominée par le poids des relations de créances et épargne passées.

[340] Dans la prochaine étape, la montée de l'intermédiation bancaire institutionnalise la seconde dimension de la négociabilité des créances. Cette dimension est composée d'une relation bancaire de création monétaire par le biais du financement de la production ou circulation capitaliste.[578] Deux dimensions sont ainsi accumulées : la négociabilité et l'obligation. Cette seconde étape représente la vision sur le présent incarnée par des formes de prêt à court terme et des escomptes d'un paiement. Finalement, la libéralisation financière avait permis l'émergence et l'émancipation des marchés financiers renforçant la relation d'investissement en titres financiers par le biais du mécanisme de la bourse. À ce stade, la dimension de l'intangibilité s'ajoute à l'obligation et la négociabilité. La dimension finale projette vers l'avenir en forme d'une anticipation d'un revenu futur pouvant validant la dette contractée.

[341] Les trois dimensions décrites par Eric Pineault s'encastrent mais constitue la formation squelettique de l'architecture de l'évolution du capitalisme financier. L'obligation financière au cœur des relations se résume ainsi à un lien synallagmatique composé des éléments essentiels suivants : un épargnant-prêteur, un débiteur et une promesse de paiement. Cette relation sera institutionnalisée à un niveau macro à travers l'intermédiation bancaire. L'accès monopolistique des banques sur la franchise monétaire substituable avec la monnaie souveraine permet la création d'une nouvelle institution financière : la créance négociable.[579] La relation créancière de nature interindividuelle obtient ainsi la qualité monétaire de la liquidité. Eric Pineault illustre cette attribution de la liquidité à travers la pratique de l'escompte dominant pendant la phase extensive ou concurrentielle du capitalisme industriel. [580] La négociabilité des créances se traduit par la transformation d'une obligation purement privée et interindividuelle de la dette en

---

[577] Eric Pineault, Thèse : « *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une Contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique* » .Texte accesible sur le lien : http://www.irec.net/index.jsp?p=28&f=371, P.472

[578] *ibid*

[579] *Ibid, P.474*

[580] *ibid, P.475*

l'adossant au système de paiement.[581] Eric Pineault postule que la monnaie souveraine étant créée d'une manière externe au circuit de l'économie par le pouvoir public se trouve ainsi à travers l'accès exclusif des banques à la franchise monétaire arrimée à la relation de crédit. Les banques font circuler ainsi les créances en agrafant la dimension de négociabilité résultant de l'obtention de la propriété économique dite « liquidité ».

[342] Eric Pineault emploie le terme monnayage des droits créanciers par rapport à la conversion monétaire. L'apparition de la forme d'obligation financière ultime – la dette nationale entre un état débiteur et la nation créancière – sert en guise de réserve par laquelle sont émis les signes monétaires par-delà du stock de trésor. La description de la dimension de négociabilité nous procure une définition de la liquidité monétaire comme « la capacité d'une créance à acquérir les attributs de la monnaie souveraine en forme de capacité libératoire et capacité à médiatiser réellement les transactions marchandes ».[582] La dernière dimension est propre au capitalisme financier : l'intangibilité. L'analyse par Eric Pineault de cette dimension adopte les travaux d'André Orléan sur la nature de la liquidité financière.

[343] André Orléan défend dans ses travaux trois points de vue importants sur la propriété des marchés financiers[583]:

1. la liquidité est instituée. Elle est de nature autoréférentielle, ce par quoi il faut comprendre qu'elle construit un monde qui a pour référence les prix et non une prétendue valeur extérieure aux échanges.
2. La logique autoréférentielle se régule au travers l'émergence d'une référence qui, bien que produite par les interactions, s'impose aux acteurs comme une puissance autonome, extérieure à eux.
3. L'évaluation financière ne se confond pas avec les estimations fondamentalistes. Elle est partiellement indépendante de celles-ci. »

---

[581] *ibid*
[582] *Ibid,* P.476
[583] André Orléan, *L'empire de la valeur: refonder l'économie*, 2011, Paris, édition Seuil, P.272

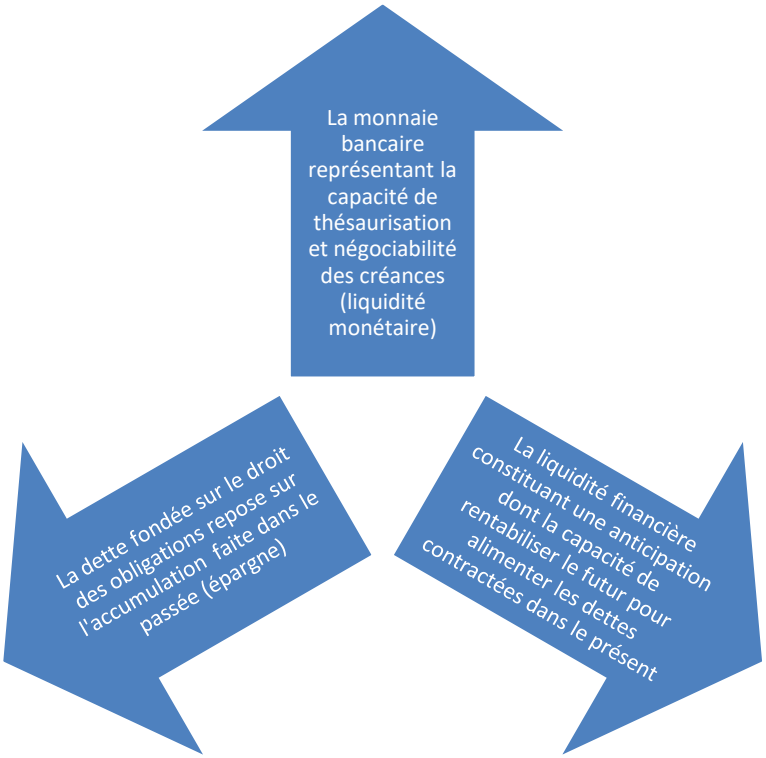


Figure 14 Schéma de différentes dimensions de l'évolution institutionnelle du capital financier

Schéma des différentes dimensions de l'évolution institutionnelle du capitalisme financier selon Eric Pineault dans sa thèse « *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une Contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique* ».

[344] L'espace des marchés monétaires gouverné par la dimension de l'obligation et la négociabilité est par définition séparé mais se rapproche de certaines pratiques bancaires et d'entreprises non-financières.[584] La liquidité financière se fonde sur deux éléments institutionnels principaux[585] : (1) le mécanisme endogène de la communication publique de la valeur de titre de créance en capital et (2) le mécanisme exogène des « teneurs de marché ». Les

[584] *Op cit,* P.477
[585] *Ibid,*

teneurs de marchés assurent la liquidité des transactions des titres financiers dans les marchés à capitaux (la négociabilité). Le fait que les plupart des teneurs de marchés sont en réalité des banques d'investissements ou des sociétés financières affiliées aux banques procure un accès indirect de ces derniers à l'accès au marché monétaire. [586] Les banques centrales deviennent ainsi indirectement des souteneurs de la liquidité financière en garantissant accès à la liquidité monétaire aux teneurs des marchés financiers.

[345] Eric Pineault conclut dans sa thèse que le type idéal de la régulation financiarisée prend la forme d'une transformation de masse d'épargne salariale en capital financier court-circuitant ainsi la liquidité monétaire et le rapport d'entreprise. La valorisation de l'épargne salariale passe à présent par l'espace des marchés financiers grâce aux nouveaux acteurs intermédiaires tel que les fonds de pensions et d'autres investisseurs institutionnels.[587] Au passage, le fait que le capital-risque fasse partie des nouveaux acteurs intermédiaires valide ainsi la référence à l'analyse néo-institutionnelle. Il fait référence dans sa thèse à la perspective institutionnelle en vue de définir le type idéal du financement par les marchés financiers pour ensuite mesurer l'étendue de mutations apportées par la plateformisation de l'économie et finalement projeter une évolution subséquente de l'institution du capital risque.

[346] La montée en puissance de nature économique de la communauté financière aboutit à l'expansion de la logique opératoire de la valorisation financière (A-A') au détriment du circuit de rapport industriel. La manifestation concrète de ce phénomène s'incarne dans la financiarisation de l'économie et de l'entreprise. La « liquéfaction » de l'entreprise au profit de gains de nature financière (A-A') caractérisée par l'indétermination par rapport au travail industriel et la réversibilité des investissements – placements par la négociabilité des titres dans des espaces boursiers fait évoluer le type idéal du capitalisme vers le capitalisme de sortie (*exit capitalism)* et le modèle d'entreprise idéale dans la forme d'entreprise liquéfiée et stratégiquement incomplète dont la forme idéal reste les *start-ups.*

---

[586] *ibid*
[587] *Ibid,* P.482

[347] Le second terme a été préalablement élaboré à travers le développement précédent intitulé « néo-institutionnaliste américain ». Le terme « *exit capitalism* » ou capitalisme de sortie est un terme formulé par Stefan Kühl, un chercheur à l'université de Bielefeld, et désigne le type de capitalisme se développant du modèle du financement du capital risque. [588] Ce modèle de capitalisme représentant l'évolution institutionnelle du capitalisme financier par l'institutionnalisation des investissements par des nouveaux intermédiaires financiers *in casu* le capital-risque. Ce modèle est résultat d'une évolution institutionnelle décrite comme une finalité contemporaine par Eric Pineault et constitue le modèle de départ du capital risque. En rappel, la finalité de cette thèse reposera sur la forme de régulation financière adéquate par rapport à la dynamique de l'évolution décrite à travers la théorie économique traditionnelle de la finance, les néo-institutionnalistes américains et les néo-institutionnalistes français.

[348] Pour cela avant d'aborder le nouveau capitalisme de sortie dont la valorisation et le mode de régulation d'accumulation se font à l'aune des investissements purement contractuels du capital risque, il est nécessaire de compléter la vision conventionnaliste en explorant le mécanisme du maintien de la liquidité financière.

B. Le mécanisme de maintien de la liquidité financière

[349] La théorie de la finance considère que les marchés boursiers fonctionnent sur l'efficience informationnelle. Ceci est défini comme la capacité des marchés boursiers à transmettre une information fiable et non biaisée sur la valeur intrinsèque des entreprises. Le modèle d'évaluation des acteurs du marché selon la théorie financière repose sur la rationalité des acteurs, et se fonde sur les seules informations disséminées. Le modèle de l'efficience informationnelle

[588] Stefan kühl, *The Contours of Exit Capitalism*, Working Paper N°3 2005 version 17 February 2005, Le document de travail est accessible par le lien suivant http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/citations;jsessionid=B8F78FB16A62E6E31DB06AE4E3DA2266?doi=10.1.1.627.1150, P. 7

refuse donc d'accorder un rôle à la spéculation comprise comme une tentative de découvrir des informations pertinentes. Les conventionnalistes rejettent ce modèle déconnecté des dynamiques réelles des marchés.

[350] André Orléan procure un modèle en vue d'élaborer l'autonomisation de l'opinion collective. Il propose ainsi deux types de modèles prévalent dans l'espace boursier : (1) le modèle mimétique et (2) le modèle autoréférentiel[589].

[351] André Orléan remarque qu'en dépit de la force de conviction existent chez les économistes financiers de la rationalité individuelle atomistique de chacun des marché financier, les interactions sociales peuvent constituer un poids prépondérant dans la détermination des prix et l'action individuelle. Il présente le mécanisme du modèle autoréférentiel émergeant souvent au sein des investisseurs financiers comme le suivant :

> « *....l'interaction imitative, passée un certain seuil, engendre un mécanisme d'amplification des aléas qui l'emporte en intensité sur le poids, pourtant significatif, des informations privées. Par le jeu de ce mécanisme d'amplification mimétique, n'importe quel bruit peut prendre soudainement la force inattendue d'une rumeur envahissante. À chaque instant bien que le groupe reçoive quantité d'informations privées qui vont dans le sens de l'équirépartition, il peut ne plus y être sensible car il se trouve soumis, par ailleurs, à une force parasite, endogène, qui fait prévaloir la rumeur.* » [590]

[352] La conceptualisation du modèle de la valorisation mimétique devient ainsi selon André Orléan la source de différents bulles financières se manifestant par un écart exorbitant entre la valeur fondamentale des titres échangés et le prix auquel les titres sont échangés. Le phénomène cité est défini comme une bulle

---

[589] André Orléan, "La valeur économique comme fait social: la preuve par les évaluations boursières", Revue de la régulation [En ligne], 18/ 2e semestre / Automne 2015, mis en ligne le 20 décembre 2015, consulté le 09 février 2016, URL : http://regulation.revues.org/11441, P.7

[590] ibid, P.8

spéculative mais aussi source de conventions financières.[591] André Orléan identifie le type de valorisation par les bulles spéculatives comme enraciné dans le concept Durkheimien de la « puissance de la multitude ».

[353] Le constat résumant le modèle autoréférentiel dans les marchés financiers est « Le fonctionnement du groupe ou d'un marché est la somme des préférences individuelles sauf si l'intensité des interrelations dépasse certains seuils. Dans ce dernier cas alors le prix présentant une anomalie de valorisation par rapport à la valeur fondamentale peut s'imposer comme prix conventionnel d'actif financier.

[354] Le second modèle prévalent dans les espaces boursiers est la valorisation par l'interaction autoréférentielle. Ce modèle se résume à l'émergence d'une opinion commune à travers l'autoréférentialité des interactions par un jeu de l'autoréalisation des croyances fondé uniquement sur une conviction collective.[592] Keynes était le premier économiste à déceler la nature conventionnelle de certains éléments des marchés boursiers dont le taux d'intérêt des marché obligataire fondé sur l'anticipation d'une valeur future déterminée par l'opinion dominante.[593]

[355] Le marché boursier fonctionne sur une rationalité mimétique résultant de l'autoréférentialité de l'évaluation du prix. L'interaction intersubjective des participants du marché incite à une convergence des opinions individuelles en opinion commune. L'évaluation mimétique des participants des marchés est validée par autoréférence donnant naissance à une convention des marchés. En résumé, l'information ayant une fonction évaluative pour la constitution d'un prix fondamental dans les marchés boursiers se transforme par mécanisme mimétique et autoréférentiel dans la fabrication d'une valeur spéculative synthétisée sous la forme d'un prix de nature conventionnelle.[594]

---

[591] *Ibid,* P.8
[592] André Orléan, *Le Pouvoir de la Finance*, 1999, Paris : Editions Odile Jacob , P.84
[593] Keynes, *Théorie générale*, P.212
[594] *Op cit,* 2011.*L'empire de la valeur,* P.272

L'opinion unanime émergente apparaît comme une coordination parfaite à travers une répétition[595]. Les participants du marché tentent d'anticiper l'opinion d'autrui et dans l'absence d'une information nouvelle se réfèrent dans la lignée du concept de la saillance de Schelling à reproduire le prix précédent. [596]

[356] André Orléan renvoie à Keynes en citant l'ouvrage majeur de Keynes « Théorie Générale » : à la page 212 le phénomène d'autoréférentialité résultant d'une convention commune est décrit en ces termes : « *le taux de l'intérêt est au plus haut degré un phénomène conventionnel plutôt que psychologique car sa valeur effective dépend dans une large mesure de sa valeur future telle que l'opinion dominante estime que l'on prévoit. Un taux d'intérêt quelconque que l'on accepte avec une foi suffisante en ces chances de durer durera effectivement* ».

[357] La nature de la formation des conventions des prix spéculative de loin d'être irrationnelle se fonde toujours sur un modèle similaire à une évaluation fondamentaliste avec néanmoins une marge d'évaluation très large.[597]

[358] Les conventions ne sont pas statiques ou fixes mais au contraire dynamiques : ainsi l'émergence d'une nouvelle convention modifie en profondeur les conditions d'exercice de la rationalité autoréférentielle[598]. Les conventions se substituent à l'interprétation mimétique des acteurs financiers en les redirigeant vers les règles conventionnelles gouvernant les anticipations privés. En d'autres termes, la convention canalise la relation entre l'individu et le groupe[599].La convention financière est par conséquent endogène à la dynamique boursière donc relativement déconnectée des performances des entreprises. Dans cette perspective, nous pouvons constater la critique faite à l'évaluation sur la valeur des titres fondée sur une rationalité fondamentaliste.

[359] L'autoproduction de la point de référence pour les valorisations des actifs financiers en guise de mode d'organisation de la communauté financière et

---

[595] André Orléan, 1991, *Le Pouvoir de la Finance*, 1991, Paris, Odile Jacob, P.81
[596] *Ibid,* P.82
[597] *Ibid* P.88
[598] *Op cit,* P.86
[599] *Ibid,* P.87

ceci d'une manière auto référentiel en existence parallèle avec la valeur fondamentale devient la manifestation de la convention financière.[600] En général, la convention d'interprétation financière autant qu'il reproduit une valeur ayant un décalage de valorisation important avec les résultats d'une évaluation de valeur d'actif dérivé d'une l'évaluation fondamentale des titres est néanmoins maintenu grâce à une croyance généralisé des acteurs de la finance. Pourtant, cette convention sociale formée d'une coordination entre différents acteurs de la finance se révèle être d'une fragilité importante. André Orléan cite plusieurs exemples de l'effondrement de la convention financière dans des événements de crises tels que le Krach d'Octobre 1987[601], la crise des valeurs d'internet dans les années 2000,[602], la crise mexicaine[603], la convention « miracle asiatique » [604] et plus récemment la crise liée aux *subprimes mortgage* ou prêts hypothécaires à risque dans les années 2007.

[360] La nature fragile des conventions que André Orléan décrit comme un mécanisme de l'euphorie génératrice d'une convention haussière (hausse de prix) maintenu par l'ensemble de la communauté financière jusqu'à une valorisation jugée trop excessive suivie de l'explosion de la bulle spéculative aboutissant à une crise de liquidité.

[361] Dans le cas général des valorisations extrêmes en formes de bulle spéculative et en particulier la crise des *subprimes,* André Orléan décrit le mécanisme de valorisation, le maintien et la dévalorisation rapide de la liquidité des titres par le mécanisme social qualifiable comme une puissante confiance collective ou « la foi sociale » [605] . Pour la valorisation elle se résume au mécanisme suivant :

> « *Les modèles d'évaluation qui, à un moment donné, déterminent la valeur des titres sont le résultat d'interactions mimétiques autoréférentielles débouchant sur des conventions structurantes. La dynamique est celle de*

[600] *Ibid,* P.82
[601] *Ibid*, P.98
[602] *Ibid,* P.145
[603] *Ibid,* P.151
[604] *Ibid,* P. 161
[605] *Ibid,* P.132

l'autoréalisation. Les conventions haussières à savoir des épisodes où la hausse des cours et les plus-values qu'elle engendre modifient les anticipations des investisseurs dans un sens haussier, ce qui provoque de nouvelles hausses et de nouveaux profits qui ont pour effet de convaincre le marché de la justesse des vues qui avaient conduit aux premières augmentations. On est alors confronté à un processus d'autoréalisation des croyances ce qu'on a aussi appelé des prophéties auto réalisatrices » - André Orléan, Le Pouvoir de la Finance, P.144

[362] Le maintien de la liquidité peut être observé dans l'analyse de « l'euphorie financière » décrite par André Orléan sur la crise des *subprimes*.[606] Dans ce contexte, il décrit ainsi le mécanisme: « *en résumé, cette analyse nous dit qu'en phase d'euphorie, lorsque le prix de l'immobilier continue à augmenter, une grande richesse est produite favorise fortement la situation des acheteurs et des prêteurs. L'effet est proprement mécanique. Pour les acheteurs, c'est évident : ils sont plus riches puisque la valeur de leur capital a crû. Pour les prêteurs, deux effets se conjuguent, ils sont plus riches des intérêts qu'ils ont perçus … leur stock de créance voit sa probabilité de défaut anticipé diminuer ce qui signifie un accroissement de sa valorisation. C'est la source de l'euphorie qui irrigue toute l'économie. Si de nouveaux acteurs rejoignent en nombre suffisant cette dynamique dans l'espoir que les prix continueront à croître, alors l'euphorie se perpétue. Notons que la politique monétaire laxiste menée par la Réserve fédérale jusqu'en 2004 a beaucoup favorisé cette évolution en fournissant au système financier les liquidités bon marché et abondantes dont il avait besoin pour financer cette euphorie* » - André Orléan – De l'euphorie à la panique, P. 31

[363] La description du phénomène de l'euphorie financière précédent la crise de *subprimes* permet d'identifier plusieurs éléments importants du paradigme conventionnaliste. La valorisation par évaluation autoréférentielle prévalant dans l'espace des marchés financiers se substitue à la valorisation

[606] André Orléan, *De L'euphorie à la panique : penser la crise financière*. 2009, Paris, Presses de l'Ecole normale supérieure, P.30

fondamentale des titres et alimente une convention haussière mimétique et circulaire. L'injection de liquidité monétaire conditionnée par la politique monétaire du FED américain permet la validation de la liquidité financière par l'apport de la liquidité monétaire.

[364] Ceci rejoint l'apport théorique d'Éric Pineault sur le mécanisme de la valorisation financière. Il décrit dans la lignée de l'analyse Marxien que la marchandise monnaie peut être comprise en revenant sur l'équation propre à la logique financière (A-A'). L'équation tend à une interprétation purement autoréférentielle de la valorisation du capitalisme financier. Dans la lignée de l'analyse d'Éric Pineault, pour comprendre la logique financière il faudra élargir la configuration en incluant l'autorité monétaire des banques centrales. Dans ce cadre, le concept de la marchandise monnaie remplit la vide théorique. L'équation serait donc toujours Marxien (A-M-A') mais (M = AC). En d'autres termes, la valorisation du capital financier repose sur l'introduction d'une monnaie marchandise ayant des propriétés particulières : la franchise bancaire. Dans ce cas, la marchandise monnaie serait remplie par l'introduction de l'injection de l'argent monétaire / assuré par les autorités monétaires centrales. Ceci permet ainsi l'accroissement du capital non seulement par le biais d'une captation de valeur sur le travail vivant dans les termes de Jean Marie Harribey[607] mais aussi une valorisation par l'injection de la liquidité monétaire par l'intermédiation bancaire (a) s'investissant dans les marchés financier et/ou (b) en relation contractuelle avec les fonds financiers ou l'investissement direct par l'investissement de l'épargne directement à travers les OPCVM et les fonds mutuels. Le raccourcissement de la chaine d'intermédiation entre l'épargne (porteur de la franchise bancaire) et les institutions du monnayage du capital financier devient ainsi crucial dans le maintien et l'expansion du capitalisme financier. L'analyse

[607] Jean-Marie Harribey dans son article « *la financiarisation de l'économie et la création de la valeur* » défend l'idée selon laquelle seule la force de travail peut valider l'accumulation de capital. La thèse du transfert de l'épargne avancée par Eric Pineault permet de voir que la source de valorisation (A-A') peut être résultat de transfert de liquidité monétaire de l'épargne bancaire. Ceci permet d'expliquer l'énorme liquidité des valorisations financières sans pour autant qu'il y ait une création additionnelle des marchés de travail.

d'André Orléan à travers la description du Krach d'Octobre 1998[608] et dans le mécanisme de l'euphorie précédent la crise des *subprimes* confirme ce constat.

[365] La dévalorisation est toujours précédée par l'accumulation des anomalies persistantes remettant en cause la convention d'interprétation.[609] La prise en compte des anomalies par la communauté financière sera suivie d'une convention baissière résultant de l'assèchement de la liquidité puisque les investisseurs n'auront qu'un désir commun de quitter le marché. Ce phénomène est décrit par des économistes conventionnalistes comme le paradoxe de liquidité. Ce paradoxe postule en effet que la liquidité disparaît lorsque tous les acteurs exercent leur demande sur la liquidité. La dévalorisation commence par une convention baissière effrénée fonctionnant selon le même modèle autoréférentiel sans pour autant qu'une formation d'un nouveau niveau d'équilibre prenne lieu.[610] Seule l'intervention des autorités politiques sur les marchés peut déclencher un nouvel équilibre. La dévalorisation précédant une crise est analogue au processus de la convention haussière mais en sens inverse. Pour cela, le rôle fondamental de la banque centrale en tant que pourvoyeur de liquidité monétaire de dernière ressort tel que soulignée par Eric Pineault et partagée par André Orléan à travers l'illustration de l'intervention du FED américain pendant la crise d'octobre 2000, jette une lumière sur la liaison étroite entre la liquidité financière et la liquidité bancaire (liquidité monétaire dans les termes d'Éric Pineault).[611]

[366] Avant de terminer le développement sur les néo-institutionnaliste français un dernier point mérite notre attention. Il existe deux composantes de la liquidité financière : les agences de notation assurant la formation des conventions d'interprétation stables et l'intervention des teneurs de marchés assurant (1) la continuité des cotations et donc de l'échangeabilité (réversibilité des titres) et (2) l'alimentation des marchés en liquidité monétaire.

[367] La première institution de la liquidité financière est l'agence de notation. Elles constituent un composant important dans la dynamique mimétique

---

[608] *Op cit,* André Orléan, *Le Pouvoir de la Finance*, P.98
[609] *Ibid,* P.178
[610] *Ibid,* P.183
[611] *Op cit,* André Orléan, *Le Pouvoir de la Finance* 1991, P. 120

et une forme de saillance institutionnelle ou un repère pour les marchés.[612] La construction des conventions d'interprétation passe par un choix d'une convention privilégiée pour ancrer l'évaluation financière dans la lignée de la rationalité fondamentaliste.[613] Concrètement, la convention privilégiée dans le cas des valeurs d'internet précédent le bulle spéculative des années 2000 reposait sur les ventes sur le web ou le nombre de visiteurs d'un site tandis que pour le cas du « miracle asiatique », les données macro-économiques alimentaient la convention d'interprétation. Deux caractéristiques principales des conventions d'interprétation sont la tendance à l'auto-renforcement mimétique et sa capacité à minimaliser des anomalies systémiques pourtant constituant des menaces réelles incitant ainsi à l'aléa moral.[614] En résumé, les agences de notation deviennent un pilier important dans le maintien de la convention d'interprétation financière et d'une manière subséquente de la liquidité financière.

[368] La seconde institution de la liquidité financière est la teneur des marchés. Un exemple de l'importance des Teneurs de Marchés dans la création et le maintien de la liquidité peut être dans le Nouveau marché français pendant la période de 1995-2005. Ce marché est dédié à l'introduction de Jeunes Entreprises Innovantes en Hautes Technologie (JEIHT). Les ITM ou le rôle des introducteurs teneurs de marché sont des établissements financiers habilités par la Bourse de Paris pour exercer deux fonctions : l'introduction d'instruments financiers et la tenue de marché des instruments pendant un minimum de trois ans après l'introduction.[615] Le paradigme conventionnaliste des institutions financières appliqué au marché des JEIHT ou *start-up* dévoile la particularité de la valorisation de ces derniers : les JEIHT se trouvent dans la jonction entre le monde industriel et le monde financier[616]. La nature conventionnelle des opérations d'évaluation des titres des JEIHT par les ITM repose sur la prise en compte de l'incertitude du passé propre au domaine d'entreprise et l'incertitude du

[612] *Ibid,* P.167

[613] *Ibid,* P.177

[614] L'aléa moral peut être défini comme une condition de confiance abusive dans l'efficacité des filets de sauvegarde débouchant sur une prise de risques exagérés.

[615] Dubocage Emmanuelle, Revest Valérie, *Une analyse conventionnaliste du prix d'offre des start-up sur le Nouveau Marché français*, In : Revue d'économie financière, n°96, 2010, L'euro en 2019, Pp. 215-231, Doi : 10.3406/ecofi_0987-3368_2010_num_96_1_5386, P. 222

[616] *Ibid,* P. 224-225

futur en forme des attentes des marchés financiers.[617] Les ITM évaluent les titres des JEIHT en accord avec la logique conventionnelle des marchés financiers. Premièrement, il existe deux méthodes principales dans l'évaluation des JEIHT : la méthode du *Discounted Cash Flow* (DCF) et la méthode analogique.[618]

[369] La méthode DCF se fonde sur l'évaluation globale des flux économiques de liquidités générées par l'activité entrepreneuriale distribuable aux actionnaires. Pourtant l'absence d'historique et le contexte incertain entourant les JEIHT rendent quasiment impossible une projection fixe sur le niveau de liquidité.[619] La méthode d'évaluation analogique consiste à évaluer les entreprises selon des critères identiques applicables aux entreprises similaires.[620] Les entreprises de références sont les entreprises préalablement cotées sur le marché financier, ayant fait objet d'un rachat ou sous financement de capital risque. Le problème de cette méthode d'évaluation implémenté en pratique est la discrétion énorme que possèdent les ITM dans la production de l'évaluation finale. Des critères différents (non-homogènes et non standards) furent ainsi utilisés variant du taux de bénéfice (*Price Earning Ratio/ PER, Earning before Interest and Taxes / EBIT)* jusqu'au chiffre d'affaires et les recettes potentielles basées sur le nombre de visiteurs d'un site web.[621] Cette liberté de substituer ou de cumuler des évaluations fondées sur la rationalité fondamentaliste telles que par le critère PER et la rationalité spéculative comme le nombre de visiteurs du site web démontre la nature conventionnelle et anticipative donc spéculative de l'évaluation. Les ITMs procèdent à une évaluation fondée sur la rationalité interprétative ou convention interprétative.[622] L'évaluation en premier lieu intègre les repères qualitatifs et quantitatifs constitués d'actifs intangibles (dépôts de brevet, étapes franchies pour l'autorisation de mise sur le marché etc.) représentant la valorisation fondamentale. Par la suite, les résultats de l'évaluation fondamentaliste sont aussi conjugués avec l'anticipation des marchés financiers. Faisant suite aux travaux d'André Orléan, l'incertitude et la liquidité des titres favorisent une évaluation

[617] *Ibid,* P.225
[618] *Ibid,* P.226
[619] *Ibid*, P.217
[620] *Ibid,* P.218
[621] *Ibid,* P.219
[622] *Ibid,* P.224

conventionnelle de nature mimétique qui dans le cas des ITM se manifeste par l'anticipation future d'achat et de vente une fois que les titres sont disponibles sur les marchés.[623] L'évaluation des ITM prend ainsi en compte la prime à l'anticipation du marché attribuée à la convention de liquidité en place sur le marché financier. Par cela, la méthode analogique appliquée par les ITM reprend l'opinion du marché d'une manière mimétique et contribue à la formation de la convention haussière.[624]

[370] Il y a deux observations intéressantes dans l'opération des ITM pendant la période de 1996 – 2005. Le premier point intéressant réside dans la reconnaissance par un ITM que malgré le rôle des ITM dans la propagation et le maintien de la convention haussière, ils gardent toujours la priorité d'éviter d'être le dernier acquéreur des titres au moment de la correction des marchés.[625] En d'autre terme, le Nouveau Marché servait d'échappatoire permettant aux capitaux-risque de se délester des titres fortement spéculatifs. La seconde observation repose sur la poursuite de liquidité sanctionnée par l'autorité boursière en réduisant la période de *lock up* ou période de détention d'un minimum de titres par certains actionnaires institutionnels. En poursuivant l'attribution des liquidités des titres financiers par contrainte concurrentielle (avec le marché Allemand Neuer Markt), l'autorité boursière sacrifie le critère de qualité dans l'introduction des entreprises.

[371] En résumé, la liquidité des marchés d'introduction des *start ups* ou JEIHT peut être interprétée comme de nature conventionnelle et la poursuite de la liquidité accrue est institutionnellement en contradiction avec la protection des investisseurs. Les ITM assument la tâche d'évaluer les valeurs des titres, de maintenir la liquidité par une convention haussière des titres et finalement d'assurer la continuation des échanges. Ainsi, l'accord de l'industrie du capital-risque à la convention financière se voit validé à travers l'étude de cas du Nouveau Marché français.

---

[623] *Ibid,* P.224
[624] *Ibid,* P.225
[625] *Ibid,* P.226

[372] Les néo-institutionnaliste français en observation du phénomène de la financiarisation de l'économie proposent de réformer l'architecture financière en introduisant le concept de l'intermédiation publique et la délégation de gestion d'actif vers une Banque Partenariale de Financement de l'Investissement (BPFI)[626]. Le concept se résume à réformer le défaut principal de la finance : la vision à court-terme. Selon ces derniers, le rôle du capital-risque dans le financement de l'innovation devrait être substitué ou du moins dominé par le pouvoir public.[627] Le BPFI remplace le rôle du capital-risque dans l'allocation des fonds levés auprès des fonds de pensions ou des assurances et l'investissent avec un horizon à long-terme. L'argument défendant l'efficacité d'une intermédiation par une institution publique plutôt que la gouvernance privée du capital-risque se réfère à la prévalence de l'investissement public dans la recherche fondamentale.[628] Le capital-risque est aussi considéré comme un intervenant tardif avec un horizon de sortie jugé trop court pour un cycle d'innovation s'étendant en moyenne de 15 à 20 ans.[629] De plus, une garantie accordée par la Banque Centrale Européenne (BCE) permettra d'assurer la liquidité des titres émis par la BPFI.[630] En résumé, le concept du BPFI vise à remplacer la gestion de la finance privée identifiée comme source d'instabilité financière. Le remaniement de la liquidité par le schéma d'intermédiation et garantie publique est considéré comme capable de remettre un financement libéré des contraintes cycliques courtes et la volatilité résultant de la dynamique des conventions financières de nature mimétique. La centralité de la notion d'une intermédiation bancaire dégage une marque typiquement civiliste à l'opposition de la *common law* anglo-saxonne et en particulier américaine favorisant un financement par les marchés financiers.

[373] Certaines grandes lignées sont ainsi indentifiables dans la vision néo-institutionnaliste française de l'école conventionnaliste. Ces points résument les idées centrales de l'école de pensée néo-institutionnaliste française liée à la logique opératoire de l'institution financière. **Premièrement**, la notion que la

---

[626] Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot, *L'Entreprise Liquidée: La Finance Contre L'Investissement*, 2016, Paris, Michalon éditeur, P.252

[627] *Ibid,* P.253

[628] *Ibid*

[629] *Ibid,* P.254

[630] *Ibid,*

valeur est une nature née du lien social et non essentialiste. **En second lieu**, la rationalité émergente du fait de l'institution de la liquidité par l'institution des marchés financiers est de nature autoréférentielle et mimétique plutôt que fondamentaliste. **En troisième lieu**, la liquidité se définit par l'attribut de l'indétermination, de la réversibilité et obtenue à travers la capacité à se faire accepter comme moyen de règlement au sein d'une communauté donnée. **En quatrième lieu**, la liquidité est maintenue par deux mécanisme vitaux : (1) un mécanisme de communication au public détenu par les agences de notations et (2) l'accès indirect des teneurs de marchés à la liquidité monétaire garanti par les banques centrales (franchise bancaire). **Finalement**, la liquidité et ses attributs constitutifs deviennent une finalité poursuivie par la communauté financière et prennent la forme de la liquidité de la monnaie souveraine ou dans le système bancaire moderne de la liquidité monétaire.

[374] La grande lignée citée en dessus nous procure le cadre théorique pour déconstruire l'archétype ou le type idéal de financement par les marchés financiers en particulier le financement par le capital-risque. Mais avant de procéder à l'analyse du modèle de capital-risque, il faudra aborder l'apport de la plateformisation de l'économie sur les composants de l'institution financière décrite dans ces développements.

TITRE III

La plateformisation et la financiarisation de l'économie

[375] À travers une déconstruction de la notion de la liquidité financière faite dans le chapitre précédent, la trajectoire et finalité du système de régulation du capitalisme financier avancé repose sur la recherche et le maintien de la liquidité financière. La désintégration de l'entreprise sous l'emprise de la financiarisation progresse justement ver la recherche de liquidité dans l'investissement entrepreneurial.

[376] Dans la problématique de cette recherche, la révolution des NTIC contribue à la transformation dans la pratique Industrielle. La nouveauté du phénomène en cours d'évolution prohibe toute spéculation déterministe quant à la nature finale des évolutions. Néanmoins, la délimitation de grandes lignes du processus reste envisageable. Parmi les différentes analyses portées sur la trajectoire de l'économie sous l'égide des poussées technologiques, une recherche mérite notre attention. La recherche avance qu'un double phénomène de nature technologique et économique prend lieu. Les phénomènes économiques et sociaux se manifestent par (a) le décloisonnement des différents secteurs de la société par la connectivité accrue et (b) la financiarisation hégémonique et constante de la société[631].

[377] Plusieurs éléments marquent la nouvelle économie de la société connectée ou resautée (*Networked Society*) [632] : (1) l'augmentation des capacités des ordinateurs, (2) l'augmentation des nombres d'utilisateurs finaux avec accès à la capacité de processus (*computational capacity),* 3. Inter connectivité entre différents systèmes ou l'utilisation des Interfaces de programmation applicative (APIs) ouvertes, 4. L'expansion du phénomène de financiarisation dans l'économie mondiale depuis les années 1980. La recherche avance qu'il existe cinq manifestations de l'impact du développement du NTIC en particulier

[631] Catherine Ellen Anne Mulligan et Giaime Berti, *The Economics of the Networked Society*, Industry Transformation, Imperial College London sustaibale Society Network, P.5

[632] *Ibid*

l'internet 2.0-4.0 sur l'économie et la structure industrielle. Mais il y a quatre manifestations relevant de la recherche [633] :

- Les facteurs modulaires de production
- Le rééquilibrage de l'économie d'échelle
- l'économie d'agrégation
- *Dynamic strategic networks*

[378] La modularisation des facteurs de production est un résultat du recentrage des stratégies imposé par les marchés financiers aux entreprises publiques verticalement intégrées. La désintégration verticale sous la pression de la financiarisation libère les chaines de production jadis sous le joug des entreprises publiques verticalement intégrées. Cette condition permet l'accès relativement facile à la sous-traitance des facteurs de productions des biens pour les grandes entreprises publique ou les PME à un niveau mondial[634].

[379] Le rééquilibrage de l'économie d'échelle évoque justement le résultat de la désintégration verticale sous la vague de la financiarisation, l'augmentation de la connectivité, le recours à une production resautée à base d'externalisation par la sous-traitance ou par un appel d'offre en ligne (le *crowdsourcing).* La pression économique exercée par les institutions financières et la possibilité de se recentrer sur un cœur de métier par un relais vers un réseau de sous-traitance et par la connectivité de l'internet aboutissent à l'émergence des entreprises ayant un volume de salariat réduit tout en maintenant une capitalisation importante et une valorisation boursière égale ou encore plus important qu'avec les entreprises publiques de type groupement industrielle d'antan[635].

[633] *Ibid,* P.29
[634] *Ibid,* P.30
[635] *Ibid,* P.32

[380] L'économie d'agrégation désigne le résultat d'un recours aux ressources modulaires sans adopter une frontière de la firme comme unité de production.[636] La création de la valeur dépend ainsi d'une optimisation de l'usage des capacités d'agrégation à travers des réseaux de ressources modulaires ainsi que l'emploi de la capacité de processus d'ordinateur[637].

[381] Le *Dynamic strategic networks* représente la transformation de l'organisation des firmes vers une organisation modulaire. Par exemple, la structure des réseaux d'alimentation peut être dynamique et ouverte en se connectant à un réseau varié des entrepreneurs connectés par un réseautage d'internet.

[382] L'analyse de la transformation de l'économie sous l'essor de l'internet 2.0 – 4.0, le progrès des capacités de processus des ordinateurs et la financiarisation avancée par Professeur Catherine Ellen Anne Mulligan et Giaime Berti rejoignent la notion émergente de la plateformisation de l'économie. Professeur Michael Cusumano expose que l'économie des plateformes diffère d'une stratégie de commerce axée sur le produit puisque la plateforme dépend d'un écosystème externe générant un effet de complémentarité entre le produit ou le service et le réponse favorables entre les compléments et la plateforme.[638] L'économie des plateformes suit le concept de l'effet de réseau (*network effects)* ; la valeur économique d'une plateforme dépend du nombre des services ou produits offerts suivant une logique de complémentarité[639]. Un nombre croissant d'utilisateurs accroitra le nombre d'utilisateurs et par conséquent des offreurs de services et ainsi de suite.

[383] Les entreprises de plateformes se valorisent rapidement et possèdent des actifs hautement liquides dans le sens réversible puisque la puissance de calcul et les données sont utilisables par tout le secteur industriel. La fragmentation par la contractualisation du marché de travail tente de liquéfier la

---

[636] *Ibid,* P.33

[637] *Ibid,* P.33

[638] Irving wladawsky-Berger, The *Rise of the Platform Economy*, Février 12, 2016, The World Street Journal, L'article est accessible sur le lien suivant: http://blogs.wsj.com/cio/2016/02/12/the-rise-of-the-platform-economy/

[639] *Ibid*

nature du travail et des actifs tangibles immobiles par le biais de la constitution d'un marché fluide au détriment du rapport salarial à travers le crowdsourcing. La plateformisation de l'économie représente ainsi une réorganisation de l'économie autour des plateformes numériques[640]. La croissance en valorisation dépend du modèle de financement en particulier le capital-risque et suit un mode d'accumulation de valeurs strictement financier.[641] L'étendue de la transformation du milieu économique par la combinaison entre la financiarisation de l'économie et l'économie des plateformes sera explorée dans les développements suivant. Ceci permettra de découvrir la dynamique de la nouvelle économie et les effets transformatifs des nouvelles technologies ainsi que les effets sur l'institution de financement par le capital-risque.

Chapitre I. Le Web 2.0 et l'économie des plateformes

Section I. L'Economie du 2.0 et les effets de l'essor technique du NTIC

[384] L'étude de la capacité structurant des technologies des NTIC réside dans la tentative subséquente de projeter les limites et les potentiels de la technologie vis-à-vis du modèle de l'entreprise et la structure de financement associée. À travers les différentes littératures élaborées par les sociologues et économistes, deux positions principales peuvent être observées concernant la relation entre les nouvelles technologies et les transformations économiques.[642] D'une part, un courant de pensée postule que les évolutions économiques sont directement déterminées par l'évolution technologique. D'autre part, des

[640] Martin Kenney et John Zysman, *The Rise of the Platform Economy*, Issues in Science and Technology, Volume XXXII Issue 3, Spring 2016, L'article est accessible sur le lien suivant: http://issues.org/32-3/the-rise-of-the-platform-economy/

[641] *Ibid*

[642] Jan Van Den Ende et W. Dolfsma, *Technology Push, Demand Pull and the Shaping of Technological Paradgims – Patterns in the Development of Computing Technology* (22, 2002, 10), ERIM Report Series Reference No. ERS-2002-93-ORG. L'article est accessible sur SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=371035, P.3

économistes ont identifié la structure économique comme élément structurant du modèle de l'entreprise. Un des économistes célèbre défendant la première proposition est Jeremy Rifkin. Selon Rifkin, la dissociation entre le droit à l'accès des services et la propriété sur l'actif produisant le service avait largement été facilité par l'avènement des Nouvelles Technologies de l'Information et la Communication (NTIC).[643] Cette thèse supporte la vue alternative adoptée par Laurent Batsch supportant le rôle prépondérant des facteurs technologiques dans la transformation structurelle et stratégique de l'entreprise mais relègue le facteur technologique en tant qu'accélérateur plutôt que cause centrale. Les transformations de la vie économique des entreprises seront plutôt identifiées au vague de financiarisation.

[385] L'émergence des NTIC contribue au phénomène de dématérialisation des services facilité par la numérisation des services. En pratique les entreprises ont recours aux contrats d'usage de services plutôt qu'acquisition des actifs permettant de générer les services. La forme actuelle de la logique de l'accès s'est vue actuellement dans l'opération des entreprises innovantes américaines (les *starts-up*). Ces derniers exploitent pleinement l'environnement numérique et les apports des NTIC. Par exemple, les jeunes entreprises innovantes de la *Silicon Valley,* accèdent aux marchés internationaux à travers les réseaux internet, incorporent leurs entreprises en ligne, retrouvent les meilleurs sous-traitants par des plateformes telles que « *Alibaba.com* », accèdent à un financement à coût de capital moins élevé et dans certains cas quasi-gratuit à travers les plateformes de *crowdfunding* (finance participatif) et popularisent leurs produits rapidement et directement aux potentiels usagers par les réseaux sociaux[644].

[386] L'impact principal de l'expansion de l'usage des NTIC par rapport à la structure de financement de l'entreprise se traduit par la réduction du coût de capital et une diversification des sources de financement. La popularisation de la

---

[643] Jeremy Rifkin, *The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things, The Collaborative Commons, and The Eclipse of Capitalism*, 2014, New York, Palgrave Macmillan, P.15

[644] The Economist, 24 October – 30 November 2015 « *Reinventing the company* »P.9

technologie de *cloud computing* a été associée à la capacité des entreprises à élargir leurs opérations et en retour modifie la manière dont les jeunes entreprises innovantes sont financées et lancées[645]. Le coût de lancement pour une nouvelle entreprise technologique a été largement réduit depuis la généralisation de l'usage des réseaux d'internet. Dans la lignée de l'économie axée sur l'accès dissocié des droits de propriété, en addition à la rapidité croissante des connections internet, le *cloud computing* avait permis aux entreprises de se délester des investissements en actifs spécifiques jadis indispensables tel que l'espace de bureau, les ordinateurs, les serveurs, les applications dont le coût rendait le lancement d'une nouvelle entreprise exorbitant[646].

[387] Ce modèle connu sous le néologisme *Software as a service ou SaaS* est fondé sur la livraison conjointe de moyens, de services d'expertise permettant aux entreprises de procéder à une externalisation intégrale de leur système d'information et d'assimiler le coût en tant que coût de fonctionnement plutôt qu'à un investissement.[647] Les avantages offerts par la structure SaaS coïncident avec les stratégies financière recherchées par les entreprises sous la financiarisation notamment : la rentabilisation du capital propre par l'externalisation des services spécifiques et la réduction quasi totale des acquisitions des actifs de productions. La logique économique du SaaS a été rendue possible par les principes particuliers gouvernant l'industrie de l'information et de technologie marquée par un coût fixe élevé mais un coût de production marginal très bas.[648] En d'autres termes, les entreprises opteront préférentiellement à investir dans des services particuliers offerts par des sous-traitants externes ayant déjà intégré les coûts d'investissements initiaux dans des actifs de production (serveurs, gestion de réseaux, licence d'exploitation des applications et bien d'autres) constituant leur cœur de métier. Le coût d'investissement en actifs (acquisition et maintenance de la solution ou *Total cost*

---

[645] John F. Coyle et Jospeh M. Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, Hasting Law Journal, Vol.66:133, Décembre 2014, Pp. 133-183, P.155

[646] *Ibid*

[647] Software & Information Industry Association, « *Software as a service* : Strategic Backgrounder, Février 2001, P.4 accessible sur le lien suivant http://www.edocr.com/doc/8/software-service-strategic-backgrounder

[648] Hal. R. Varian, Joseph Farrell, et Carl Shapiro. *The Economics of Information Technology: An Introduction*. 2004, Cambridge: Cambridge University Press, P.12

of ownership) se substitue à un coût d'accès aux services récurrents d'une valeur plus faible[649]. En addition, les entreprises adoptant le modèle SaaS obtiennent un avantage par rapport à la rapidité de déploiement des réseaux et le coût réduit en consommation d'énergie passant par une mutualisation des ressources par l'usage des serveurs partagés (l'économie d'échelle au niveau d'infrastructure). Malgré les avantages offerts par le SaaS, il existe des limites au système notamment concernant la sécurité des données, le transfert et propriété sur les données en cas de faillite de l'entreprise sous-traitant les services[650]. La faiblesse liée à la notion de sécurité ne dépasse pourtant pas les avantages offerts par le système dépassant le modèle traditionnel d'installation sur place des logiciels.

[388] En revenant à l'impact du SaaS et du *cloud computing* vis-à-vis du modèle d'entreprise et le financement de l'entreprise, la chute des coûts de lancement d'une entreprise dans l'environnement actuel modifie en conséquence la modalité de financement des entreprises. La réduction des coûts produits par le *cloud computing* et le SaaS s'accompagne d'un accès plus rapide aux marchés pour leurs produits ou services à coût de distribution faible grâce à la démocratisation de l'usage de l'internet et l'usage des logiciels libre-service (*open source)* d'une qualité comparable avec les logiciels payants.[651] L'agrégation des facteurs technologiques cités (*cloud-based servers, cloud-based software, open-source code*) résultait à la baisse du coût de création et lancement des entreprises nouvelles dans le secteur de nouvelles technologies depuis l'année 2005 et ainsi bouleverse la structure du financement des projets.[652] Le financement des entreprises dans les secteurs technologiques précédent l'année 2005 était largement dominé par le capital-risque déployant une structuration de contrats élaborés pour mitiger les différents problèmes liés à l'asymétrie d'information, à l'incertitude radicale, et à la mitigation des aléas moraux. Le développement suivant d'ailleurs portera sur la structure particulièrement subtile des contrats de

[649] Inna Churakova et Remilja Mikhramova, *Software as a Service: Study and Analysis of SaaS Business Model and Innovation Ecosystems*, Thèse de mastère à la "Faculty of Economics and Business Administration" de l'université de Gent Année académique 2009-2010 défendue en Juin 2010, 155 p , P.103

[650] *Ibid,* P.104

[651] *Op cit,* John F. Coyle et Jospeh M. Green, P. 156

[652] *Ibid,* P.157

capital risque. L'usage du SaaS et la baisse du coût de lancement permettent l'émergence d'un nouveau type de contrats mieux adaptés au nouvel environnement influencé par le progrès des NTIC. Dans les développements suivants, nous allons exposer l'histoire de la plateformisation ainsi que d'autres aspects organisationnels de la plateformisation de l'entreprise sous le web 2.0.

A. L'histoire de la plateformisation de l'économie

[389] Depuis la fin de l'année 1970 les changements économiques au niveau mondial et la progression rapide de la financiarisation de l'économie aboutissent à deux évolutions importantes en matière de conduite des organisations en particulier vers une insertion des entreprises dans des réseaux[653]. Au cœur de ce mouvement institutionnel s'impose une constatation soutenant l'idée qu'un recours plus actif et généralisé à l'externalisation ainsi que la restriction du périmètre d'activité des entreprises permettent de dégager de la valeur. De plus, nous assistons à l'ouverture ou plutôt à l'abstraction des frontières des organisations d'entreprises dans le but d'accommoder l'innovation ouverte. Les dynamiques institutionnelles des organisations d'entreprises telles que décrites précédemment relèvent de l'évolution liée à des facteurs contextuels propres à la structure de l'économie avec le récent essor de la financiarisation à travers la gouvernance de l'entreprise axée sur la maximisation de la valeur actionnariale. Il est clair que le réseautage des entreprises et l'externalisation des productions s'inscrit d'une manière cohérente dans l'évolution de l'économie sous la vague de la financiarisation.

[390] Par la suite, cette recherche abordera une élaboration de la typologie et du mode d'externalisation ayant recours à la technologie du web 2.0, mais à titre préliminaire, il sera utile de dresser un bref résumé sur le progrès historique des organisations par rapport à la structuration des activités productives.

---

[653] Matthieu Mandard, *Les réseaux inter-organisationnels*, Collection Repères Paris: La Découverte.P.8

[391] Jusqu'au milieu du XIX Siècle, les entreprise familiales de petite taille dominent les activités économiques. La mise en relation des entreprises et la coordination des activités entre les firmes est de nature « de gré à gré » ou gouvernée par la « main invisible » des marchés selon l'expression de l'économiste Adam Smith. Le progrès historique depuis le second milieu du XIXe Siècle suit une autre tournure avec l'émergence de grandes entreprises intégrées réalisant à l'intérieur des frontières de la firme les activités de production. Une partie des raisons liées à cette intégration a été brièvement abordée précédemment avec pour explication une montée des coûts de transactions économiques et la complexification de la nature des transactions. Pour cela une mise en place d'une organisation unique et intégrée gouvernant les diverses activités de production s'avérait nécessaire. L'historien Alfred Chandler transformait le concept des « mains invisibles du marchés » en « main invisibles des managers » en évoquant le rôle des managers comme coordinateurs des activités économiques.[654] La structure intégrée s'est maintenue pendant la première moitié du XXe Siècle.

[392] L'année 1950 marqua ainsi le début des facteurs contribuant à l'apparition et propagation de la financiarisation de l'économie. Cette période voit le développement de l'externalisation des fonctions évaluées comme non-stratégiques pour l'entreprise. La montée de la concurrence en parallèle avec la baisse de la rentabilité incite les entreprises à se séparer des activités ne présentant guère une véritable valeur ajoutée comme les fonctions de support ou le nombre d'unités de production. Une dynamique de spécialisation autour des compétences relevant de leur cœur de métier voit ainsi le jour. En termes économiques, ces opérations permettent d'accumuler des gains au niveau des coûts en améliorant le processus de production et de flexibilité. Une autre raison économique sera en rapport avec l'incertitude liée à l'économie en général. Pour pouvoir maintenir une forme de flexibilité face à la montée du risque, les entreprises préfèrent transférer les risques économiques au niveau des fournisseurs plutôt que de les internaliser.

[654] Alfred Chandler, *The Visible Hand, The Managerial Revolution in American Busines*, 1977, Harvard University Press, Cambridge

[393] Ces formes de recentrages préliminaires se sont renforcées avec une intensité plus importante pendant les années 1970 ouvrant l'ère de la financiarisation. Les échecs des opérations de diversification conduites par les managers des entreprises entre les années 1960-1970 aux États-Unis-unis en combinaison avec le choc pétrolier de 1973 constituent les facteurs déterminants déclenchant les vagues de recentrage.[655] Aux États-Unis, la montée en puissance des actionnaires institutionnels cède le pas à un paysage jadis dominé par un actionnariat dispersé. Ces gérants de fonds dictent les critères d'ordre financier favorisant le remodelage de l'organisation industrielle dans les lignées des politiques de recentrages autour du noyau de métier. La logique financière nécessite une définition précise des compétences cœurs des entreprises pour pouvoir porter une évaluation des risques en matière d'investissements.

[394] Le progrès du modèle d'entreprise continue à présent avec la multiplication des relations de sous-traitance dans toutes les industries à travers le monde entier et concernant des activités de plus en plus diverse. Les entreprises sont ainsi réduites à des activités de conception, d'assemblage et de commercialisation des produits déléguant le restant des activités à un vaste réseau de partenaire. Pour les industries de production de commodités, l'externalisation des activités productives et de manufacture se réfère souvent à des partenaires dans d'autres pays ayant une main d'œuvre de bon marché. Les relations des entreprises sont ainsi qualifiées de firme réseau. La fragmentation des entreprises face à l'incertitude et sous la pression du paradigme purement financier de l'économie se résume ainsi à une atomisation des acteurs industriels en ligne avec la nécessité de l'évaluation financière. Le réseautage des entreprises sous la pression de la logique financière tel qu'élaborée dans le chapitre précédent donne lieu à la formation d'une entreprise à structure minimale (activités restreintes autour d'un noyau de métier fixe) et flexible avec pourtant une forte valorisation des actions. Ce modèle d'entreprise financiarisée constitue le format idéal des entreprises poussines (*startups)* permettant une accumulation des actifs intangibles, possédant des actifs productifs limités attribuant une flexibilité énorme et une intégration à un vaste réseau inter-organisationnel.

[655] Laurent Batsch, *Le Capitalisme Financier*, 2002, Paris, La Découverte, P.53

Les Principales étapes historiques de la structuration des activités des organisations

Période	Phase	Structuration des activités d'organisations
Jusqu'au milieu du XIXe Siècle	Morcellement des activités économiques	Les activités économiques sont essentiellement réalisées par un grand nombre d'entreprises familiales de petite taille.
Milieu du XIXe Siècle-milieu du XXe Siècle	Emergence des grandes entreprises intégrées	De grandes organisations apparaissent qui réalisent en interne l'ensemble des étapes de production et de distribution des biens.
Milieu du XXe Siècle – années 1970	Développement du recours à l'externalisation	Les organisations se délestent des activités jugées non stratégiques par un recentrage sur leur cœur du métier.
Années 1970 à nos jours	Accroissement du recentrage stratégique	Le recentrage sur le cœur du métier se généralise et entraîne un important recours à l'externalisation.

Source : Matthieu Mandard. *Les réseaux inter-organisationnels*. Collection Repères, Paris, La découverte, 2015, P°10

Tableau 10 Les Principales étapes historiques de la structuration des activités des organisations

[395] Le progrès historique exposé ci-dessus décrit la cause de l'essor de l'externalisation et le réseautage du modèle de l'entreprise. La poursuite de la flexibilité s'est vue facilitée par le déferlement des Nouvelles Technologies de l'Information et de Communication (NTIC).[656] Une connectivité plus accrue avec d'autres entreprises du type *business to business* / B to B et directement avec les clients de type *business to consumer* / B to C s'installe dans le pratique industrielle. La division technique du travail sous le régime taylorien ancré dans une logique de division technique du travail - basé sur la relation fixe entre machines et produit - se transforme vers une logique de « division cognitive du travail » ayant pour but la valorisation du capital intellectuel.[657] Les NTIC deviennent ainsi le pilier central des entreprises dans une compétition se jouant à présent au niveau de l'accumulation du savoir et de connaissance. L'internet représente ainsi une source mondiale d'information quasi gratuite, une porte d'accès à des informations ciblées et pertinentes (brevets, stratégie des concurrents etc.).

[396] L'internet permet aux entreprises de procéder à une veille technologique de la concurrence ainsi que la gestion de la connaissance accumulée dans l'entreprise[658]. C'est autour de ces deux finalités que la technologie des outils 2.0 et le web 2.0 trouve tout sa valeur.

[397] Les outils du web 2.0 s'inscrit dans un milieu accompagné par une dynamique croissante de la compétitivité des entreprises, l'amélioration des réseaux inter-organisationnels, et le maintien de la flexibilité des entreprises. Les entreprises sous la pression de la financiarisation et l'augmentation de la compétitivité industrielle à présent liées à l'évaluation arbitraire des marchés financiers tentent constamment d'augmenter la compétitivité et la domination des marchés. Malgré cela, l'apparente linéarité du développement de l'économie, la

---

[656] Dominique Plihon, *Le Nouveau Capitalisme*, Troisième édition, Collection Repères, 2009, Paris, la découverte, P.11

[657] P. Moati et Mouhob, *Information et organisation de Production : vers une division cognitive du travail*, 1994, Economie appliqué, tome XLVI, n°1

[658] Dominique Plihon, 2009, *Op cit*

structure de l'économie financiarisée et dominée par l'essor des NTIC (plateformes 2.0 inclus) dépassent de loin la structure classique de l'économie marchande ou industrielle jadis marquée par l'accumulation par la production des biens tangibles.

Pour pouvoir comprendre l'enjeu des NTIC et les technologies du web 2.0 par rapport au format de l'entreprise financiarisée, il est important de décrire la structure de la nouvelle économie.

B. Les Trois Principes de la Nouvelle Economie : structure des coûts atypiques, les effets de réseaux, la domination des actifs immatériels et les lois singulières de l'économie de la connaissance

[398] Il existe trois concepts principaux décrivant la structure économique moderne : a) le structure de coûts atypique ; b) les effets de réseaux et la domination des actifs immatériels et c) les lois singulières de l'économie de la connaissance. Ces trois concepts principaux bouleversent l'application de la logique micro-économique fondée sur l'échange marchand néo-classique.

[399] Le système technique contemporain fondé sur les NTIC, selon Michelle Volle, possède une structure de coûts atypiques avec des coûts fixes élevés et par conséquent des coûts variables peu importants décorrélés de la quantité produite.[659] En d'autres termes les coûts de conception du produit (coûts fixes) sont les coûts onéreux tandis que le coût de production et de distribution possède un caractère marginal faible. La structure de production est fondée sur un « effet de levier » en cas de réussite des ventes. À la différence de la production des biens marchands sous l'industrie de manufacture, l'industrie de la nouvelle économie agit dans le champ des biens immatériels non-soumis aux limitations de production physique mais dépendant grandement de la taille de l'offre et donc de la demande du marché. La production à coût marginal quasi zéro tandis qu'un

[659] Michel Volle, *E-économie*, 2000, Economica, Paris

coût de production fixe élevé résulte du deuxième principe : les effets de réseaux (*network effects).*

[400] L'économie fondée sur les NTIC dépend de l'étendue de l'usage de la technologie par les consommateurs[660]. Ceci favorise la domination du premier entrant dans le marché et une course pour éliminer toute concurrence d'un nouveau compétiteur. Une course de taille s'installe ainsi pour assurer la capture de l'économie d'échelle. Au niveau macro-économique, une forte concentration des monopoles peut être observée. L'avantage concurrentiel de l'entreprise moderne réside dans l'accumulation du capital intangible ou immatériel prenant forme sous quatre dimensions principales : formation, marketing, recherche et développement, réalisation et acquisition des logiciels conduisant à l'attribution d'effets incertains par rapport au rendement.[661] Plus simplement, le niveau important de la spécificité des investissements pour produire ou valoriser un actif intangible est tel qu'un échec commercial conduira à la perte totale du capital engagé. Les dépenses propres à la production d'un actif intangible sont par nature non-récupérables. Une illustration de cette industrie peut être rencontrée dans l'industrie des sites web. La création d'un site web nécessite un investissement initial élevé et un travail de valorisation important sous forme de publicité à coût élevé. Pourtant, la génération des profits dépend d'un grand usage du site par un grand nombre de personnes. Les coûts d'investissement, de publicité, de propagation de la réputation du site ne sont point récupérables. Dans le cas d'un échec du site en termes de popularité d'usage, la totalité des coûts fixes initiaux seront perdus. Ce double attribut d'un potentiel de rendement élevé et d'une incertitude également importante caractérise les défis particuliers rencontrés par l'économie moderne. Ce caractère marquant est lié aussi à des difficultés par rapport à son financement.

[401] L'accumulation du capital et des actifs intangibles comme exposé précédemment distingue la rupture de la nouvelle économie basée sur la connaissance avec l'économie industrielle. L'économie de la connaissance se traduit par la production, le traitement et la diffusion de connaissances. Les

[660] *Op cit,* Dominique Plihon P. 13
[661] *Op cit,* .Laurent Batsch, *Le Capitalisme Financier*, 2002

caractéristiques des biens des connaissances diffèrent des biens conventionnels par deux qualités[662]. Premièrement, les biens de la connaissance sont soumis à la notion de non-rivalité. Cela se traduit par l'illustration selon laquelle l'usage d'un savoir par une personne n'exclut guère l'usage par une autre. En second lieu, les biens de la connaissance rentrant dans la catégorie du domaine public peuvent être utilisés par toute personne ce qui correspond au principe de non-exclusivité. La connaissance présente ainsi une valeur d'usage réel mais aussi une valeur d'échange indéterminée. Ce qualificatif propre à l'économie de connaissance pose problème en lien avec les principes des coûts atypiques. Pour pouvoir recouvrir les coûts fixes de conception, les entreprises évitent de se livrer aux mécanismes de concurrence de marché et choisissent plutôt de se distinguer par la personnalisation des produits et l'innovation. De plus, pour pouvoir défendre la part des marchés de la concurrence, les entreprises de l'économie moderne érigent des monopoles particuliers dans le but de bénéficier d'une rente de situation pour amortir les coûts de recherche et de développement sur une masse importante de consommateurs.[663] Les batailles juridiques du géant Microsoft avec les autorités concurrentielles européennes démontrent les stratégies dont usent les entreprises de la nouvelle économie pour enterrer la concurrence en instituant des barrières à l'entrée[664].

[402] Les quatre principes décrits permettent de comprendre les grands bouleversements structurels subits par l'économie par sa transition dans la structure de la nouvelle économie. La place pivot de la connaissance avec sa structure atypique des coûts et le caractère abstrait et indéterminé des biens de la connaissance contredit la doctrine centrale de la vague de financiarisation. La financiarisation nécessite un recentrage des actifs dans le but de concrétiser la valeur des actifs de l'industrie en terme financiers. Le caractère indéterminé de l'économie de connaissance rend l'accès au financement subséquemment difficile. Malgré cela, la croissance rapide des NTIC en particulier l'internet ainsi que la

---

[662] *Op cit, Dominique Plihon,* P.14

[663] *Ibid,* P.15

[664] L'affaire T-201/04 Commission Européenne contre Microsoft démontre l'usage de certaines pratiques anti-concurentieles par le biais d'interopérabilité des réseaux des produits Microsoft pour éliminer la concurrence *in casu* Sun Microsystem et assurer un monopole des produits Microsoft.

promesse d'un gain important en cas de réussite commerciale attirent le financement. La bulle des industries dotcom des années 2000 avait instauré un principe de prudence et de recul par rapport aux promesses de rendements énormes soutenues par les investissements dans les industries du NTIC. Le développement des plateformes d'internet vers la technologie 2.0 et même 3.0 (l'internet des objets) relance la confiance dans la croissance des entreprises de la nouvelle technologie. Une différence fondamentale subsiste entre la vague des années 2000 et le présent. La croissance par la valorisation financière des entreprises des NTIC prend actuellement la voie non-boursière ou privée[665]. Ces points seront analysés en profondeur dans les chapitres suivants. Le point important extrait des principes structurels de la nouvelle économie réside dans l'importance de l'accumulation de connaissance nouvelle et le capture des idées alimentant l'innovation pour la nouvelle économie. Dans ce contexte, nous aborderons le concept de l'intelligence compétitive comme stratégie d'innovation née dans l'économie de connaissance dans laquelle fait partie l'externalisation à la foule ou *la crowdsourcing*.

C. L'émergence du champ disciplinaire de l'intelligence compétitive 2.0

[403] L'expansion de l'usage des micro-ordinateurs de plus en plus performants provoque également une explosion de l'offre et de la demande en information.[666] En se référant à la conjecture de Moore qui formulait que l'évolution de la capacité des semi-conducteurs double chaque année tout en gardant un coût constant[667] il convient de compléter ce constat par la loi économique de Machrone indiquant que le prix d'un ordinateur en réalité est

---

[665] http://www.cnbc.com/2015/05/22/private-tech-bubble-will-end-badly-avalons-kinsella.html

[666] Philippe Islin, « *L'Intelligence compétitive 2.0 : une relation à trois* » dans « Intelligence compétitive 2.0 : organisation, innovation et territoire sous la direction de Luc Quoniam et Arnaud Lucien, 2010, Paris : Lavoissier, Pp, 29-45, P.29

[667] Gordon E. Moore, "*craming More Components onto Integrated Circuit*", pp.114-117, April 19, 1965.

déterminé par les consommateurs sans avoir un lien avec l'augmentation de ses capacités techniques.[668] Au-delà de la validité des modèles économiques proposés, le marché actuel des micro-ordinateurs démontre un accroissement constant des capacités des équipements pour un coût décroissant. Il en résulte, une vague de démocratisation de l'accès aux médias, le fleurissement de l'usage des plateformes numériques et l'adaptation des technologies dans tout aspect de la vie professionnelle. En parallèle avec le développement des équipements, l'internet connaît aussi une évolution avec l'émergence du concept de 2.0. Dans cette perspective, la stratégie de compétitivité des entreprises évolue en adoptant les éléments de nouveauté technologique dans le processus de production.

[403] Ceci fait basculer l'information au rang de matière première gérée par une spécialisation des connaissances assimilées par les entreprises[669]. L'accroissement de l'information permet le développement de nouveaux outils, techniques, mode de partage, échanges de connaissances et de nouvelles méthodologies de recherche et de traitement d'information avec comme finalité[670] :

- L'acquisition à court terme et quasi instantanée des documents pertinents à haute valeur ajoutée, indispensables à la clarification d'une situation ou à la prise de décision
- La capitalisation à long terme et la mobilisation à tout moment des connaissances afin de permettre l'optimisation de cette acquisition
- La protection et mémorisation des informations issues de cette situation ou de cette prise de décision pour de futurs usagers.

[404] L'ascension de l'information et sa position comme matière stratégique pour l'entreprise s'accompagne de la montée de l'incertitude de l'environnement opératoire de l'entreprise avec une intensification de la compétitivité et la

[668] Philipe E. Ross, 5 Commandments: "*The rules engineers live by weren't always set in stone*", 1 December 2003, IEEE Spectrum, http://spectrum.ieee.org/semiconductors/materials/5-commandments

[669] De Rosnay, Le Monde Diplomatique, août 1996

[670] Philippe Islin, *Op cit,* P. 30

diversification des marchés par la mondialisation des marchés. Pour faire face au changement environnemental trois capacités s'avèrent fondamentales : la capacité à veiller, à s'adapter et à innover. Ces trois éléments fondent le concept de l'intelligence compétitive[671]. L'intelligence compétitive se résume à la médiation des acteurs et d'harmonisation de processus entre trois acteurs : le décideur, le veilleur et l'information. L'harmonisation se traduit d'une manière concrète par une création d'une interface de communication entre le décideur et le veilleur pour éviter que les deux acteurs inventent l'information manquante. En d'autres termes, l'intelligence compétitive nécessite la transformation de l'information accumulée à travers la veille en critère informationnelle permettant une prise de décision adéquate par l'institution d'un espace de communication collaboratif entre les acteurs. La technologie de 2.0 permet ainsi à la libre circulation de l'information obtenue à travers le processus de veille de l'entreprise et la prise de décision adéquate après une collaboration constante des différents éléments de l'entreprise. En contraste avec les plateformes 1.0 favorisant une prise de décision centralisée et verticale, la technologie 2.0 encourage une prise de participation des différents éléments d'entreprise réduisant ainsi les asymétries d'information et la valorisation des idées novatrices au sein même de l'entreprise.

D. Les Outils 2.0 et la gestion d'entreprise

[405] L'expression web 2.0 a été utilisée pour la première fois par Darcy Di Nucci en 1999 et se réfère à la deuxième génération de développement sur le web et le web design. Plus simplement, le 2.0 résume le changement cumulatif dans le développent de l'internet et ses nouveaux usages. En se rappelant brièvement la délimitation conceptuelle des outils 2.0, les outils 2.0 sont un dérivé de la technologie du web 2.0 déterminée par Tim O'Reilly en sept principes caractérisant comme suit[672]:

---

[671] *Ibid,* P.31

[672] Tim O'reilly, What *is web 2.0, design, patterns and business models for the next generation software*, blog d'auteur, septembre 2005

- Le web est une plate-forme délivrant de services et applications aux internautes plutôt qu'une collection de site web ;
- Une société doit contrôler les données uniques qui lui sont fournies par les utilisateurs de ses services et s'enrichissent au fur et à mesure qu'ils sont utilisés ;
- Les internautes doivent être considérés comme des Co-développeurs des services ;
- Il faut « outiller » l'intelligence collective, lui donner les moyens d'émerger ;
- Plus il y a d'utilisateurs de service, meilleur il est ;
- Il faut libérer le logiciel du PC en lui permettant de se glisser dans les objets ;
- Il faut déployer des interfaces souples et légères fondées sur des méthodes de développement de type AJAX

[406] En comparaison avec la plateforme 1.0 marqué par la reproduction du mode de communication traditionnel dominé par un paradigme de publication de contenu vertical, le web 2.0 propose le « *user generated content* » substituant ainsi le « *one to many* » avec le « *many to many* ». L'architecture technique des réseaux 2.0 exprimait donc les interactions sociales et initie le phénomène communautaire à travers l'internet. Le paradigme dérivé du mode opératoire du web 2.0 est ainsi intégré pour la gestion interne des connaissances de l'entreprise et l'acquisition des connaissances des sources externes.

[407] Dans plusieurs cas, les entreprises déploient des projets avec l'objectif de capturer, stocker et faciliter le partage des connaissances des employés. L'aboutissement de ces projets prend la forme d'une panoplie des outils permettant de s'adapter à des situations très variées telles que la gestion des projets ponctuels, la codification de l'expertise et de savoir-faire, la rédaction des

documents à plusieurs et plus encore.[673] Les technologies 2.0 possèdent un plus grand potentiel d'adoption pour l'usage dans les entreprises puisqu'elles se mettent au service de l'individu sans le contraindre à collaborer à tout prix. Les technologies 2.0 focalisent sur les utilisateurs tout en accompagnant leurs activités en le mettant au service de l'entreprise. En termes de la science de gestion, les outils 2.0 ouvrent la possibilité d'exploiter le nouveau champ de l'informel, le non-structuré, la projection des nouveaux leviers de performances, de nouvelles marges de manœuvre en vue de créer un avantage concurrentiel[674].

[408] L'usage des outils 2.0 est ainsi versatile puisqu'il permet d'optimiser les ressources des travailleurs à l'intérieur de l'entreprise et à travers l'externalisation qui permet d'accéder à des ressources à l'extérieur de l'entreprise à un coût réduit.

Les Fonctionnalités et les applications du web 2.0 au niveau de l'entreprise

Fonctionnalités	Applications	Descriptions
Communication et information en mode synchrone ou quasi-synchrone	Outils de micro-blogging tels que Yammer, Twitter etc.	Diffusion de messages et d'information à des groupes définis ou des communautés en temps réels ou quasi-synchrone.
Travail collaboratif en mode séquentiel et/ou synchrone	Plateformes wikis, Google sites, espaces de travail collaboratif comme Basecamp.	Diffusion d'information, partage et travail en temps asynchrone ou synchrone de plusieurs individus sur des documents électroniques (interactivité d'échanges)

[673] Christophe Deschamps, *Les outils de l'intelligence compétitive 2.0, Dans Traité des sciences et techniques de l'information « Intelligence compétitive 2.0 : Organisation, innovation et territoire »* sous la direction de Luc Quoniam et Arnaud Lucien, 2010, Paris, Lavoisier, Pp.159, pp.159-180

[674] *Ibid,* P.178

Agrégateur de contenus	Netvibes, flux RSS, mashups, folksonomie …	Agrégation des contenus personnalisés et de veille sur différents sujets, création de métadonnées à partir de plusieurs sources identifiées et sélectionnées par les utilisateurs selon leurs besoins et de leurs préférences. Une fois en ligne, ils deviennent aussi des outils de diffusion de l'information.
Matching relationnel (intermédiation) et *social networking*	Site communautaire et de rencontres professionnelles (Viadeo, LinkedIn, Feedback2.0.)	Diffusion et échanges d'informations, de données professionnelles, voire de connaissances via des sites spécialisés qui permettent une fonction de rencontre à partir des critères définis ou de centres d'intérêts communs.
Univers virtuels (mondes persistants), *serious games*	Univers et espaces de collaboration en 3D comme Second Life, There, Habo	Plateformes relationnelles et de simulation avec des projections identitaires plus ou moins conformes à la réalité des individus selon les scénarios via les avatars (v-learning..)

Tableau 11 Les Fonctionnalités et les applications du web 2.0 au niveau de l'entreprise

Source : Sébastian Tran ed. et al.2013. *L'impact du web 2.0 sur les organisations*. Paris : Springer-verlag, France. P. 20

[409] Une des rationalités de l'usage des technologies collaboratives des outils 2.0 relève du domaine de pérennité de connaissance acquise compte tenu du rôle central de la connaissance dans l'économie actuelle. L'entreprise génère des compétences, du savoir-faire et des connaissances investies dans leurs employés. L'entrée de nouveaux employés avec le départ en retraite des anciens salariés représente un potentiel de perte de valeurs. Les entreprises tentent par cela de gérer, de capitaliser et de partager les connaissances et savoir de leurs employés à travers les outils 2.0.[675] L'usage intensif des outils 2.0 par les entreprises a conduit à la création du concept « entreprise 2.0 » par Andrew McAfee qu'il définit comme l'utilisation de plateforme de logiciels sociaux de type émergent à l'intérieur des entreprises ou entre les entreprises et leur partenaires ou clients[676]. McAfee classe les technologies collaboratives en trois catégories :

- Les canaux *(channels)* : Les courriers électroniques (*emails)* et messageries instantanés de première génération centrés sur la logique de diffusion à grande échelle sans la fonctionnalité de partage
- Les *plateformes* de type intranet et portails d'information : Cette catégorie est constituée de contenus générés et/ou approuvés par un petit nombre de personnes mais ouvertes à tous
- Les progiciels de gestion de connaissances (Lotus Workplace, Microsoft Sharepoint, Documentum etc. : Fonctionnalité de capture et d'organisation

[675] *Ibid* , P.162

[676] Andrew McAfee, «*Entreprise 2.0 : The Dawn of emergent collaboration* », MIT Sloan, vol. 47, n°3, avril 2006

des connaissances tacites des employés et un environnement de travail collaboratif de type *groupeware*.

[410] Au-delà de l'exploitation des outils 2.0 en interne au sein de l'entreprise, les outils 2.0 sont une technologie du web ouvrant les possibilités d'accès à des ressources de connaissance et d'innovation de l'extérieur de l'entreprise. Pour cela l'entreprise fait appel à l'extension du processus de l'externalisation à travers le web.

[411] Le rôle pivot du processus de l'externalisation dans l'économie contemporaine s'explique par la pression exercée par la vague de financiarisation de l'économie. L'évolution de l'entreprise contemporaine et le processus de l'externalisation deviennent une stratégie commune en accord avec la logique financiarisée de l'entreprise toujours à la recherche d'une haute valorisation de cours boursiers tout en gardant une flexibilité organisationnelle. Certaines entreprises dans le secteur d'automobile et d'aéronautique (tel que Airbus) ont principalement restreint leur périmètre d'activité à la conception des produits, à leur assemblage, et à leur commercialisation, déléguant les autres opérations non directement liées avec leur cœur de métier à des vastes réseaux de partenaires[677].

[412] Par la suite des années 2000, le procès d'externalisation s'accentue par le développement de la technologie du web 2.0 au profit de la science de gestion. La course de l'innovation ne se limite ainsi plus à une relation avec d'autres entreprises et professionnels du domaine mais s'étend aussi à la foule de contributeurs ou travailleurs anonymes connectés par l'internet. Il faudra se rappeler que le développement rapide de l'usage des outils 2.0 est directement lié au processus de financiarisation de l'économie. À travers la description précédemment exposée sur la financiarisation, l'hégémonie du mouvement de gouvernance axée sur la maximalisation de la valeur actionnariale prend la forme

[677] Joël Thomas Ravix, Nicolas Mouchnino, « *L'évolution de l'industrie aéronautique : les incidences de la production modulaire* », La Revue de l'Ires 2009/3 (n°62), p.135-157, DOI 10.3917/rdli.062.0135, L'article est disponible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-de-l-ires-2009-3-page-135.htm, P.146

du « *re-engineering* » des chaines de valeurs comme une forme de levier avec le but de concentrer l'activité de l'entreprise sur les segments le plus rentables.[678]

[413] L'action découlant de cette politique consiste à « externaliser » la production de certains produits ou services susceptibles d'être fabriqués d'une manière plus compétitive par des entreprises aux performances supérieures dans les domaines concernés. La concrétisation de cette politique aboutit à confier la gestion de l'entreprise à des sous-traitants extérieurs. La recherche de la flexibilité par les entreprises financiarisées à travers le joug de la doxa de la « valeur actionnariale », l'externalisation massive des processus de production ainsi que la généralisation de l'usage des micro-ordinateurs a bouleversé la coordination au niveau de l'entreprise en la transformant en une structure en réseau par rapport à une structure auparavant pyramidale.[679] Le développement de la connectivité des entreprises permet d'établir des relations directes avec d'autres entreprises (le « B to B », *business to business*) ou avec les clients (« B to C », *business to consumer*)[680].

[414] L'évolution de l'entreprise financiarisée suit la logique de compétitivité et de la maximalisation des rendements et la valeur actionnariale poussant les entreprises ainsi à une forme d'innovation obsessive. L'innovation tous azimuts implique une transformation constante des entreprises forcées à devenir des machines à innover, légères et flexibles.[681] L'innovation n'est plus le moyen et devient un objectif économique. La constante recherche d'innovation efface ainsi les frontières de la firme classique au profit d'une approche de production d'innovation distribuée. Il existe 4 forme principales de l'innovation distribuées : (1) Le crowdsourcing ; (2) Le *Open Innovation ;* (3) Le User Innovation ; et (4) FLOSS. Les deux tableaux ci-dessous illustrent respectivement une comparaison entre les différents types d'innovations distribuées et un

---

[678] Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, 3ème édition, Collection Repères, 2015, Paris, La Découverte, P.60

[679] *Ibid, P. 11*

[680] *Ibid*

[681] Pierre-Yves Gomez, *Le Travail invisible: enquête sur une disparition*, 2013, Paris: éditeur François Bourin P.71

récapitulatif des technologies 2.0 pour l'intelligence compétitive en fonction des étapes du cycle de la veille.

Tableau 12 **Approches de la production et de l'innovation distribuées**

	Origine des contributions	Objet	Contexte juridique	Auteurs
Crowdsourcing	Membres de la foule	Production par la foule	Protection intellectuelle	Howe (2006), Lebraty (2007)
Open Innovation	Partenaires d'innovation	Ouverture du processus d'innovation	Protection intellectuelle	Chesbrough (2003,2007)
User Innovation	Utilisateurs	Innovation par les utilisateurs	Protection intellectuelle	Von Hippel (1998,2005)
FLOSS	Entreprises et utilisateurs	Développement ouvert de logiciel	Copyleft	Raymond (1999), von Hippel et von Krogh (2003)

Source : Eric Schenk et Claude Guittard. « *Une Typologie des Pratiques de Crowdsourcing : l'externalisation vers la foule, au-delà du processus d'innovation* », Management International, Vol. 16, 2012. P.91

Tableau récapitulatif des technologies 2.0 pour l'intelligence compétitive en fonction des étapes du cycle de la veille

Etapes de cycle de la veille	Outils 2.0	Exemple de service Interne	Exemples de services externes
Préciser les axes de veille	Wikis	Confluence d'Atlassian Xwiki	PBworks Netcipia
Rechercher/accéder à l'information (1)	Blogs	Blue Kiwi Knowledge Plaza Jamespot	Moteurs de recherche : Google Blogs Technorati
Capturer l'information (2)	Social bookmarking	Blue kiwi Knowledge plaza Jamespot Yoolink Pro	Diigo Delicious
	Blogs	Ib.	Ib.
	Wikis	Ib.	Ib.
	Réseaux sociaux	Ib. Blue kiwi Knowledge plaza	LinkedIn Viadeo
Analyser l'information	Wikis	Ib.	Ib.
	Social bookmarking	Ib.	Ib.
	Blogs	Ib.	Ib.
Diffuser/recevoir l'information	Social bookmarking	Ib.	Ib.
	Blogs	Ib.	Ib.
	Wikis	Ib.	Ib.

	Micro-blogging	Yammer Communote	Twitter
	Réseaux sociaux	Ib.	Ib.
	Portails et widgets	Portaneo PersonALL	Netvibes iGoogle
	Mashups	Kapow Intel Mash Maker MAshery SnapLogic	Annuaire de mashups Programmable Web Yahoo !Pipes

Tableau 13 Tableau récapitulatif des technologies 2.0 pour l'intelligence compétitive en fonction des étapes du cycle de la veille

Source : Christophe Deschamps. *Les outils de l'intelligence compétitive* In : *Traité des sciences et techniques de l'information « Intelligence compétitive 2.0 : Organisation, innovation et territoire »* sous la direction de Luc Quoniam et Arnaud Lucien. 2010. Paris : Lavoisier. Pp.159

[415] En résumé, les outils 2.0 sont apparus avec la propagation de l'usage des NTIC et l'évolution de l'architecture du réseau du web. Au même moment, les entreprises ont subi la vague de financiarisation nécessitant une flexibilisation organisationnelle de l'entreprise, une hausse de valorisation financière des actions tout en opérant dans un environnement d'une nouvelle économie axée sur la connaissance et l'innovation. La montée de compétitivité générale sous le joug des critères d'évaluation financière souvent décorrélées avec les réalités des rendements productifs possibles et la structure atypique des coûts de l'économie de la connaissance forcent les entreprises à se distinguer des concurrents à travers l'innovation constante et la domination des marchés. La recherche de l'innovation sous le concept de l'intelligence compétitive 2.0

parcourt le mode d'acquisition des nouvelles idées et d'une valorisation des idées innovatrices centrée sur la technologie de l'internet et provenant de l'extérieure de l'entreprise. L'innovation d'origine externe est au cœur de cette recherche puisqu'elle facilite le maintien de la flexibilité organisationnelle tout en soutenant les processus de capture de l'innovation.

[416] Cette recherche s'intéresse et se limite à une forme de l'innovation ouverte – le *crowdsourcing* – parce qu'il contient un élément de gouvernance détenu par l'entreprise en s'adressant à la foule comme source d'innovation au-delà des frontières de la firme. Le *crowdsourcing* constitue également une stratégie de réduire les coûts fixes des investissements dans la conception d'un produit en exploitant les effets de réseaux. De plus, le crowdsourcing est la racine du *crowdfunding* ou finance participative dont il constitue une variante.

Section II. L'évolution de l'externalisation des ressources: *crowdsourcing* et la notion de la sagesse de la foule

[417] Un premier développement sert à décrire l'usage des outils 2.0 par les entreprises en quête constante d'innovation dans le cadre du *crowdsourcing* et l'extension de sa logique. À la suite, sera exposé le lien d'externalisation par le *crowdsourcing* avec la constitution en réseaux des entreprises ainsi que l'évolution des frontières de la firme moderne fortement marquée par la financiarisation de l'économie. L'élaboration prêtera recours aux théories de la firme actuelle avec la finalité de proposer un modèle théorique décrivant d'une manière adéquate le format polymorphe et les frontières abstraites de la firme. Cette théorie complètera l'élaboration descriptive du mode de valorisation des entreprises *start-ups* innovantes financiarisées calquées sur la logique de l'institution financière tout en maintenant le statut non-cotée.

[418] La terme *Crowdsourcing* est composé de la contraction de deux mots « *Crowd* » et « *Sourcing* » et se traduit par « externalisation vers la foule ». La notion constitue une des caractéristiques principales du Web 2.0. Le terme *Crowdsourcing* a été initialement popularisé par Howe et Robinson dans le journal *Wired* et en 2006 propose une définition du crowdsourcing comme [682] :

« *Simply defined, crowdsourcing represents the act of a company or institution taking a function once performed by employees and outsourcing it to an undefinied (and generally large)network of people in the form of an open call. This can take the form of peer-production (when the job is performed collaboratively), but is also often undertaken by sole individuals. The crucial prerequisite is the use of the open call forlat and the large network of potential laborers* ». (Howe,2006)

[419] Avant d'étudier plus en profondeur la notion de *crowdsourcing*, il est important de comprendre la délimitation du terme « la foule ». Claude Guittard et Eric Schenk définissent les propriétés de la foule comme suit[683] :

- La foule est composée d'individus formant un ensemble ouvert, de taille indéterminée et généralement grande.
- Les individus la composant sont anonymes, ce qui entraine une impossibilité de discrimination entre les individus composant la foule

[419] Parmi différentes définitions, une définition de *crowdsourcing* fournie par Lebraty sera retenue : *le crowdsourcing comme l'externalisation par une organisation, via un site Web, d'une activité auprès d'un grand nombre (foule) d'individus dont l'identité est le plus souvent anonyme*[684]. Un Triptyque d'acteurs existe dans une relation de *crowdsourcing :* l'organisation qui choisit

[682] Howe J. 2008, *The Rise of crowdsourcing*, *Wired*, 14(6)

[683] Claude Guittard et Eric Schenk, *Le Crowdsourcing: Typologie et enjeux d'une externalisation vers la foule*, Document de Travail n°2011-02 Janvier 2011, P.4

[684] Lebraty J.-F.2007, *Vers un nouveau mode d'externalisation : le crowdsourcing*, 12ème Conférénce del'AIM, Lausanne

d'externaliser une activité ; la foule qui contribue et un agent intermédiaire qui facilite la mise en relation entre les deux premiers[685]. La présence d'une plateforme ou d'un agent intermédiaire permet de réduire les coûts de transaction dans les relations avec la foule. Le *crowdsourcing* renvoie à un mode de production décentralisé mais il est important de prendre en compte que toute activité réalisée de manière fortement décentralisée et ou communautaire ne constitue pas forcément du *crowdsourcing*. Pour différencier le *crowdsourcing* des autres modèles de production ou d'innovation décentralisés, il faudra remarquer un élément important présent dans le *crowdsourcing :* l'existence d'une intention stratégique et un modèle d'affaires.[686] Le *crowdsourcing* comme dans toute opération fondée sur l'architecture de réseaux 2.0 positionne les individus au centre du processus de production. Le *crowdsourcing* vise à accéder à des compétences distribuées au sein de la foule pour résoudre tout type de tâches intellectuelles ou cognitives[687].

[420] Les modalités d'appels à contribution et de compensations varient selon le type d'entreprises, d'activités et des contributions attendues. Néanmoins, d'une manière procédurale, une série de procédures opératoires similaires à travers diverses plateformes peuvent être identifiées comme suit [688]:

(1) Une organisation identifie une activité qu'elle ne désire pas réaliser en interne.
(2) L'organisation évite d'externaliser l'activité de manière traditionnelle en la faisant exécuter par un prestataire sélectionné au préalable par un appel d'offre, l'entreprise choisit d'avoir recours à la foule.

---

[685] Thierry Burger-Helmchen, Julien Pénin, "*Crowdsourcing: definition, enjeux, typologie*", Management & Avenir 2011/1 (n°41), DOI 10.391/mav.041.0254, Pp 254-269, P.256

[686] Eric Schenk et Claude Guittard, "*Une typologie des pratiques de Crowdsourcing: l'externalisation vers la foule, au-delà du processus d'innovation*" Management International, vol. 16,2012,p. 89-100, P.90

[687] Claude Guittard et Eric Schenk, "*Le Crowdsourcing: Typologie et enjeux d'une externalisation vers la foule »*, Bureau d'économie théorique et appliqué (BETA) UMR 7522, Document de Travail n°2011-02, Janvier 2011. P.7

[688] *Op cit.* Thierry Burger-Helmchen, Julien Pénin. "*Crowdsourcing: définition, enjeux, typologie*". P.6

(3) L'organisation diffuse le cahier des charges sur une plateforme internet et fixera les modalités de participation de la foule (agenda, critère et rémunération.

(4) Après que les individus constituant la foule ont complété le travail, l'entreprise valide *ex-post* la contribution de chacun selon le cahier des charges établi *ex ante* et verse les rémunérations convenues.

[422] Ces démarches permettent à un grand nombre d'individus de s'atteler à réaliser l'activité. Deux configurations ou modèles de travail existent : 1. Le « *winners take all* » et 2. La logique de division de travail. La première configuration adopte un mode opératoire identique à la vente aux enchères dans laquelle les individus sont en concurrence dans la réalisation de l'intégralité de la tâche. Pour la seconde, le travail est fragmenté et distribué parmi les individus composant la foule.

[423] Par la suite, nous allons exposer d'une manière synthétique les différentes typologies de *crowdsourcing* proposés dans différents références à travers quatre tableaux descriptifs.

Typologie de Crowdsourcing

	Crowdsourcing d'activités routinières	**Crowdsourcing de contenu**	**Crowdsourcing d'activités inventives**
Rôle de la foule	Apporte du temps, de la capacité à traiter de l'information	Apporte du contenu (surtout de l'information)	Apporte des solutions, des idées, des connaissances
Principe	Division du travail (intégratif)	Division du travail (intégratif)	Winner takes all (sélectif)
Rémunération	Micro-paiements	Micro-paiements ou gratuit	Micro-paiements ➔ prix élevé
Taille de la foule	Très important	Très important	Peu important
Diversité de la foule	Pas important	Très important	Très important
Exemples	Interneteyes, ReCaptcha	iStockPhoto, openstreet-map	Innocentive, Wilogo

Tableau 14 Typologie de crowdsourcing

Source : Thierry Burger-Helmchen et Julien Pénin, « Crowdsourcing : définition, enjeux, typologie », Management & Avenir 2011/1 (n°41), p. 254-269. DOI 10.3917/mav.041.0254. P.262

Une Typologie de *Crowdsourcing* fondée sur l'objet

Type	Mode opératoire	Typologie des problèmes	exemples
Recherche et gestion de connaissance	Une organisation engage une foule à la recherche et la collecte d'information compilée dans une location et format commun	Idéal pour l'accumulation, l'organisation et le signalement des problèmes tels que dans la création des ressources collectives	Peer-to-patent *Peertopatent.org* SeeClickFix *Seeclickfix.com*
Recherche diffusée	Une organisation engage à résoudre des problèmes de nature empirique	Idéale pour la résolution des problèmes conceptuels avec la possibilité d'une falsification empirique des résultats tels que les problèmes scientifiques	InnoCentive *Innocentive.com* Goldcorp Challenge *Defunct*
Production créative évalué par des *peers*	Une organisation engage une foule à créer et à sélectionner des idées créatives	Idéal pour les problèmes conceptuels nécessitant des solutions liées aux problèmes de gout, de support du marché tel que les problèmes de	Threadless *threadless.com* Doritos Crash the Super Bowl Contest *Crashthesuperbowl.com* Next Stop Design *Nextstopdesign.com*

		dessin et esthétique	
Travail cognitif distribué	Une organisation demande à une foule d'analyser un grand volume d'information	Idéale pour l'analyse de données à grande échelle nécessitant une intervention de l'intelligence humaine plutôt qu'une analyse numérique	Amazon Mechanical Turk *mturk.com* Subvert and Profit *Defunct*

Tableau 15 Une typologie de *crowdsourcing* fondée sur l'objet

Source: Daren C. Brabham. *Crowdsourcing*, MIT Press, 2013. P.45

Différents types de Crowdsourcing selon Lebraty

Type de Crowdsourcing	Concept de fond	Mécanisme d'efficacité de fonctionnement	Limitation	Potentiel d'usage
Crowdjobbing (ex. TaskRabbit.com ; Amazon Mechanical Turk)	La rencontre entre les offreurs d'emploi et les chercheurs d'emplois. Le travail est ainsi distribué à des travailleurs anonymes travaillant sur des tâches faciles et à rémunération modeste.	Accès rapide et direct avec les travailleurs Disponibilité des forces de travail Une plus grande pluralité des travailleurs Un accès au marché de travail global avec une faible rémunération par rapport au taux de paie en Europe	Ethique avec la possibilité des travailleurs mineurs Les contraintes liées au type de travail nécessitant la possibilité d'être fragmenté en multiples petites taches individuelles	La possibilité d'étendre les segments à présent dominés par les offres (faites par les entreprises) au segment d'offres faites par des travailleurs autonomes. Adéquate pour le travail lié à *Big Data*
Crowdwisdom (sagesse des foules) (ex : lulu.com ; Threadless.com ;	Un processus de demander l'évaluation d'une foule sur un problème prédéterminé.	Le fonctionnement du principe de la sagesse de la foule réside de lié une opinion de nature qualitative à une indicateur quantitative.	La question de la pertinence du jugement de la foule par rapport à certains sujets	Deux trajectoires possibles dans le futur : la généralisation de la pratique ou la constitution des

Cafepress.com)		Selon Suroweicki[689], la foule devrait être composée des individus divers.	posés	niches de foule professionnelles
Crowdfunding (ex : Kickstarter.com ; Anaxago.com)	L'obtention des fonds requis pour le financement d'un projet par le biais d'une plateforme internet.	Les trois points forts du *crowdfunding* : Proximité géographique des projets financés ; le goût d'incertitude ; La simplicité des démarches	Les difficultés législatives dans certains pays et cas. Le problème de liquidité pour certains types de *crowdfunding* tels que le *Equity crowdfunding*	Le *crowdfunding* trouve actuellement son âge d'or avec l'accroissement des nombres de plateformes de financement. Une attention particulière sera portée sur le *Equity crowdfunding*.
Crowdsourcing et fonction prédictive	L'usage de la foule dans la planification et la constitution d'une modèle de prédiction.	Le fonctionnement mimique le fonctionnement du marché financier. Un exemple : Les participants procèdent à une simulation d'achat et d'échange avec un certain prix et une somme d'argent déterminée. La	Cette méthode ignore les manipulations présentes dans les marchés financiers et dans un contexte d'organisation fermé exclut le rôle de	Cette méthode s'avérera prometteuse dans le contexte d'une analyse fondée sur le comportement d'une large communauté telle que liée aux « *tweets* » des

[689] James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds*, Première edition, 2005, New York, Anchor Books, P. 31

		préférence de la foule est ainsi reflétée à travers le prix d'équilibre. Cette méthode se révèle souvent plus précise que les méthodes d'enquêtes classiques.[690]	manager dans les prises de décision.	acteurs boursiers et la modélisation prédictive des comportements divers (consommateurs, mouvements politiques etc.)
Crowdsourcing et innovation (ex : Innocentive, Innovation Exchange)	L'apport d'un problème de nature technique ou conceptuel à l'attention d'une foule d'experts de différents domaines dans le but de produire une solution ou de créer une idée innovante.	Cette méthode permet aux entreprises de transférer les coûts fixes liés au maintien d'une unité de recherche et développement à un seul paiement rémunéré de façon plus importante rentrant dans la catégorie des coûts variables.	Il existe deux limites à ce type de *crowdsourcing*. Les premiers problèmes résident dans la formulation et cadrage des problèmes posés à la foule. Le problème devrait être formalisé et éviter l'ambiguïté ainsi qu'une formulation trop étroite. La seconde réside	le développement dépend de la confrontation avec le problème de confidentialité. Ceci représente un avenir prometteur pour la résolution des problèmes spécifiques.

[690] Jean Frabrice Lebraty et Katia Lobre Lebraty, 2013.*Crowdsourcing One Step beyond,* 2013, London, Wiley, P.67

			dans la sécurité de la méthode. L'usage de la foule peut représenter une annonce de faiblesse pour une entreprise ou une opportunité pour une entreprise d'envoyer des faux signaux pour tromper un concurrent en posant des faux problèmes.	
Crowdsourcing et Authenticité	L'externalisation vers la foule de l'activité d'évaluation des sentiments et des gouts vis-à-vis d'une marque ou d'un produit.	Ce mode de *crowdsourcing* dépend de l'exploitation des réseaux sociaux des individus de la foule et de l'expression personnelle d'attachement à une marque.	*Reversal control* Versatilité de la foule en matière de goût	l'évolution de ce système réside dans la création d'un lien de proximité parmi les membres de la foule et la mitigation d'une perte de contrôle sur la foule.
Crowdauditing (ex. Data.gouv.fr ,	L'externalisation par une organisation du travail interne de	Ce type de *crowdsourcing* dépend de l'instinct	La limitation de cette méthode réside	le développement de cette méthode

Open Data Paris ; Data Publica)	l'organisation en forme d'analyse des données des affaires.	investigateur de la foule. Pour l'organisation ou l'entreprise, l'exploitation des données permet la découverte des opportunités financières découvertes à travers l'exploitation des données.	dans la confidentialité des entreprises. L'ouverture des données à la foule pourra ouvrir de potentielles faiblesses découvertes à travers l'analyse des données.	dépend de la disponibilité et du progrès des projets d'Open Data. Les limites réelles néanmoins dans la résistance des entreprises pour des raisons de confidentialité.
Crowdcontrol (ex. Kaspersky et activités Anti-cybercriminalité)	L'externalisation à une foule les activités de surveillance et de sécurité	Esprit et conscience civile Curiosité de la foule Une compensation modeste mais hautement appréciée (le rôle de sauveteur)	La résistance à l'idée de confier la sécurité à une foule anonyme La foule reste passive La potentiel de créer une vague de mouvement de surveillance. L'usage des réseaux de la foule pour des éviter les règles routières et pour des finalités	L'usage de cette méthode reste d'un grand potentiel pour compléter le travail des agents de sécurité.

			criminelles.	
Crowdcuration Ex. Wikipedia	*Curation* se réfère à l'activité d'organiser des contenus de nature varié pour pouvoir dégager des informations utiles.	• L'emploi de la capacité de recognition humaine encore difficilement assimilables par les machines • La tendance naturelle des humains à catégoriser et à ranger	Le *crowdcuration* est fortement dépendant des visiteurs motivés d'un site et la nature des contenus. Plus un site contient des contenus spécialisés moins cette méthode se révèle efficace.	La validité et relevance de cette méthode sont en lien avec l'augmentation constante d'information générée dans l'espace web.
Crowdcare (Ex. Le mouvement *Arrêt cardiaque de l'association Rmc BFM)*	L'externalisation vers la foule de la protection et amélioration de santé des individus	L'idée de compassion et de solidarité sociale permettra à cette méthode de se développer dans le futur.	La nécessité de posséder une capacité professionnelle dans certaines interventions médicales.	Le mouvement de *crowdcare* pourra être complété par une certification généralisée de premier secours pour la population.

Tableau 16 Differents types de crowdsourcing selon Lebraty

Source : Adapté de Lebraty, Jean-Fabrice et Katia Lobre-Lebraty. *Crowdsourcing One Step Beyond*, London, ISTE John Wiley, 2013

La catégorisation de l'usage du crowdsourcing par les entreprises par rapport à leur produit

Types de Crowdsourcing	Description
La participation des consommateurs dans le procès de développement et de configuration des produits	Les entreprises sollicitent des commentaires et des suggestions pour les produits vendus actuellement et les produits à venir
Dessin des produits	Les entreprises engagent la foule à développer un toute nouveau produit à tous les phases de développements du produit
Des *auctions* ou appel d'offre aux enchères compétitive portant sur un travail ou problème spécifique	Les entreprises sollicitent la foule pour la résolution des problèmes non-résolus
Appel au public permanent	Les entreprises sollicitent des informations ou documentations nouvelles
Signalement par la communauté	La même avec les appels au public permanent mais cette fois adressé à une communauté connue
Evaluation des produits par les consommateurs	Les entreprises sollicitent des évaluations et des opinions sur des produits à l'attention des autres consommateurs
Support d'utilisation entre consommateurs	Les entreprises sollicitent les consommateurs à aider d'autres consommateurs et à utiliser les réseaux de consommateur naissant en vue de compléter la connaissance général des consommateurs sur le produit ainsi que pour l'amélioration du dessin du produit.

Tableau 17 La catégorisation de l'usage du crowdsourcing par les entreprises par rapport à leur produit

Source: traduit et adapté de Florian Danmayr. *Archetypes of Crowdfunding Plateformes:* a multidemnsional comparison, 2014, Steyr, Gabler Verlag. P.16

[424] Les tableaux synthétiques ci-dessus permettent d'accéder à une vision globale du *crowdsourcing* et démontrent une typologie vaste et riche variant en accord avec l'approche analytique prise. Pourtant, le point principal du *crowdsourcing* reste économiquement rationnel : l'accès à un réservoir de ressources énormes à coût de transaction comparativement faible. Le *crowdsourcing* constitue une forme d'externalisation particulière au-delà d'une simple distribution de travail. Il permet aussi d'accéder à une valeur stratégique particulière : la sagesse de la foule.

A. Valeur Stratégique de la foule : la Sagesse de la Foule

[425] La foule dans la littérature psychologique a toujours été considérée comme ayant une connotation nocive et destructive. Pourtant, le développement du web 2.0 et l'avènement du *crowdsourcing* tel que décrit auparavant permet de démontrer le contraire. En addition aux avantages par rapport aux coûts de travail, sous certaines configurations, il recèle une valeur ajoutée importante en termes de productivité. Les prises de décisions sous le régime de l'économie de connaissance devant être élaborées sous le prisme de l'intelligence compétitive nécessitent une médiation avec l'environnement informationnel. Pourtant les entreprises comme tout acteur rationnel sont souvent victimes d'erreurs ou de biais d'évaluation et de jugement résultant d'une prise de décision tout aussi

erronée. [691] Les entreprises sont toujours confrontées à l'incertitude et aux risques dans les opérations productives. [692] Dans la tentative de confronter l'incertitude et de réduire les risques opérationnels, les entreprises emploient des méthodes de gestion et des études de marché ainsi que des évaluations des risques. En dépit de cela, la décision finale restera toujours la discrétion des managers et de la direction. L'expertise des gestionnaires est souvent limitée par l'information obtenue ou comprises. Pour compléter la précarité de l'information, les entreprises ont souvent recours aux ressources externes en faisant appel aux experts tiers externes. Le web 2.0 et l'externalisation à la foule par le *crowdsourcing* proposent une option additionnelle : l'avis d'une foule d'amateurs de taille importante et de composition diverse. Selon un essayiste de l'économie et journaliste, James Suroweicki, l'avis combiné d'une foule d'amateurs peut sous certaines conditions dépasser en qualité l'exactitude des jugements portés par des analystes et d'experts.

[426] James Surowiecki décrit quatre conditions nécessaires pour la formation d'une foule « sage » *inter alia* [693] : (1) la diversité d'opinion ; (2) l'indépendance ; (3) décentralisation et ; (4) agrégation. Par diversité d'opinion, Surowiecki se réfère à l'information de nature privée sans pour autant être une information d'une validité formelle ou scientifique. En d'autres termes, l'information peut être une interprétation relâchée des faits connus du grand public. Le critère d'indépendance est défini comme le niveau d'individualité des opinions mesurées par l'étanchéité des opinions par rapport aux opinions de l'environnement. La décentralisation des opinions marque la capacité des individus de tirer une conclusion spécifique par rapport au savoir local.

---

[691] La littérature de gestion et de micro-économie comportementaliste maintient l'observation fondée sur l'erreur de jugement critique par les nouveaux économistes dits conventionalistes.

[692] La littérature sur la gestion d'entreprise distingue entre le risque et l'incertitude. Selon Frank Knight (1921) dans *Risk, Uncertainty and Profit,* Le risque peut être traduit dans des termes probabilistes puisqu'il désigne une situation dans laquelle l'avenir est connu et probabilisable. D'autre par l'incertitude désigne une situation dans laquelle une évaluation probabilisante est impossible. L'incertitude Knightienne se réfère donc à une condition dont l'avenir est inconnu et ne peut être connu.

[693]James Surowiecki, *The Wisdom of Crowds*. Premiere edition, 2005, New York: Anchor Books P.10

L'agrégation se réfère à certains mécanismes permettant de transformer des jugements privés en décisions collectives.

[427] Selon Suroweicki, l'exactitude des jugements pris par une foule satisfaisant les critères cités dessus dérive d'une application mathématique simple. Une évaluation est constituée de deux composants fondamentaux : l'information et l'erreur. Dans le cas où le niveau d'information dépasse la quantité d'erreur alors le jugement sera plus exact. En résumé, la participation d'une foule remplissant les critères d'une foule « sage » permet de compléter l'asymétrie d'information entre les preneurs de décisions et l'environnement. Dans le domaine des sciences des systèmes, une technologie a été proposée consistant en l'usage des plateformes des médias sociaux pour désactiver les fausses rumeurs et information trompeuses émises au moment d'un désastre naturel. [694] Le mécanisme ressemble à la logique mathématique simplifiée de Suroweicki mais implémenté par le biais d'une plateforme interactive permettant l'annulation directe des fausses informations par le biais des critiques apportées par d'autres individus détenant une information valide. Par cela, l'aspect théorétique de la sagesse des foules trouve une résonance positive dans d'autres recherches plus récentes dans d'autres domaines.

[428] D'autres recherches sur la sagesse des foules tirent des conclusions analogues à Suroweicki. Simmons propose quatre critères conditionnant une foule « sage » : niveau de savoir, motivation, diversité et indépendance.[695] Plusieurs autres recherches quantitatives corroborent la pertinence du concept de la foule. Pour illustrer, une analyse fondée sur la validité et des pertinences des prédictions faites par une communauté de prédiction en ligne a obtenu un rendement de 0.59% supérieur aux décisions prises par des analyses professionnelles des

---

[694] Yuko Tanaka, Yasuaki Sakamoto et Toshihiko Matsuka. « *Towards a Social-Technological System that inactivtaes False Rumors Through the critical Thinking of crowds*, September 14, 2012, Proceedings of the 46th Hawaii international Conference on System Sciences (HICSS-46), 649-658, Disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=2150299 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2150299, P. 657

[695] JP Simmons, Nelson LD, J. Galak et Frederick S.2011, *Intuitive biases in choice versus estimation : implications for the wisdom of crowds*, Journal of Consumer Research, 38 (1) : 1-15

marchés boursiers.[696] La recherche démontrait aussi une corrélation entre une baisse de performance de la foule avec une réduction en indépendance et individualité des membres de la foule. Les conditions spécifiques telles que les contraintes stratégiques des banques financières favorisant une convention haussière plutôt que baissière permettent d'expliquer les spéculations plus rentables de la foule. Un autre document de travail publié par Harvard Business Revue portant sur l'évaluation de la pertinence des choix de projets artistiques supportés à travers le portail de finance participative / *crowdfunding* américain « *Kickstarter.com* » par rapport au choix des experts financiers avait conclu que les choix de la foule équivalents aux choix des experts.[697] Les différences mineures résident surtout dans les critères de jugement motivant la prise de décision de financement dans laquelle les données démontrent que la foule attribue une importance à la créativité des prospectus de projets (*pitching)* plutôt que la formalité d'une présentation financière[698]. L'idée avancée par Surowiecki est que la sagesse de la foule se réfère aux lacunes de la circulation d'information plutôt qu'à la supériorité inhérente d'une foule d'amateur sur un ensemble de spécialistes. Les décisions d'experts sont souvent encadrées par une forme de rationalité liée.[699] L'usage d'une foule de taille importante et diverse pour compléter les décisions d'experts permet par agrégation des idées de réduire la marge d'erreur et d'introduire des perspectives particulières omisses par les experts[700].

[429] L'avantage central de l'usage de la foule dans le but d'exploiter la «sagesse de la foule » en comparaison avec l'appel traditionnel à l'évaluation interne réside dans la possibilité d'accéder à une variété d'experts de différents champs d'études ou professionnels ou acteurs en marchés analogues plutôt qu'à

---

[696] Michael Nofer et Oliver Hinz, « *Are Crowds on the Internet wiser than Experts ? – The Case of a Stock Prediction Community* » accessible à travers le lien http://www.emarkets.tu-darmstadt.de/fileadmin/user_upload/download/Working_Papers/Wisdom_of_Crowds-Nofer-Hinz.pdf, P. 20

[697] Ethan Mollick et Ramana Nanda, *Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts*, Working Paper 14-116 August 26, 2015, P°29

[698] *Ibid,* P. 26

[699] *Op cit,* James Surowiecki, 2005, P.278

[700] *Ibid.*

une réserve restreinte d'experts internes[701]. Pourtant un paramètre devrait être institué portant sur : a. la configuration du cahier des charges ainsi que les compositions des éléments de motivations adéquates et b. le choix de la foule exacte. Ainsi que c. la participation active des experts internes dans la Co-évaluation des résultats proposés par la foule pour renforcer la validité des jugements. L'importance de la qualité de la foule dans la formulation d'une évaluation valide donne lieu à l'émergence d'une étude sur la constitution d'une foule d'experts de différents domaines spécifiques plutôt que des amateurs anonymes connus sous le terme : *nichesourcing*[702].

[430] Il y a 5 raisons identifiables incitant une organisation d'avoir recours au *crowdsourcing* [703]:

- Le nombre et diversité de la foule est très adapté et performant pour certaines tâches. Un appel à la foule ouvre l'accès à un réservoir de compétences, d'idées et de ressources plus signifiant en comparaison avec les ressources internes de l'entreprise.
- La particularité de la foule citée ci-dessus permet de générer de la diversité des idées et des potentiels de projets nouveaux. Un recours aux ressources internes rencontre la contrainte de la rationalité liée et une réduction du périmètre de solutions limitant les solutions seulement à des changements d'amélioration incrémentale.
- Le *crowdsourcing* est une véritable opportunité pour l'entreprise de diminuer de manière significative le coût de réalisation de certaines tâches. En dépendance avec le type de crowdsourcing, les rétributions peuvent être importantes mais la plupart de temps d'un niveau modeste ou quasi inexistant. Le *crowdsourcing* à la base exploite les motivations

[701] Christoph Hienerth et Frederik Riar, T*he Wisdom of the Crowd vs. Expert Evaluation : A Conceptualization of Evaluation Validity,* Journal présenté au 35e Conférence de DRUID 2013 à Barcelone, Espagne Juin 17-19, P. 22

[702] Victor de Boer, Michiel Hildebrand, Lora Aroyo, Pieter de Leenheer et al. Nichesourcing : *Harnessing the Power of Crowds of Experts,* Volume 7603 of the series Lecture Notes in Computer Science pp.16-20 Springer Link, L'article est accessible sur le lien suivant: http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-642-33876-2_3

[703] *Op cit,* Thierry Burger-Helmchen, Julien Pénin, P.263

individuelles souvent présentes dans les groupements communautaires. Dans le cas d'une offre avec une récompense à somme importante, la totalité des coûts générés pour obtenir une solution reste toujours modeste par rapport au coût de maintenir une division de Recherche et développement (R&D) interne à l'entreprise.

- Le *crowdsourcing* augmente la concurrence dans la réalisation de certaines activités (les équipes internes à l'entreprise contre le réservoir mondial d'autres chercheurs) stimulant ainsi la productivité et la compétitivité des chercheurs et forçant une culture de changement.
- Le crowdsourcing permet à l'organisation d'externaliser l'échec et le risque attribué à une activité (procès de recherche etc.) puisque l'entreprise n'encaisse que les coûts des produits ou services répondant à ses attentes. Les équipes sont ainsi externalisées par l'entreprise et internalisées par les différents membres de la foule.

[431] Les 5 raisons citées ci-dessus illustrent l'importance du *crowdsourcing* pour l'entreprise financiarisée soucieuse de réduire les coûts opérationnels, les risques d'échecs et simultanément à la recherche constante d'innovation. Pourtant, cet avantage offert par le *crowdsourcing* commence à être décrit par certains penseurs comme une nouvelle forme d'exploitation des travailleurs.

B. Les limites du *crowdsourcing*

[432] *Le crowdsourcing* comme d'autres types d'externalisation rencontre des limitations propres à l'usage de la méthode. Les limites particulières et variées selon la typologie de *crowdsourcing* ont été décrites dans le tableau dessus.

Jean Fabrice Lebraty et Fabrice Lebraty identifient au moins 5 limites du *crowdsourcing* liées à la nature des foules[704] :

[433] Premièrement, la limite est de nature éthique. La relation dans une opération de *crowdsourcing* est de nature asymétrique dans laquelle une population d'individus est asséchée d'idées au profit d'un seul participant. La pratique de *crowdsourcing* abusive mettra à mal la confiance des participants dans des futurs appels d'offre.

[434] En seconde lieu, la limite prend la forme de la « stupidité de la foule ». En complément à l'idée de Suroweicki sur la « sagesse de la foule », l'usage imprudent des promesses faites à la foule peut constituer un danger pour le public. Lebraty illustre à travers le cas de « *Mailorama.fr* » offrant une distribution aléatoire de sommes d'argent dans des points de rencontres distribués à travers Paris. La promesse avait attiré une foule trop importante et par souci d'ordre public les organisateurs décidaient d'annuler l'opération. Ceci avait conduit à une colère généralisée de la foule suivie d'une vague de violence. Le gouvernement français a engagé une action juridique à l'encontre de la maison mère du site web (Rentaliweb). Cet exemple démontre les dangers d'avoir recours à la foule sans mesures de précautions préalables[705].

[435] En troisième lieu, il y a le potentiel d'usage des réseaux pour des activités illégales en bénéficiant de l'effet de réseaux. En illustration, la méthode crowdsourcing ouvre la possibilité d'une création d'un réseau anonyme de vente de médicaments illégaux ou d'autres activités illicites.

---

[704] Jean-Fabrice Lebraty et Katia Lebraty, *Crowdsourcing One Step Beyond*, 2013, London: Wiley.P.97-99

[705] *Ibid,* P.98

[436] En dernier, un des dangers particuliers réside dans l'effet de cascade décrit comme un effet de contagion des individus membres de la foule par des opinions ou des éléments externes tels que d'autres membres de la foule ou son environnement réduisant ainsi l'individualité de son opinion. Ce phénomène est désigné sur le terme « cascade d'information »[706]. Le maintien de la diversité de la foule reste important dans le cadre d'une optimisation des résultats d'innovation. Il convient aussi de se référer à cet égard au concept de la sagesse des foules de Suroweicki imposant un critère de taille importante et d'une grande diversité de la foule et l'individualité des opinions dans l'intention d'obtenir une décision collective supérieure à une décision de groupe de spécialistes[707].

[437] Le *crowdsourcing* représente une forme d'innovation organisationnelle née sous la pression exercée par les mutations de l'industrie financiarisée. L'imposition de la logique financière à l'entreprise redéfinit ainsi les limites de l'entreprise avec le but de capturer le potentiel d'innovation incrémentale et de rupture par toutes les voies possibles. L'innovation jadis confinée à l'intérieur de la firme se trouve ainsi décentralisée et confiée aux acteurs économiques tiers en dehors des frontières de la firme.

[438] Deux courants principaux de la théorie de la firme tentent d'expliquer les dynamiques de l'innovation au sein des organisations : la théorie traditionnelle et la théorie évolutionniste[708]. La théorie contractuelle traditionnelle de la firme conceptualise la firme comme « une noyau de contrat ayant le but d'aligner et de créer des motivations ». D'autre part, la théorie évolutionniste visionnant la firme comme un processeur de connaissances assurant une coordination qualitative alignant non seulement les motivations mais aussi le savoir et les expectations[709]. Dans le but de concilier les deux vues, Amesse et Cohendet (2001) proposent une hypothèse supposant qu'une firme gère

---

[706] Ivo welch, « Herding among security analysts », 2000, *Journal of Financial Economics, 58(3), p.369-396,* P.371

[707] *Op cit,* James Surowiecki, 2005, P. 10

[708] Patrick Cohendet, 2003.*Innovation et théorie de la firme*" dans "Encyclopédie de l'innovation" sous la direction de Philippe Mustar et Hervé Penan. 2003, Paris, Economica, Pp. 383-402, P.396

[709] Langlois et Foss, "*Capabilities and governance: The Rebirth of production in the theory of economic organization*", 1996, Kyklos, 52,2,1996, pp.201-218

simultanément des transactions et compétences selon un ordre lexicographique de priorité précise. En d'autres termes, les activités suivent un ordre de décroissance en termes d'attention cognitive.[710] Le centre de la firme correspond ainsi à l'unité ayant une intensité cognitive le plus élevé constitué des compétences de base avec les attributs d'un mécanisme de gouvernance assurant le fonctionnement de la firme en tant que processeur de connaissance. D'une manière décroissante tout en s'éloignant du cœur productif la firme gère les activités en accord avec les règles classiques d'allocation de ressources[711].

[439] La financiarisation de l'économie dicte la nécessité d'une flexibilité organisationnelle impliquant un changement de périmètre d'activités de façon permanente. La vision statique de l'entreprise est ainsi adaptée à ce caractère dynamique par la vision évolutionniste de la firme. La firme est ainsi divisée en trois zones comme suit[712] :

Zone 1 / zone d'activité en partenariat: Le noyau de métier de la firme marqué par une focalisation importante de l'attention cognitive de la firme et dans laquelle la firme s'avère hautement compétitive dans la production des connaissances nouvelles.

Zone 2 / zone d'activité en réseaux: Dans cette zone la firme détient des connaissances et des ressources importantes mais en position de dépendance à des ressources complémentaires détenues par d'autres firmes afin d'utiliser et de d'étendre de façon efficiente ses propres connaissances

Zone 3 / zone d'arbitrage transactionnel: Dans cette zone périphérique, la firme ne possède aucun avantage particulier en terme de connaissance.

[440] Les activités de zones secondaires (les zones périphériques peuvent rapidement être la zone d'activité principale) si les activités dans les zones secondaires et tierces représentent une opportunité stratégique. L'intégration des

[710] Amesse et Cohendet, "*Technology transfer revisited in the perspective of the knowledge based eonomy* », Research Policy, vol.30 , no.9, 2001, Pp.1459-1478

[711] *Op cit,* Patrick Cohendet, P. 397

[712] *Ibid,* P.399

activités de la zone périphérique dans la zone principale se fait par des acquisitions et des contrats exclusifs et d'autres moyens pour les fusionner dans le périmètre de base de l'entreprise. Ceci démontre l'importance des stratégies d'acquisitions de compétences par toutes les voies et venant de différentes sources en dehors de la firme. La financiarisation de l'économie force les entreprises à adopter une flexibilité organisationnelle modifiant en permanence les périmètres d'activités des entreprises[713].

[441] L'externalisation (*outsourcing)* incluant le *crowdsourcing* permet à l'entreprise de s'adapter au rythme de l'innovation apparu en dehors de l'entreprise en l'intégrant dans la zone d'activité de l'entreprise. Un exemple de la croissance des entreprises *start-up* par l'acquisition des innovations externes est l'acquisition de la technologie virtuelle Oculus Rift par Facebook[714]. La technologie de la réalité virtuelle ne rentre pas dans l'activité noyau de Facebook mais présente une source d'innovation et de croissance potentielle. Oculus rift avait fait ses débuts à travers la plateforme de *crowdfunding* Kickstarter et après avoir reçu un fort support avait été cédée à la société Facebook. L'entreprise développant la technologie virtuelle avait fait ses débuts en levant un fond de support à la hauteur de 2.4 million de Dollars en échange des Kits de développement et des T-shirts.[715] Les *crowdfunders* supportant la levée des fonds avaient des motivations non-lucratives et étaient animés par une vision idéale d'une nouvelle ère révolutionnant la technologie des jeux vidéos. Pourtant, par la suite Oculus Rift avait été cédé à Facebook à la hauteur de 2 Milliards de Dollars. Pour les coûts préliminaires, Facebook avait cédé 400 million de dollars en espèce, 23.1 million de dollars en actions de Facebook et 300 million de Dollars en *incentives* dans le cas de survenance de certaines évolutions prédéterminées. Trois points importants méritent attention dans ce cas particulier.

---

[713] Op cit, Patrick Cohendet, P .400

[714] Stuart Dredge, "*Facebook closes its $2bn Oculus Rift acquisition, What next?*" 22 July 2014, The Guardian technology, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.theguardian.com/technology/2014/jul/22/facebook-oculus-rift-acquisition-virtual-reality

[715] Nicole Perlroth, « *crowdfunder of the maker of oculus rift denounce a facebook buyout*" Mars 26, 2014, L'article est accessible sur le lien suivant : http://www.nytimes.com/2014/03/27/technology/crowdfunders-of-the-maker-of-oculus-rift-denounce-a-facebook-buyout.html?_r=0

[442] Premièrement, le projet de Virtuel Rift avait complété la campagne de levée des fonds le 1er Septembre 2012 avec 9.522 donateurs promettant une donation à la hauteur de 2.437.429 dollars dépassant les fonds requis initialement à la hauteur de seulement de seulement 250000 dollars.[716] Le support énorme de la foule de *crowdfunders* avait attiré l'attention de plusieurs fonds de capital-risque et en Juin 2013, Oculus VR Inc avait annoncé une entrée en capital à la hauteur de 16 million de dollars en Série A de Spark Capital, Matrix Partners, Founders Fund et Formation 8. Six mois plus tard, le capital-risque Andreesen Horowitz participait aussi en investissant 75 millions de dollars dans Oculus VR Inc. L'entrée en capital des fonds de capital-risque après le succès d'une levée de fond par une plateforme de crowdfunding du don ouvre des débats sur la pertinence du modèle d'*equity crowdfunding* par rapport au modèle du don pour les projets présentant une forte valorisation.[717]

[443] En second lieu, Facebook avait utilisé ses propres actions comme composant de paiement. Ceci démontre que malgré la volatilité de valorisation des titres boursiers, les titres de participation en fonds propres représentent une monnaie d'échange légitime dans le milieu de *start-up.* Ceci est en accord avec les analyses faites dans le titre II de la première partie de cette recherche et sera exploré en plus de profondeur dans le titre final de cette recherche.

[444] En troisième lieu, l'entrée massive de différents fonds de capital-risque et une acquisition ultime par une *start-up* établie telle que Facebook dans le cas de Oculus Rift démontre deux mouvements importants dans le monde de financement de l'innovation.

[445] Premièrement, les projets et les entreprises résultant des plateformes de financement participatif (*crowdfunding)* représentent une source nouvelle de projets innovants à fort potentiel ayant été pré-validé par une valorisation

---

[716] Oculus Rift: Step Into the Game, Le profil de la campagne de levée de fonds cloturée est toujours accessible sur le lien suivant: https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game

[717] Chance Barnett, « *$2B Facebook Acquisition Raises Question : Is Equity Crowdfunding Better ?* » 1 Mai 2014, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2014/05/01/2-billion-facebook-acquisition-raises-question-is-equity-crowdfunding-better/

importante d'un réseau de supporteur (*backers)* par le biais d'une plateforme de *crowdfunding*. En second lieu, la forte valorisation de certaines entreprises précédant l'acquisition par des entreprises établies telles que Facebook ou Google résultent de l'apparition des « unicorns » ou les entreprises à forte évaluation financière malgré une réalité décalée par rapport à l'évaluation fondamentale notamment par une absence de productivité justifiant une telle valorisation des titres exorbitants.[718] Un article présenté par le portail en ligne observateur du monde de Start-up Techcrunch, retraçait une anomalie à la racine d'une telle valorisation extrême de ces entreprises.[719] . Parmi d'autres, l'auteur démontre qu'une baisse de levée de fonds de capital-risque avait été accompagnée d'une montée en investissement faite par le capital risque en 2014. Cette anomalie est expliquée par l'entrée d'autres institutions financières telles que les fonds d'arbitrages (*hedge funds),* les autres segments de capital investissements et le capital risque d'entreprises dans le financement des industries technologiques. L'entrée massive de ces fonds privés alimente la bulle de financement du non cotée et précipite les course rapide à la sortie par une Offre Publique Initiale (*IPO)* ou par une acquisition par les entreprises établies. Cette course effrénée de façon paradoxale accroit la dépendance de ces types d'entreprise à des investissements de capital privé à forte intensité[720]. Parmi plusieurs de ces entreprises, les plupart ont été mises en faillite tel que Fab[721] et Fisker Automotive[722].

---

[718] Aileen Lee, "*Welcome to the Unicorn club, 2015: Learning from billion-dollar companies"*, July 18, 2015, L'article est accessible sur le lien suivant: http://techcrunch.com/2015/07/18/welcome-to-the-unicorn-club-2015-learning-from-billion-dollar-companies/#.wn1vzh:1UUg

[719] Jeff Grabow, « *The Mystery Money Creating The Unicorn Herd* » 26 Juilliet 2015, L'article est accessible sur le lien suivant: http://techcrunch.com/2015/07/26/the-mystery-money-creating-the-unicorn-herd/#.wn1vzh:wV2V

[720] Mackey Craven, « *How ever-higher valuations lead unicorns into a cycle of private capital dependency* » 2 Juin 2015, L'article est accessible sur le lien suivant: http://techcrunch.com/2015/06/02/how-ever-higher-valuations-lead-unicorns-into-a-cycle-of-private-capital-dependency/#.wn1vzh:m8pn

[721] Ben Popper, "*The epic rise and fall of fab.com is finally complete*", 3 Mars 2015, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.theverge.com/2015/3/3/8140367/fab-acquired-pch-jason-goldberg

[722] Dashiell Bennett, « *The Real Lesson of Fisker Auto's Failure* », 24 April 2013, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.thewire.com/business/2013/04/fisker-automotive-failure/64544/

[446] L'exemple du succès d'Oculus Rift décrit de façon fiable l'environnement différent dans lequel l'industrie d'innovation se développe. Le mécanisme de fonctionnement de cet environnement dominé par des « bulles » de valorisation est soumis à la logique propre à l'archétype de financement et de valorisation financière tel qu'exposé dans le développement précédent et complété par les chapitres finaux de cette recherche.

[447] En revenant à la corrélation entre l'usage du *crowdsourcing* ainsi que les stratégies axées sur l'externalisation des activités d'entreprise, la suite de nos développements introduira l'importance de l'externalisation dans le cadre d'une économie financiarisée. Premièrement, d'un point de vue d'allocation des ressources financières dans l'innovation, l'externalisation permet à l'entreprise *start-up* d'opter pour une structure verticalement désintégrée et flexible en externalisant les activités demandant un investissement en capital telles que la manufacture et l'assemblage, vers des manufactures et fabricants externes spécialisés. La réduction des coûts résultant de la non-intégration des fonctions non-essentielles pourra être une source de capital pour le financement pour l'innovation.[723] L'externalisation suivie d'une constitution de réseau devient une stratégie indispensable permettant aux nouvelles entreprises à fort potentiel de réduire les coûts et de garder la flexibilité organisationnelle et à concentrer leurs efforts à des innovations principales tout en ouvrant la possibilité d'intégrer des processus innovants venant de l'extérieur de l'entreprise.

[448] En résumé, l'externalisation par le crowdsourcing représente une stratégie parmi d'autres pour la firme afin de maintenir une évolution constante à la recherche des nouvelles ressources de connaissance et d'innovation à un coût réduit tout en gardant une structure organisationnelle flexible. L'euphorie entourant le mouvement du web 2.0 et le *crowdfunding* détournent l'attention quant à la rationalité économique d'usage des outils 2.0 par l'industrie du financement de l'innovation. La technicité présentée ci-dessus transposée dans la logique du financement adopte les mêmes prémisses économiques motivant les

[723] Ronald J. Gilson, *Locating Innovation : The Endogeneity of technology, Organizational Structure, and Financial Contracting*, Columbia Law Review, Vol. 110, No.3 (Avril 2010), pp. 885-917, P.917

entreprises non-financières à avoir recours à l'externalisation par la foule. La poursuite d'une rentabilité élevée à court terme, la réduction des coûts de transaction et de production, le transfert des risques dans les limites du possible ; l'intégration du web 2.0 dans le cycle du financement par le capital risque ou le financement de l'innovation relève d'un double mouvement d'une poursuite d'une valorisation rapide et importante par des cessions avec plus-values d'une part et le souci grandissant pour le capital risque d'éviter les investissements trop prématurés. La logique financière et la stratégie d'entreprises résultant de la financiarisation persiste et même s'accroit avec l'usage du web 2.0 dans l'intermédiation du financement.

[449] Dans le prochain chapitre, nous allons aborder l'histoire et le mécanisme de la financiarisation. Par cela, la dynamique des transformations économiques soutenues par le progrès technologique et la financiarisation seront plus clairement élucidées.

Chapitre II. La financiarisation de l'économie : l'hégémonie du modèle institutionnel financier

Section I. La financiarisation de L'économie : Histoire et structure

A. Financiarisation de l'entreprise : une entreprise fragmentée, modulaire et centrée sur la valeur actionnariale

[450] En vue d'obtenir un concept intégratif du phénomène de financiarisation, une brève comparaison entre différentes délimitations du terme s'avère nécessaire. Premièrement Krippner tente de formuler une synthèse des diverses définitions et définit la financiarisation comme *« l'émergence de la ¨valeur actionnariale ¨ comme mode de gouvernance d'entreprise dominant ; l'ascendance de l'hégémonie du système de financement par les marchés financiers au détriment de système de financement par la voie bancaire ; certains emploient le concept de Hilferding avançant la thèse sur la montée en puissance en terme de pouvoir économique et politique d'un groupe particulier : la classe*

rentier ; pour d'autres la terme se réfère au foisonnement des échanges boursiers caractérisés par la création d'une variété des instruments et produits financiers nouveaux » ; mais selon Krippner, « *la financiarisation est définie comme un mode d'accumulation de richesse et de génération de profits empruntant les voies financières au lieu de la voie du commerce ou la production des commodités* ». (Krippner : 14)

[451] En addition à cette définition, d'autres auteurs mettent en rapport le phénomène de financiarisation avec la montée de l'idéologie du néo-libéralisme et la mondialisation[724]. Thomas Palley adopte la définition selon laquelle la financiarisation représente un processus d'une montée en influence des marchés financiers, institutions financières et élites financières sur la politique économique et les résultats économiques.[725] Par la suite, Palley décrit les effets principaux de la financiarisation selon trois formes : (1) la montée en importance du secteur financier au détriment de l'économie réelle ; (2) le transfert des revenus du secteur réel au secteur financier et (3) l'augmentation de l'inégalité des revenus contribuant à la stagnation des salaires. En procédant plus en profondeur, Palley démontre trois conduits de la financiarisation : (1) Les modifications dans les marchés, (2) les dynamiques dans le comportement des entreprises non-financières et (3) les altérations dans la politique de l'économie.[726] La financiarisation peut être définie par la dépendance croissante au marché financier et le capital financier dans la poursuite d'une croissance économique dans l'économie actuelle. En d'autres termes, le caractère principal réside dans la transformation d'une modèle d'économie fondé sur le capitalisme industriel vers un capitalisme financier[727]. Cette transformation du capitalisme compétitif prend la forme d'une altération du mode de production et d'accumulation de richesse auparavant fondée sur les commodités physiques tangibles vers un mode de

[724] Gerald A. Epstein, « *Introduction : Financialization and the world economy* » dans le mélange « *Financialization and the world economy* », 2006, Cheltenham : Edward Elgar Publishing, P. 3

[725] Thomas I Palley, *Financialization: What it is and Why it Matters*, Levy Economics Institute Working Paper No. 525, Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1077923 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1077923

[726] *Ibid,* P. 15

[727] Natascha van der Zwan, *State of the Art : Making sense of financialization*, Socio-Economic Review, Oxford University Press and the Society for the Advancement of Socio-Economics, 12, 2014, pp.99-129, P.99

production structuré sur les bases des principes abstraits, et l'accumulation des richesses en forme d'actifs intangibles[728].

[452] La définition adoptée dans cette recherche sur la financiarisation sera la suivante : « **Une dépendance grandissante de la structure de l'économie au capital financier et à l'institution financière dans la poursuite de la croissance économique** ».

[453] Cette définition souligne deux points importants délimitant le cadre de cette recherche : (1) le capital financier et (2) l'institution financière. Les deux éléments constituent le système du capitalisme financier. La différence entre le modèle traditionnel de l'économie dominé par le capitalisme industriel et ce nouveau régime en pleine ébullition dépasse l'aspect purement théorétique et affecte l'économie réelle. Un des domaines importants affectés par la logique financière dérivée du processus de financiarisation est la gouvernance d'entreprise. La vision traditionnelle de la croissance économique avance l'idée autour de la création de valeur accompagnée de l'extraction de la valeur à travers des activités économiques. La production des commodités physiques ou services sert comme illustration des activités économiques permettant une extraction de valeur par le biais de la création de valeur. Cette vision traditionnelle de l'économie s'est vue remise en cause sous le processus de financiarisation. La poursuite de l'innovation comme moteur de création de valeur devient un centre de l'altération profonde de la vision économique. À présent, un schisme se creuse entre les acteurs économiques preneurs de risques dans la poursuite de l'innovation et les acteurs bénéficiant de l'innovation.[729]

[454] En premier lieu, l'économie d'après la seconde guerre mondiale a été dominée par la vision d'économie traditionnelle fortement marquée par la forme générique du « capitalisme managérial ». Les teneurs en capital investissent dans des entreprises opérant dans les activités de production des commodités et des

---

[728] Alexander Styhre, *The Financialization of the firm: Managerial and Social Implications*, 2015, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, P.1

[729] William Lazonick et Mazzucato, Mariana.2013, *The risk-reward nexus in the innovation-inequality relationship : who takes the risks ? who gets the rewards ?,* Industrial and Corporate Change, 22 (4) : pp. 1093-1128, P. 1094

services commercialisés sur le marché et une valeur est extraite de la combinaison d'un processus d'innovation produit par l'entreprise, le coût de production par unité et le prix de marché donnant lieu à un profit. Le nouveau modèle économique sous le régime de financiarisation rend obsolète ce modèle économique traditionnel en court-circuitant le circuit de financement et de la création de valeur.

Modèle économique traditionnel simplifié

Investissements dans le processus de production des commodités ➔ La vente des commodités ➔ réalisation des bénéfices économiques

Figure 15 Modèle économique traditionnel simplifié

Modèle simplifié d'une économie financiarisée

Investissements dans des actifs financiers ➔ la vente des actifs financiers ➔ la réalisation des bénéfices

ou

Investissements dans des actifs financiers ➔ le prêt avec contrepartie des actifs financiers ➔ investir dans plus d'actifs financiers ➔ la vente des actifs financiers ➔ la réalisation des profits

Figure 16 Modèle économique financiarisée simplifié

[455] Le modèle d'entreprise comme un ensemble de ressources productives générant un revenu par la rentabilisation effective et efficient des investissements en capitaux, l'usage des ressources acquises et des moyens de production se transforme à présent en une vision d'entreprise comme un portefeuille d'actifs financiers nécessaires à la création d'une valeur économique[730]. Ce modèle de réduction et de simplification d'entreprise émerge d'une succession de conjecture économique ayant ses débuts dans la dérèglementation financière et aboutissant à l'émergence des nouveaux acteurs financiers possédant une ressource financière énorme et imposant une forme de gouvernance pivotée par la logique financière : les investisseurs institutionnels (*private equity* et *hedge funds).* Au niveau organisationnel, la financiarisation représente le processus dans lequel des acteurs financiers externes (les analystes de la place boursière, les banque d'investissements, les investisseurs et actionnaires institutionnels sont capables d'influencer et de contrôler l'organisation, la stratégie et les résultats financiers des entreprises non-financières.[731] La position académique sur la financiarisation et ses effets sur l'économie est marquée par une profonde division entre l'idée soulignant l'effet néfaste de la financiarisation sur l'économie réelle et la position présentant la montée en puissance des acteurs institutionnels financiers comme une solution au problème d'agence rencontré dans la corporation publique anglo-saxonne. Pour ces derniers, la financiarisation représente la réalisation d'une convergence entre la gestion d'entreprise par les managers et les représentants d'intérêts des actionnaires à travers les institutions financières[732]. Le contexte de cette confrontation peut être appréhendé à travers une description historique du processus de financiarisation dans la suite de notre développement. Les point abordés s'étendront sur (1) l'origine de la financiarisation, et (2) les effets présumés de la financiarisations sur l'économie.

---

[730] *Op cit,* Alexander Styhre, 2015, P.13

[731] Rosemary L. Batt et Eileen Appelbaum, 2013.*The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*, Upjohn Institute for Employment Research Working Paper ; pp. 13-191, P.5

[732]Stephen F Diamond., *Beyond the Berle and Means Paradigm: Private Equity and the New Capitalist Order* (July 9, 2010), THE EMBEDDED FIRM, Cynthia Williams and Peer Zumbansen, eds., Cambridge University Press, Forthcoming; Santa Clara Univ, Legal Studies Research Paper No. 10-01, Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1544599 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1544599 P. 38

[456] Le début de la financiarisation peut être tracé au début des années 1970, une période fortement marquée par le déclin des bénéfices des économies occidentales et américaines pour cause de montée des coûts d'énergie pendant la crise pétrolière[733]. Cette période fut marquée par des mouvements de travailleurs demandant une redistribution plus juste des revenus des entreprises. Le ralentissement économique suivi d'une chute de l'industrie de manufacture a conduit à l'effondrement de la valeur boursière entre les années 1972 et la fin de 1974[734]. La condition macro-économique américaine à cette période a été marquée par une forte condition de *stagflation*, une contraction désignant une période de stagnation économique accompagnée par un fort niveau d'inflation. Le gouvernement américain, sous la Présidence de Jimmy Carter a décidé de confronter la situation à travers une approche monétaire dénommée d'après le nom du nouveau président de la *Federal Reserve* Américaine : le « *Volker shock* » ou « *Volker disinflation* »[735].

[457] L'approche prise prend la forme d'un maintien d'un haut taux d'intérêt conduisant à une hausse de flux de capital vers l'économie américaine et l'augmentation de la valeur d'échange du dollar américain. La politique anti-inflationniste soutenue par un fort taux d'intérêt de la banque centrale augmente la rentabilité financière et d'une manière subséquente affecte la politique des entreprises en les incitant à s'investir dans les actifs financiers plutôt que d'accroître leur capacité productive. L'impact dans le secteur réel prend la forme d'une tendance anti-travail marquée par une chute du GDP et l'élimination de travail.[736] Le maintien de la politique anti-inflationniste avait créé des conditions propices au développement du nouveau secteur financier. Le niveau important de taux d'intérêt a suscité un grand flux de capital étranger vers les États-Unis donnant lieu à des énormes réservoirs de capital financier et des actifs financiers. L'abondance d'alimentation en capital et de l'épargne permet l'émergence de

---

[733] *Op cit* Alexander Styhre, P. 27

[734] Judith Stein, 2011, *Pivotal Decade : How the United States Traded Facories for Finance in the Seventies*, 2011, New Haven : Yale University Press, P.102

[735] Marvin Goodfriend et Robert G. King, *The Incredible Volcker Disinflation*, Novembre 2004, Document de travail preparé pour la conférence de Carnegie-Rochester sur la politique publique (*public policy),* Accessible en ligne sur le lien http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/nov04-pdfs/gk.pdf

[736] *Ibid*

l'industrie du capital investissement.[737] Le gouvernement américain dans cette période avait promulgué une politique de « laisser-faire » dans l'économie caractérisée par le retrait de l'état de la vie économique.

[458] Ces nouveaux professionnels de l'industrie financière équipée d'un environnement des marchés fortement déréglementé et une *supply* en capital énorme en forme de réservoir d'épargne visaient une nouvelle source de financement : les sociétés cotées à faible valorisation d'actions malgré d'importantes réserves en capital[738]. Le recours au bourses comme placement pour l'épargne salariale aux Etats-Unis influence la stratégie des entreprises cotée en mettant à la disposition des entreprises une énorme réserve de capital favorisant les opérations de fusion acquisition tissant ainsi un réseau constitué des entreprises industrielles devenues des conglomérations soutenus par la stratégie de diversification faite par les entreprises[739]. La facilité d'accès au capital et l'absence d'obligation de redistribuer le dividende en raison d'un manque de bloc d'actionnaires suffisamment important pour forcer une redistribution des bénéfices, déclenche une frénésie d'opérations de fusion et d'acquisition. Malgré les altérations récentes, le paysage des marchés financiers américain a longtemps été dominé par une composition d'actionnariat dispersé avec une forte présence d'investisseurs individuels.[740] L'absence d'une concentration d'actionnariat important notamment de blocs d'actionnaires majoritaires procure une marge de manœuvre importante aux managers des entreprises cotées et une augmentation des opérations de diversification d'investissements. En vue de comprendre le développement du paysage industriel américain pour pouvoir évaluer l'impact des différents changements de conjectures économiques, une courte introduction à

---

[737] *Ibid*

[738] *Ibid*

[739] John Posey, *Financialization, Corporate Consolidation and Inequality: National Economic Trends Since 1980*, Regional Income Working Paper Series #2, Research collaboration between the Bi-State Development Corporation Research Institute and the Easte-West Gateway Council of Governments June 2016. Le document de travail est librement disponible sur le site de East-west Gateway par le lien suivant: http://www.ewgateway.org/RegIncWorkingPapers/regincworkingpapers.htm. P.4

[740] Williams, Kelli Alces, *Revisiting Berle and Rethinking the Corporate Structure* (July 22, 2011), Seattle University Law Review, Vol.33, No. 4, 2010; FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 513; FSU College of Law, Law, Business & Economics Paper No. 11-14, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1892945 pp.787-808, P.792

l'histoire du capitalisme industriel américain, l'évolution de sa gouvernance et son parallèle à la théorie contractuelle s'avèrent nécessaires.

[459] L'évolution de la théorie contractuelle et de gouvernance suivent de près les dynamiques de la firme et les conjonctures économiques dans laquelle se développent les entreprises. L'entrée de la théorie de la gouvernance d'entreprise au centre des discussions juridique prend ses débuts dans le ralentissement économique subi par les entreprises britanniques et américaines dans les débuts des années soixante et soixante-dix[741]. L'élaboration des problématiques de gouvernance donne lieu à une identification de deux trois type de gouvernance : (1) la gouvernance de la corporation familiale ; (2) la gouvernance des dirigeants et (3) la gouvernance des actionnaires.[742] Les trois types de gouvernance suivent une phase successive avec la forme hégémonique actuelle de la gouvernance des actionnaires.

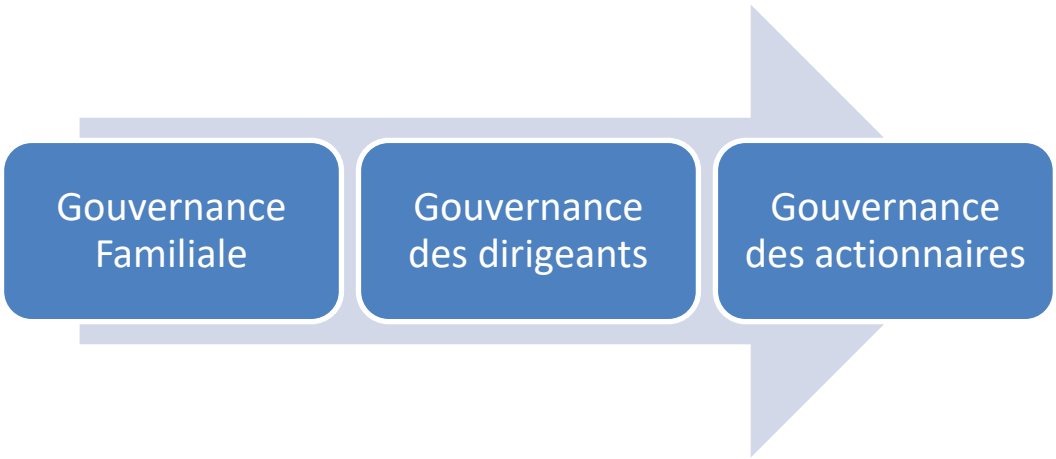


Figure 17 La succession des types de gouvernance d'entreprise

[741] Laurent Batsch , *Le Capitalisme financier*, 2002, La Découverte, Paris, P. 7

[742] *Ibid*

[460] L'histoire du capitalisme industriel commence par l'histoire des grands entrepreneurs innovants dominés par les corporations familiales[743]. Les corporations familiales ont été en leur temps des pionniers innovants apportant une création de valeur économique notamment à travers la manufacture des produits de consommation. Le succès de ces premières entreprises suivait la logique de l'expansion avec le réinvestissement des bénéfices obtenus dans l'agrandissement des locaux, l'amélioration du produit et l'accroissement des facteurs de production. L'entreprise était dominée par des membres de la famille au conseil d'administration de l'entreprise et le dirigeant devient un mandataire de la famille.

[461] Par la suite la pendule de la gouvernance bascule avec l'émergence d'un nouveau mode de gouvernance centré sur le pouvoir des dirigeants. Berle et Means en 1932 dans leur ouvrages « *The Modern Corporation and Private Property* » décrivent l'évolution de la gouvernance d'entreprise avec l'émancipation des dirigeants à travers la déconcentration des pouvoirs de votes des actionnaires des sociétés anonymes cotées bourse. Dans le livre, la propriété des actionnaires subit une transformation de sa nature en devenant une simple détention d'un droit de propriété passive avec l'attribut d'une perspective future de rendement[744]. Le pouvoir des actionnaires en tant que propriétaires de l'entreprise se voit ainsi diluer au profit de l'émancipation des dirigeants à travers la dispersion des actionnaires boursiers. L'entreprise fonctionne ainsi sous contrôle managérial et interne dissocié de l'intervention des actionnaires pourtant propriétaires de l'entreprise. L'élan ouvert par une généralisation du modèle de contrôle de capital de Berle & Means s'est développé en une doctrine de gouvernance d'entreprise à part entière avec la publication de l'œuvre de Albert Chandler intitulé « Les mains visibles des managers »[745].

---

[743] Parmi les grandes corporations familiales toujours existantes aujourd'hui :Peugeot, Schneider, Michelin

[744] James, Daniel, 1933, "The Modern Corporation and Private Property, par A.Berle Jr. et Gardiner C. Means," Indiana Law Journal: Vol.8:Iss.8, Article 11, P. 3

[745] Alfred Chandler, *La Main visible des managers* traduction par Frédéric Langer, 1989, Edition Economica

[462] Dans cet ouvrage, l'historien de l'entreprise américain accentue l'importance du rôle des managers dans la construction des grands groupes d'entreprises. Cette transformation s'inscrit dans la formation des grands groupes multinationaux supportés par les différents Etats sous une politique industrielle visant la constitution des « champions nationaux ». L'idée d'une technocratie des corporations revêt à cette époque une importance centrale avec la gouvernance de l'entreprise soutenue par les experts industriels, ingénieurs, organisationnels et management. L'entreprise devient une institution sociale malgré sa nature privée favorisant la création de la valeur économique dictée par une logique de l'efficacité économique plutôt que par la poursuite des gains économiques privés propres à l'entreprise familiale. Cette rationalité organisationnelle, en rupture avec l'économie de marché est ainsi imaginée en tant que coordination marchande des grandes entreprises porteuses de l'intérêt collectif.[746] L'entreprise fonctionne ainsi par rapport à contrôle interne résultant toujours de l'effacement ou l'atomisation des actionnaires dans l'anonymat par leur trop grand nombre. Ce mode de gouvernance d'entreprise est connu sous le terme d'entreprise *« Chandlerian »* ou *chandlerian firm* en anglais.

[463] Le terme « Chandlerian » retrouve son équivalent dans le concept de régime de croissance dite « fordiste » par l'école de la régulation. Cette période correspond à la période des trente-glorieuses en France[747]. Ce régime de croissance repose sur quatre piliers institutionnels principaux *inter alia*[748] *:*

- Le rapport salarial « fordiste » fondé sur les bases d'un compromis capital/ travail organisant un partage des gains de productivité en parallèle avec les principes taylorien de l'organisation scientifique du travail. Ce rapport est né d'une négociation continue entre le patronat et les syndicats favorisant une hausse rapide des salaires.
- Une politique économique active, budgétaire et monétaire avec comme objectif l'accroissement de demande adressée aux entreprises

[746] *Op cit,* Laurent Batsch, P.10
[747] R. Boyer, *Théorie de la Régulation*, 2004, Paris, La Découverte Repères
[748] Dominique Pluhon, *Le Nouveau Capitalisme*, 3e édition, 2014, Collection La Découverte Repères, P.40

- L'Etat providence constitué d'une forme de solidarité entre les classes sociales et entre les générations donnant lieu à un système de protection sociale
- Un système d'intermédiation financière dominé par les prêts bancaires à des taux d'intérêts faibles contrôlés de près par les autorités monétaires. Ce système d'intermédiation financière administrée permet l'accumulation du capital productif supporté par l'endettement bancaire à coût du capital stable et bas. Ce système incite à l'expansion de l'investissement productif par les entreprises.

[464] L'expansion des groupes d'entreprise « *Chandlerian* » trouve son support dans la théorie économique de l'entreprise allant vers l'intégration verticale de la firme. Tel que mentionné plus haut, l'expansion des entreprises coïncide avec une abondance de trésorerie et de capital productif des entreprises dû à un faible coût de capital. La politique de « *volker shock* » prise par le gouvernement américain pour lutter contre la stagflation conduisait à un bas coût de capital amenant les entreprises « chandler » ou « fordiste » à se constituer en groupe tentaculaire ayant des multiples noyaux de métier. Ce modèle de croissance par la stratégie de diversification industrielle sera remis en cause toujours dans le cadre de la domination financière mais dirigée par des nouveaux acteurs – cette fois financiers – sonnant la fin du capitalisme managérial. Ce seconde phase sera abordée en seconde partie et composera le cœur de la financiarisation. Mais en premier, la logique d'expansion industrielle par la voie d'une intégration verticale et horizontale propre au régime « *Chandlerian* » ou « *fordiste* » sera explicitée tenant compte de son statut préliminaire à la montée des institutions financières.

[465] Avant d'aborder le parallèle entre le concept « *Chandlerian* » de la firme et les théories d'intégration verticale, une courte exposition sur quelques différentes théories économiques de l'entreprise et sa corrélation avec la théorie de gouvernance d'entreprise s'avère nécessaire.

[466] En premier lieu, la théorie des droits de propriété (TDP) et la théorie de l'agence (TA) constituent des fondements solides pour appréhender l'émergence du concept de gouvernance d'entreprise.[749] La théorie de propriété postule que les droits de propriété constituent une forme d'institution sociale délimitant les privilèges des individus pour des actifs spécifiques. Elle a été soutenue pour la première fois par Adam Smith dans sa transposition de gouvernance des sociétés par actions avec une séparation entre le management assurant la gestion et les actionnaires ayant un rôle passif de perception de dividendes. Cela démontre l'importance de droit de propriété dans la phase embryonnaire de la gouvernance de l'entreprise. Par la suite, inspirée par la théorie de propriété, la théorie positive de l'agence connaît un début. Alchian et Demsetz procèdent à une approche conceptuelle dite de l'approche Principal-Agent. Le cadre opératoire de la théorie repose sur la notion de coordination et de contrôle appliqué à la gestion des organisations et centrée sur les dirigeants.[750] La théorie d'agence construit une configuration de la firme comme un « nœud de contrat » implicites et explicites réagissant les relations entre la firme et ses principaux partenaires. La relation d'agence révèle des problèmes récurrents propres à la coordination tels que l'asymétrie informationnelle et d'incomplétude contractuelle, d'aléa moral et d'anti sélection. La poursuite de maximisation des intérêts personnels des parties engendre des coûts d'agence. Les coûts peuvent être classifiés en trois types [751]:

- Les coûts de contrôle, de surveillance ou d'incitation subis par les Principales dans une tentative d'orienter le comportement de l'agent
- Les coûts d'obligation ou de dédouanement supportés par l'agent pour prouver son *compliance* à l'agent
- Les coûts résiduels ou d'opportunité subis par cause d'une existence de redevances non-compensées par les coûts d'obligation

---

[749] Darine Bakkour, *L'approche contractuelle du concept de gouvernance, Etudes et Syntheses* Laboratoire Montpéllierain d'Économie Théorique et Appliqué Unité Mixte de Recherche (LAMETA UMR), ES n°2013-04, P.4

[750] Brousseau, E. et, Glachant, J-M, 2002, *The Economics of Contracts ; Theories and Application*, Cambrigde University Press, United Kingdom, 584 pp

[751] Jensen, M. et Meckling, w. 1976, Theory *of of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure »*, Journal of Financial Economics 3, 305 -360

[467] La théorie positive de l'agence forme un cadre analytique autour de l'arrangement institutionnel optimum dans le but d'obtenir un mode de coordination efficace. L'approche inclut des mécanismes contractuels et institutionnels mettant accent sur les mécanismes de rémunération et d'incitation.

[468] L'élaboration concise du concept d'agence et des coûts de transaction dévoile une apparenté claire entre les fondements épistémologiques des théories de gouvernance aux principes de micro-économie sur la rationalité et l'incitation et d'une manière conséquente aux fondements même de l'analyse économique du droit. L'emploi de la notion des coûts de transaction dans la construction coordinatrice des relations propre à l'organisation de l'entreprise devient un caractère central de la théorie. Parmi les penseurs pivot de la théorie des coûts de transaction se trouve Williamson. Selon ce dernier, l'économie des coûts de transaction consiste dans une analyse de l'organisation économique sous l'angle des relations contractuelles. Cette approche avance l'idée selon laquelle les individus dotés d'une rationalité limitée et confrontés à l'incertitude générée par l'environnement opérationnel de production procède à une forme mitigation des risques liée à l'incertitude à travers les relations contractuelles. Les différents types de transactions déterminent la structure organisationnelle spécifique encadrant ces transactions respectives.[752] L'approche propose trois catégories génériques de gouvernance : les « marchés », les « hiérarchies » et les « forme hybrides » ainsi que les « bureaucraties ».

[469] L'emploi des contrats comme moyen de coordination des relations et de gestion de coûts ramène au premier plan le rôle et importance des contrats. Le Théorie des Contrats Incomplets (TCI) apparaît dans cet environnement théorétique. Au départ le TCI aborde les problèmes d'allocation des droits de propriété par rapport à l'incitation à l'investissement et à la répartition du surplus résiduel.[753] Le père fondateur de cette théorie est Hart (1986). La théorie identifie plusieurs notions centrales. Premièrement, la notion d'existence d'un contrat

[752] Oliver Williamson, *Contract and Economic Orgnization*, 2000, Revue d'économie industrielle 92, 2e et 3e trimestres, 55-66

[753]Darine Bakkour ; *Op cit,* P. 9

hypothétique parfait connu sous le terme de Contrats Contingents Complets (*Complete Contingent Contracts / CCC/ Arrow-Debreu* Contracts*).* Le CCC est un contrat prenant en compte la totalité des événements futurs pouvant affecter la relation contractuelle.[754]Le CCC assume que tout événement futur peut affecter la relation contractuelle. La nature hypothétique du contrat résulte de l'impossibilité pratique de formuler un contrat parfait tel que le CCC avant la phase d'exécution du contrat (*ex-ante).* Les Agents ne peuvent pas anticiper toutes les obligations liées aux états de la nature possibles. Cette condition initiale d'être dans l'impossibilité de structurer un contrat complète entre les Agents résulte par défaut dans une incomplétude contractuelle.[755] Les sources de l'incomplétude contractuelle sont liées à la nature des Agents et à l 'environnement contractuel *inter alia*[756] *:* (1) La Rationalité limitée ; (2) L'incertitude (au sens de Knight, 1921) et la complexité environnementale auxquelles sont confrontés les agents.

[470] La théorie des contrats incomplets s'installe dans un cadre plus vaste du corpus théorétique de la théorie d'incitation et du contrat en se référant aux fondations de la notion de droit de propriété. Dans le processus théorétique, une voie d'analyse alternative commence à être pavée et se détache de l'incomplétude élaborée à partir des théories des coûts de transactions.[757] Ce développement favorise la thèse de non-vérifiabilité par la tierce partie (le Juge) malgré la reconnaissance d'une information partagée et connue par les parties à l'exclusion du juge. Ainsi, l'asymétrie d'information existe entre le juge et les parties contractantes. Ce développement reconnaît encore la notion de rationalité limitée de l'ensemble des parties comme source de l'incomplétude contractuelle.

[471] Dans son ouvrage, Chandler avance la proposition - imbibée du déterminisme technologique - favorisant l'intégration verticale de la firme dans le cas où une l'efficience économique dans une relation inter-organisationnelle peut

---

[754] Richard Craswell, Foundations of *Contract Law: General Theories*, 1999, Foundation Press, P.1

[755]Chabaud, D., Glachant, J_M, Parthenay, C. et Perez, Y, (2008), Les grands auteurs en économie des organisations, ems Management & Société, Coll, Grands Auteurs, Paris, P.292

[756]M Hand Farès et Stéphane Saussier, *Coûts de Transactions et Contrats Incomplets*, Revue Française de l'économie, Volume 16 N°3, 2002, Pp.193 – 230, P.198 accesible sur http:// Persee.fr

[757]*Ibid*

être obtenue sous une forme de propriété conjointe (*joint ownership).* [758] L'intégration verticale est supportée encore plus en profondeur par des raisons diverses telles que le transfert de risque d'un secteur économique vers un autre[759], la déduction fiscale sur des produits intermédiaires[760], et la minimisation des distorsions engendrées par des facteurs de production dans des marchés monopolistiques[761]. Pourtant, la théorie économique de coûts de transaction représente le courant dominant dans l'explication des phénomènes d'intégration verticale des entreprises. Williamson dénonce le déterminisme technologique comme cause principale d'intégration verticale en imposant des conditions dans lesquelles le déterminisme technologique peut être la cause d'une intégration verticale. [762] Selon, Williamson la forme d'organisation économique est déterminée par la technologie seulement dans les conditions suivantes : (i) S'il existe une technologie unique supérieure aux autres ; (ii) La technologie en question nécessite une structure organisationnelle propre. Williamson fondait sa perspective sur la logique contractuelle aux termes de laquelle l'intégration verticale est nécessaire pour préserver la fluidité d'une série de relations contractuelles et refuse une analyse attribuant un effet anticoncurrentiel à une intégration verticale[763].

[472] D'autres théoriciens contractuels développent une perspective axée sur les éléments de l'information, propriété, et incomplétude contractuelle. Kenneth Arrow constate que l'incertitude dans l'alimentation des produits de la chaine de production en amont conduit à un besoin raisonnable d'information par

---

[758] Alfred Chandler, *Strategy and Strcuture.*Cambridge, 1962 Massachussetes, MIT Press

[759] Carlton,D.W, "Vertical integration in competitive markets under uncertainty, "Journal of Industrial Economics, 27 Mars 1979, Pp. 189-209

[760] Stigler, G. 1951, "*The division of labor is limimted by the extent of the market*", Journal of Political Economy, 59 (Juin), Pp. 185-193

[761] Vernon, J.M et D.A Graham, "*Profitability of monopolization by vertical integration,* "Journal of Political Economy, 79 Juillet Août 1971, Pp.954-925

[762] Williamson, O.E, 1985, The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press: New York, P.87

[763] Williamson, O. E, "*Vertical Merger Guidelines: Interpreting the 1982 Reforms*," California Law Review, Vol. 71, Pp.604-617.p. 614

les sociétés en aval. [764] En support de cette proposition fondée sur l'importance de l'information, Green avance que l'intégration verticale possède comme cause primaire l'externalité d'information. [765] Grossman et Hart (G&H) avaient développé une théorie d'intégration verticale et propriété fondée sur le concept d'incomplétude contractuelle causée par l'asymétrie d'information entre les parties d'un contrat et des parties externes. G&H dans leur théorie ne différenciaient pas entre le droit de propriété et le contrôle en assumant ainsi que la propriété est analogue au pouvoir de contrôle. En plus de spécificité, le droit de propriété est défini comme l'achat des droits résiduels de contrôle considéré comme trop couteux pour être spécifié conduisant ainsi à l'incomplétude contractuelle[766]. Subséquemment, l'intégration verticale selon G&H est l'achat des actifs d'un fournisseur (ou un acheteur) dans le but d'acquérir des droit résiduels de contrôle[767].

[473] En continuant l'idée initiée par G&H, Williamson retrace ainsi l'origine causale de l'intégration verticale aux variables des coûts de transactions et l'attribut de spécificité des actifs.[768] Une série de transactions complétée par un investissement à long-terme dans les actifs spécifiques conduit à une condition de « *lock-in* » favorisant le délaissement des échanges de marché par des entités autonomes au bénéfice d'une unification de droit de propriété[769].

[474] La spécificité des actifs se réfère à la nature d'un actif par rapport à sa fonctionnalité. Un actif peut avoir une finalité d'usage spécifique aboutissant à une quasi-impossibilité d'usage pour d'autres finalités. Dans cette situation l'investissement fait s'avérera plus risqué dans le cas où le contrat impliquant

---

[764] Kenneth J. Arrow.1985, « Informational Structure of the Firm », American Economic Review, Papers and Proceedings 75, Pp. 303-307

[765] J. Green, « Information in economics » in Kenneth Arrow and Seppo Honkapohja, Edition Frontiers of Economics, 1984, London : Basil Blackwell

[766]Il est utile de rappeler que la théorie d'incomplétude contractuelle détermine comme cause fondamentale d'incomplétude contractuelle le coût trop élevé de rédaction d'un contrat contingent complet spécifiant la totalité des contingences futures.

[767] Grossman, S.J et O.D Hart. « The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration, », Journal of Political Economy 94, 1986, Pp.691-719.P. 716

[768] *Op cit,* Williamson, 1985, P.86

[769] *Ibid,* P.53

l'usage de cet actif serait terminé avant la fin du contrat ou si une disruption de contrat prend lieu. Williamson distingue trois types de spécificités d'actif : spécificité absolue, semi-spécificité et actifs non spécifique.[770] La nature liée à la spécificité de ces contrats détermine le type de contrat gouvernant les actifs. Un contrat concernant un actif non-spécifique sera sous le régime d'un contrat de marché classique. Un contrat semi-spécifique nécessite un contrat bilatéral tandis qu'un contrat sur un actif de type spécificité absolue poussera les parties à opter pour une gouvernance unifiée.[771] Il existe plusieurs types de spécificités :

- Spécificité liée à la localisation d'un actif par rapport au coût de transport
- Spécificité liée à un actif physique. Ce genre d'actif peut avoir un usage alternatif mais avec une valeur inférieure à l'usage principal.
- Actif spécifique dédié : Ce genre d'actif prend la forme d'un équipement spécial dont il n'existe aucun usage alternatif et un nombre limité de fabricants rendant le coût d'acquisition et d'investissement important. Un exemple de ce type d'investissements sera une formation liée à la production d'un produit spécifique ou acquise à travers l'apprentissage direct dans la participation à la production. Un autre exemple serait l'expansion d'une unité de production dans le seul but de remplir les demandes en production pour une clientèle spécifique.

[475] Le fil de raisonnement initié par Williamson favorise donc la stratégie d'intégration verticale pour éviter l'incertitude et les coûts de transactions découlant des investissements sans mesures de sauvegardes. Williamson dénonce la possibilité d'aléa moral en forme d'opportunisme d'une partie à la transaction lorsque les actifs concernés dans une transaction deviennent de plus en plus spécifiques. Pour réduire l'incitation à agir en opportuniste, la gouvernance contractuelle classique de marché devrait céder place à l'intégration verticale ou en gouvernance unifiée. Les parties soumises à une intégration rendront leur autonomie et unifieront leurs efforts pour maximiser la production des bénéfices

[770] Williamson,O.E, « *The Modern Corporations : Origins, Evolution, Attributes* », Journal of Economics Littérature, Vol. 19,No.4 (Decembre 1981), Pp. 1537-1568, P. 1554

[771] *Ibid,* P. 1548

en coproduction[772]. Le but final d'une stratégie d'intégration sera donc de concilier différents intérêts d'agents économiques et de rendre plus efficaces les processus des prises des décisions dans la firme.[773]

[476] L'élaboration empruntant la perspective des coûts de transactions démontre la relevance du paradigme poussant les industries « chandlerian » à se constituer en groupe expansif ayant des actifs de productions dans différents « métiers » et secteurs d'industries. Par la suite, le ralentissement économique et la baisse de compétitivité des grands groupes d'industries en Europe et aux États-Unis ainsi que la montée d'un nouveau type d'actionnaires (institutionnels) déconstruira ce mode de pensée rivée sur le coût de transaction au profit de l'idéologie de la création de valeur actionnariale. Les différents mouvements de désintégration verticale (les scissions d'entreprises ou *spins-offs)* en forme de séparation des unités de productions contenants des actifs spécifiques ou semi-spécifique seront complétés par l'ingénierie de nouveau types de contrats. L'intégration des différents fournisseurs sous le même couple d'entreprise a été possible sous l'ère d'entreprise « *Chandlerian* » pour cause de l'hégémonie des directeurs d'entreprises faisant face à un groupe d'actionnaire atomisée par leur nombre. L'abondance des flux de revenu non-distribué permettait la réallocation des investissements vers de nouveaux secteurs de production ou la diversification des productions. La financiarisation de l'économie marquée par la montée des nouveaux « maitres » à bord des entreprises – les actionnaires institutionnels – engendra une logique propre à la financiarisation connue sous le terme de « valeur actionnariale ». Cette logique ôtera la discrétion des directeurs d'entreprise dans la prise de décision sur la diversification des investissements et conduira à un recentrage du métier de l'entreprise.[774] Ce processus sera développé dans les chapitres à venir.

---

[772] Williamson, O.E, *The Economic Institutions of Capitalism*, 1985, The Free Press: New York, P.78

[773] Williamson O.E, "*The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, dans "Firms Markets and Heirarchies: the Transaction Cost Economics Perpsectives*, édité par Glenn R. Carroll et Daid J Teece, Oxford University Press, 1999, pp.17-31, P.23

[774] Laurent Batsch, *Le Capitalisme financier*, 2002, La Découverte, Paris, P.54

[477] Il est ainsi important de souligner que la nature supérieure de certaines technologies en particulier l'internet avait ravivé le déterminisme technologique au détriment de l'argument économique. Dans la suite de la recherche, la déconstruction de la dynamique de financement de l'innovation rectifiera cette vue en réalignant avec la vue centré sur l'économie de Williamson. La position de l'auteur de cette recherche repose sur une vue plus nuancée proposant une forte corrélation entre la dynamique économique et la logique interne d'une technologie dans la détermination d'une structure organisationnelle d'entreprise.

[478] La thèse de la stratégie logique de l'intégration verticale rencontre ses limites dans la réalité économique marquée par un processus de désintégration verticale massive des firmes. Ce phénomène signale ainsi les limites paradigmatiques de la théorie des contrats comme instruments de coordination et d'incitations au profit des analyses centrées sur l'aspect productif.[775] Par la suite de cette recherche, la perspective productive sera plutôt centrée sur l'éclipse de la logique productive et sa substitution par la rationalité de rentabilité financière.

[479] L'hégémonie du modèle de gouvernance « *chandlerian* » distingué par un surplus de flux de revenu non-redistribué aux actionnaires et orienté vers une diversification des secteurs de production prend fin dans les débuts des années quatre-vingt[776]. Les grandes groupes jadis dominant ayant divers noyaux de métiers en forme de regroupement tentaculaires se voient confrontés au ralentissement de la croissance économique et la montée de l'inflation. En Europe, une décélération couplée d'une perte de productivité amenait à une baisse de profits d'entreprises. La méthode taylorienne d'organisation de travail est ainsi dénoncée comme inefficace par rapport aux nouvelles conjectures économiques. Au niveau de la politique économique, la crise conduisait à une nouvelle régulation macro-économique axée sur (i) une politique de rigueur salariale déconnectant l'évolution des salaires des gains de productivités ; (ii) les politiques de libéralisation et de privatisation accompagnées par un recul de la régulation

[775] Olivier Sautel, « *L'évolution de la théorie des contrats incomplets face à la dé-intégration verticale* », Revue d'économie industrielle, 117 | 2007, pp.93-110, P. 109

[776] *Op cit, Laurent Batsch,* P. 10

publique et la réforme du système financier sous la forme de substitution de l'économie de l'endettement administrée par les marchés financiers libéralisés.

[480] Cette crise du régime de croissance taylorien avec comme agent économique principal l'entreprise « chandlerian » rencontre une combinaison de trois autres facteurs macro-économiques suivants [777] : (1) La globalisation financière avec une monté en puissance des marchés financiers ; (2) le vieillissement de la population des pays riches accompagné d'une accumulation d'épargne financière et (3) la montée de l'utilisation des nouvelles technologies de communication et de la communication marquant le début de la troisième révolution industrielle. L'agrégat des trois facteurs cités sonne le début de la financiarisation de l'économie et le capitalisme financier.

[481] En termes de gouvernance le ralentissement de l'économie financière économique et la chute de rentabilité des firmes « *chandlerian* » coïncide avec l'entrée d'une nouvelle classe d'actionnaires puissante désignés comme les investisseurs institutionnels pleinement alimentés par le surplus d'épargne et les fonds de pensions. Ces actionnaires rappellent aux dirigeants que leur mandat est de maximiser la richesse des actionnaires. La troisième ère de gouvernance financière commence avec une ligne directive : la maximalisation de la valeur actionnariale.

[482] La montée en force des actionnaires institutionnels en lien avec des fonds d'investissements significatifs en montant de capital bascule le rapport de force dans la direction des entreprises en faveur des actionnaires.[778] Pourtant la conjecture économie des années quatre-vingts donnent naissance à deux types différents d'institutions financière pourtant tous deux nées de la phase de gouvernance actionnariale activiste : (i) les fonds opérant par le biais des marchés cotés et (ii) les fonds opérant par le non coté.

---

[777] *Op cit,* Dominique Plihon, 2014, P. 42

[778] Une des sources de financement et refinancement des fonds d'arbitrage ou du capital investissement est constituée par les fonds de pensions en forte augmentation selon les données de l'OCDE, dépassant en 2015 la somme de 25 000 milliards de Dollars dans les pays de l'OCDE. Les données peuvent sont accessibles sur le lien: http://www.oecd.org/finance/Pension-funds-pre-data-2015.pdf

[483] Le premier type de fonds est représenté par les *hedges funds* (fonds d'arbitrage) tandis que le second type de fonds est le domaine du capital investissement (*private equity).*[779]Les dichotomies fondamentales entre les deux différents types de fonds résident dans leur mode opératoire et terrain d'intervention. La stratégie des *hedge funds* activistes est toujours axée autour des marchés cotés comme source et pièce maitresse de création de valeur actionnariale. En utilisant les produits financiers côtés, les *hedges funds* prennent une participation majoritaire dans une société pour effectuer un arbitrage lors d'une opération de fusion, exercer un contrôle sur la politique actionnariale sans pour autant acquérir la totalité de l'entreprise.[780] L'horizon d'investissements des *hedges funds* est à court terme et hautement dépendant d'une stratégie de valorisation des participations actionnariales.[781] Contrairement aux capitaux investissements, les *hedge funds* optent pour un activisme au conseil d'administration en forme de négociation, de pression par une formation d'alliance avec d'autres membres de l'actionnariat ou en prenant une position hostile.[782] Les *hedges funds* constituent un intermédiaire entre les actionnaires majoritaires importants et les actionnaires externes actifs conduisant à une forme de gouvernance disciplinaire des dirigeants des entreprises cotées spéciale.[783] La forme de gouvernance d'entreprise exercée par les *hedge funds* s'inspire de l'efficience propre aux marchés de capital et à l'autorité effective[784] propre aux actionnaires majoritaires et membres de la direction. Dans leur mode opératoire, les *hedge funds* forment des blocs d'actions de 5% - 20% d'actions ou plus et tentent d'activement influencer la stratégie d'entreprise pour faire évoluer la valorisation des titres cotés en bourse.

---

[779] Ghizlane Kettani, Université Paris-Dauphine, *Hedge funds* activists, *private equity* et *corporate governance*, Complément D du Rapport du Conseil d'Analyse Economique realisé en PAO par Chirstine Carl, 2008, Paris, La Documentation Française, Pp.167-178, P.172

[780] *Ibid*

[781] Alon Brav., W. Jiang, F. Partnoy et R. Thomas, « *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance* », *ECGI Finance Working Paper*, n° 139/2006, Novembre, P.35

[782] *Op cit,* Ghizlane kettani, P. 174

[783] *Op cit, Alon Brav et. Al, P. 35*

[784] Alghion P et Jean Tirole, "*Formal and Real Authority*", Journal of Political Economy, vol. 105, 1997, n°1,pp.1-29

[484] L'intervention des *hedge funds* forcera les entreprises à considérer des stratégies de valorisation à court terme souvent au détriment des stratégies à long terme. Ainsi, les cibles favorites des *hedge funds* sont des entreprises sous évaluées par le marché ou des entreprises confrontées à une diminution de valeur productive et une augmentation des coûts de production importante. L'intervention des fonds d'arbitrage relancera l'entreprise par les stratégies telles que : (i) pression sur les dirigeants à sacrifier les unités peu rentables, (ii) le recentrage de l'entreprise autour d'un métier noyau (souvent l'originel), (iii) la vente des actifs et (iv) la redistribution plus importante des flux financiers en forme de dividendes. Les fonds d'arbitrage servent donc d'agent rectificateur de valeur et agent disciplinaire pour les entreprises dont les valeurs sont en dé-corrélation complète par rapport aux marchés financiers.

[485] Un exemple récent de l'impact de stratégie des fonds d'arbitrage serait le cas de l'entreprise Britannique Roll Royce. L'entrée en capital du fonds d'arbitrage américain *Value Act Capital* relance les scénarios d'un possible recentrage stratégique de l'entreprise en forme de scission de différentes divisions de l'entreprise ou la privatisation tout courte[785]. Le fonds d'arbitrage reconnaît un plus grand niveau de liquidité par rapport aux fonds de capital investissement et n'impose pas une période d'immobilisation longue (*lock-up period)* à ses souscripteurs.[786]

[486] Le seconde type d'institution financière née des conjectures économique des années quatre-vingts est le capital-investissement. Le capital investissement s'opère dans le terrain du non coté et possède un horizon d'investissements à long terme. Pour cela le capital investissement se distingue en principe des fonds d'arbitrage par sa nature fondamentale d'être des investissements marqués par l'illiquidité. Ce caractère propre au capital investissement impose une sélection particulière du type d'investisseurs ou de souscripteurs au fonds pouvant supporter des périodes d'immobilisations (*lock up)*

[785] Graham Ruddick*, Roll-Royce may face break-up after activist hedge fuund reveals stake*, 31 Juillet 2015, TheGuardian version en ligne, Accedé en ligne le 18 août 2015 sur le lien: http://www.theguardian.com/business/2015/jul/31/rolls-royce-break-up-valueact-capital-stake

[786] *Op cit,* Ghizlane kettani, P.176

longues. Ce caractère du capital investissement engendre une forme particulière de gouvernance propre au capital investissement axée sur la création de valeur à longue terme.

[487] Pourtant dans nos développements qui sont suivre, l'étude sur la nature de la logique financière, la financiarisation de l'économie ainsi que sa conjugaison avec la logique technique des outils du web 2.0 révèlera que la nature illiquide des investissements du capital investissement devient un problème naissant provoquant des développements structurels de l'industrie de capital investissement. Le remède institutionnel à l'illiquidité prend la forme d'une déréglementation du droit financier en faveur de la négociabilité des titres.

[488] En revenant sur la différenciation entre les fonds d'arbitrage et le capital investissement la notion du degré de congruence avec les managers rentre en perspective.[787] Auparavant, le capital investissement pouvait être divisé en deux formes principales le capital-risque et le capital transmissions ou *buy outs.* Dans les LBOs (*leveraged buy outs),* les *general partners* du capital investissement emploient la stratégie d'incitation à l'alignement des intérêts du management sur celui des *general partners*. Nous verrons que le capital investissement exploite les outils disciplinaires des incitations telles que la rémunération élevée des dirigeants et la dette[788]. Les *generals partners* sont ainsi deux *insiders* partageant une même orientation stratégique sur la stratégie de la firme cible du LBO conduisant à un niveau de congruence plus important comparé au fonds d'arbitrage. En rappel, le *hedge funds* – détenteur d'un bloc minoritaire - opère par le biais de coalition et d'alliance avec les autres actionnaires pour influencer la stratégie de la direction. Le capital investissement à travers les opérations des LBOs procède à une privatisation de l'entreprise par l'acquisition totale (100%) des droits de contrôle de l'entreprise cible. Le capital investissement partage ainsi le contrôle de l'entreprise avec les *tops managers* de

[787] *Ibid,* P. 171

[788] La dette représente une forme disciplinaire importante compte tenu du fait que son remboursement reçoit un statut prioritaire et à court terme comparé à une participation en titres de parts de sociétés. Dans le cadre d'un LBO, la société sera ainsi forcée de rembourser le prix de son acquisition constitué en forme de dettes structurése. Les flux de trésorerie seront donc orientés vers la maximalisation des remboursements de la dette.

l'entreprise cible. Cette division de pouvoir entre des parties limitée et internes à l'entreprise permet la mise en place des structures d'incitations fortes pour réduire les conflits d'agence.

[489] Le capital-risque comme le capital investissement opérant en amont du cycle de vie des entreprises adoptent la même approche de capital transmission opérant en aval. Le capital-risque emploie une structuration de contrat particulière pour éliminer les problèmes d'agences. Selon Gompers et Lerne, les contrats de financement du capital risque, entre les *general partners* et les *limited partners* tentent de réduire les problèmes d'agences et d'asymétrie d'information à travers la combinaison entre les clauses compensatoires et clauses de restrictions.[789] Par la suite, le capital-risque emploie une structuration de contrats autour d'une graduation progressive des phases d'investissements (*mile stones)* et l'usage des titres convertibles dans les investissements en entreprises non cotées.[790] Les différentes techniques juridiques employées par le capital risque pour réduire l'asymétrie d'information ainsi que l'efficacité comparative de chacune de ces approches sera abordée par la suite.

[490] Après l'exposé du développement du paysage industriel aux Etats-Unis, il est nécessaire de revenir à l'émergence de la nouvelle catégorie d'industrie de finance résultant de la politique anti-inflationniste poursuivie au-delà de gouvernement de Carter et maintenue sous l'administration du Président Ronald Reagan. La disponibilité des réserves énormes en capital financier, la dérèglementation des marchés financiers et la contraction de l'Etat sous une idéologie d'un Etat minimaliste et prônant l'idéologie de « laissez-faire » permettent un foisonnement de l'ingénierie financière. L'innovation financière a été supportée par le renoncement de l'Etat à renforcer des dispositifs de surveillance du droit de la concurrence rendant ainsi le climat des affaires

[789] Paul Gompers et Lerner, *The Venture Capital Cycle*, 2004, Massachusetts: MIT Press, P.38

[790] George G Triantis, *Financial Contract Design in the world of Venture Capital*, The University of Chicago Law Review, Vol. 68. No.1 (Hiver, 2001), pp. 305-322, P.315

favorables aux opérations de fusions[791]. Pourtant les opérations de diversification industrielle et l'expansion en taille par les fusions rencontre ses limites d'efficacité avec la perte en compétitivité des industries des États-Unis face à la montée des concurrences asiatiques notamment japonaise. Le ralentissement de l'industrie aux Etats-Unis sous l'administration Reagan trouve sa source dans la forte valorisation du dollar américain sous l'influence du haut taux directeur imposé par la « FED » réduisant ainsi la compétitivité de l'industrie manufacture aux États-Unis. La productivité de secteur manufacture aux Etats-Unis (3% entre la période de 1984-1985) a été avortée par la forte valorisation de dollar américain à la hauteur de 63% entre les périodes de 1980 jusqu'à mars 1985 équivalent à une taxation d'exportation depuis les États-Unis à la hauteur de 63%.[792] Cette forte valorisation rentre en conjoncture avec l'augmentation de l'épargne salariale dans les économies orientées sur l'exportation comme le Japon attiré par le haut taux directeur aux Etats-Unis. Ceci aboutit à un flux massif de capital étranger vers l'Industrie Financière des Etats-Unis. En illustration, la valeur des actifs financiers de l'Association d'épargne et de prêt des Etats –Unis (*American Saving and Loan Associations*) connaissait une hausse d'une somme de $21 Milliards en 1949, $138 Milliards en 1965 et $249 Milliards en 1979. Les Fonds Commun de Placement à capital variable (*Open ended mutual funds)* reconnaissent une croissance similaire d'une somme en valorisation de $46 Milliards en 1978 à $291.5 en 1983.[793]

[491] L'abondance en capital financier, l'affaiblissement de la rentabilité de l'industrie de manufacture pour cause de la forte valorisation du dollar et la faible valorisation des actions des entreprises américaines cotées en bourse pour absence de dividende distribué, et la dérèglementation financière représentent

[791] Linda Sterns Brewster and Allan, Kenneth D. *Economic behavior in institutional environments : the merger waves in 1980s*, American Sociological Review , 61 (4) : pp. 699-718, P.706

[792] Judith Stein, *Pivotal Decade : How the United States Traded Factories for Finance in the Seventies*, 2011, New Haven, Yale University Press, P.269

[793] *Op cit, Sterns et Allans, 1996, P. 704*

un « effet d'aubaine » pour les nouvelles institutions financières. L'environnement dérèglementé des marchés financiers avait permis aux institutions financières d'émettre des obligations à haut risque (*junk bonds) entre 1983-1989* servant à financer les opérations d'acquisition avec effet de levier (*leveraged-buy outs and acquisitions)* des entreprises américaines cotées[794]. La période de présidence de Ronald Reagan maintenait deux piliers de politique publique notamment (1) le déficit budgétaire énorme, (2) l'accroissement des dépenses militaires[795]. En sauvegardant un environnement dérèglementé du marché financier, les Etats-Unis ont pu s'alimenter d'un flux de capital financier international. Ceci permettait de compenser les déficits et en parallèle donnait naissance à la montée d'une nouvelle classe d'acteurs financiers : les investisseurs financiers institutionnels. La financiarisation commence donc son parcours avec cet événement mais poursuit son développement d'une manière constante jusqu'à présent tout en affectant la vie économique des entreprises au niveau mondial.

[492] La vague de dérégulation financière donnant lieu à la montée en termes de rapport de force des actionnaires et des marchés financiers désignés sous le terme de financiarisation, altère en première ligne les entreprises cotées. À travers l'élaboration historique des origines de la financiarisation, nous découvrons certains traits principaux de l'impact subi par les entreprises résultant de la financiarisation. Le niveau de généralisation de ces traits à travers le paysage industriel permet de considérer qu'un modèle idéal d'entreprise s'était imposé pendant la période de financiarisation et poursuit encore une évolution constante. L'impact de la financiarisation de l'entreprise peut être résumé en cinq manifestations majeures : (1) La souveraineté actionnariale ; (2) le recentrage stratégique des entreprises cotées ; (3) la financiarisation des stratégies ; et (4) la privatisation du processus de l'innovation sous l'égide de la culture de startups.

[493] La financiarisation ramène à un rapport de pouvoir économique dominé par les actionnaires institutionnels imbus dans leurs actions par la seule logique

[794] *Ibid,* P.706
[795] *Op cit,* Alexander Styhre, P. 31

financière. En conséquence, les entreprises cotées sont réduites à la seule valorisation financière. Dans la théorie financière, la valeur ou prix d'un actif financier est déterminée en tant que la somme des flux futurs actualisés qu'elle génère[796]. Cette vision réductrice de l'entreprise est ensuite soutenue par la théorie d'agence et raffinée techniquement par la théorie d'incomplétude contractuelle. Le concept de souveraineté actionnariale ou valeur actionnariale revêt une place prépondérante dans le discours de gouvernance d'entreprise. La valeur actionnariale a été par la suite popularisée par J.M Stern et G.B Stewart qui ont formulé une indicateur de référence dénommé EVA (*Economic Value Added)*[797]. Cet indicateur représente l'excédent du résultat découlant de l'activité par rapport au coût du financement des apporteurs de capitaux. En opération, l'EVA se calcule en multipliant le montant de l'actif économique par la différence entre la rentabilité économique après impôt et le coût moyen pondéré du capital. Un résultat d'EVA positif signifie que la rentabilité de l'exploitation est plus élevée que le coût des capitaux mis à la disposition de l'entreprise (capitaux propres et dettes financières tandis qu'une EVA négative traduit une destruction de valeur pour l'actionnaire.

[494] Pour pouvoir arriver à un calcul de l'EVA, il est préalablement nécessaire de calculer le coût de capital propre. Pour procéder à la compréhension du calcul de l'EVA, il est nécessaire de comprendre quelques formules intermédiaires. Une entreprise détient deux sources de financement[798] : (1) la dette et (2) les fonds propres. Le recours à la dette ou une participation en fonds propres dépend des coûts respectifs. Une différence centrale entre la dette et les fonds propres repose sur le niveau de priorité dont la primauté des créanciers sur les actionnaires dans une procédure de liquidation de l'entreprise. Les actionnaires en tant que créanciers résiduels sont plus exposés aux aléas de la performance de l'entreprise compte tenu du fait que la dette est le plus souvent assurée par un collatéral soumis au régime du droit de sûreté. La nature plus risquée des

[796] *Op cit,* André Orléan.1999, *Le pouvoir finanicer*, P.17
[797] Op cit, Frédéric Parrat, P.119
[798] Jean-Pierre Biasutti et Laurent Braquet, *Comprendre le système financier : De la croissance à l'instabilité*, 2014,Paris : Bréal, P.19

participations en fonds propres par rapport à la dette est compensée par l'attribution des droits de s'immiscer dans les affaires de l'entreprise.[799]

[495] En premier lieu, le coût de la dette considère la charge d'intérêts versés et l'impôt sur la société. Ainsi le coût de la dette se calcule par la formule suivante :

Coût de la dette = Id x (1- Is)

Dont :

Id : charges d'intérêts versés

IS : taux de l'impôt sur les sociétés

[496] À la différence avec la dette, la rémunération attribuée aux investisseurs en fonds propres intègre l'élément de risque dans le calcul des attentes de rendements par la nature résiduelle des investissements en fonds propres. Pour cela, la valeur d'un actif considéré sans risques tels que les bons de trésorerie est intégrée dans la formule. Le modèle dit MEDAF (Modèle d'évaluation des Actifs Financiers) élabore la prime de risque comme tel:

Prime de risque = (Rm-R0) x β

Dont :

Rm : espérance de rentabilité du marché

R0 : rentabilité de l'actif sans risque

[799] Paul le Cannu et Bruno Dondero, *.Droit des sociétés*, 5e édition. 2013, Paris, LGDJ Lextenso éditions, P.76

β : sensibilité de l'action par rapport au marché en coefficient

[497] En connaissant le taux de la prime de risque, le calcul de rentabilité attendue par les actionnaires ou E (Ri) ou coût de capital est ensuite formulé ainsi[800] :

$$E(RI) = R0 + (Rm - R0) \times \beta$$

[498] L'espérance de rémunération des investisseurs en capitaux propres ci-dessus désigné par E (Ri) est l'équivalent d'un taux versé par un actif sans risque en additionnant avec la prime de risque. Par la suite, l'EVA se calcule par la différence entre la rentabilité des capitaux engagés (résultat d'exploitation après impôt) et le coût de capital engagé. La formule mathématique de l'indice référentiel EVA est le suivant[801] :

$$EVA = RE \times (1 - IS) - (K \times CE)$$

et

$$EVA\ (\%) = EVA/CE) \times 100$$

Dont :

RE : Résultat d'exploitation

K : coût global du capital

CE : Capitaux engagés pour obtenir le RE ou capitaux propres + dettes financières

[800] *Op cit*, Frédéric Parrat.2015, *Théories et pratique de la gouvernance d'entreprise*, P.120
[801] Ibid P.123

Il existe plusieurs moyens d'améliorer l'EVA entre autres[802] :

a. Par l'augmentation du poids de l'endettement
b. Par l'amélioration de la productivité de l'exploitation
c. Par la réduction du capital engagé

[499] La première stratégie de l'augmentation de la part de dette explique l'emploi de la stratégie des rachats des actions d'entreprise. Cette stratégie s'avère efficace dans le cas où le coût de la dette est inférieur au coût de fonds propres (après déduction d'impôt sur la société). Une limite de cette approche à l'amélioration de l'EVA réside sur le taux d'intérêt de la dette influençant d'une manière directe le coût de la dette. En d'autres termes, la viabilité de la stratégie d'endettement dépend d'un taux d'intérêt bas à long terme. Une augmentation soudaine du coût de la dette peut au contraire conduire une destruction de la valeur.

[500] La seconde stratégie se traduit par une amélioration du résultat d'exploitation (RE). Il existe trois leviers : réduction des coûts, l'accroissement de la productivité interne et l'augmentation de la rotation des actifs.

[501] La troisième stratégie s'opère par une stratégie de recentrage des activités sur les activités les plus rentables constituant le noyau de métier de l'entreprise. En addition, les entreprises peuvent avoir recours à l'externalisation des activités. Ces deux stratégies sont de nature pivot dans le processus de la financiarisation et seront abordées par la suite.

[502] Une autre méthode de calcul de la valeur actionnariale est l'indicateur de référence MVA (*Market Value Added).* Le MVA calcule l'ensemble des flux anticipés par les marchés financiers [803] . La formule opérationnelle du MVA est la différence entre la valeur de marché des capitaux engagés (VM) et leur valeur comptable. L'idée fondatrice de cet indicateur de référence réside dans l'idée sous-jacente que l'entreprise crée de la valeur dans le

[802]Ibid, P.124- 128
[803] *Ibid,* P.129

cas où la valeur boursière ou vénale (pour les entreprises non-cotées) augmente plus rapidement que ses fonds propres comptables.

[503] Les deux indicateurs de référence de la valeur actionnariale citée ci-dessus reposent sur l'idée de la primauté de la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires mesurée en comparaison avec l'opportunité d'investissements dans un autre secteur industriel ou actif financier. Une entreprise peut connaître une croissance par l'expansion organisationnelle mais si l'EVA s'avère négatif malgré les affaires florissantes alors les actionnaires et investisseurs considèrent qu'une destruction de valeur a eu lieu. En plus, la valeur d'EVA et MVA est mesurée par rapport à la rentabilité structurelle des projets d'investissements. L'objectif des dirigeants d'entreprises sera donc de procéder à des projets et investissements garantissant la rentabilité intrinsèque supérieure au coût des capitaux investis.

[504] Les deux indicateurs (EVA et MVA) sont fortement critiqués pour favoriser les opérations à court-terme dans le seul but d'accroître l'EVA[804]. Une création de valeur peut être obtenue par la réduction des investissements, des charges d'exploitation et la réduction de la qualité des produits proposés aux clients ou par la diminution en quantité des masses salariales[805]. En plus de cela, l'EVA est mal adapté pour évaluer les entreprises évoluant dans des secteurs nécessitant des investissements à long-terme et rarement rentables à court terme tels que le secteur de nouvelles technologies. Le secteur des nouvelles technologies qui sera abordé dans un développement spécifique fonctionne sur des principes économiques particuliers. Les entreprises de la nouvelle technologie doivent procéder à un surinvestissement dans les premières années du cycle de vie de l'entreprise parce que la seule manière d'assurer un marché soutenu et croissant se fait par l'imposition d'un nouveau modèle économique au marché. En

---

[804] *Ibid,* Frédéric Parrat. *Théories et pratique de la gouvernance d'entreprise*, 2015, P.126

[805] *Op cit,* Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, 2004.*Dérivés du capitalisme financier*, P.26

d'autres termes les résultats d'investissements des entreprises de la Nouvelle technologie s'évaluent par une croissance à long-terme.[806]

[505] Pour cela, les institutions financières (capital investissement) opérant dans les investissements en amont dans les entreprises non-cotées à haute croissance acceptent l'illiquidité des investissements pour une durée déterminée des fonds (aux alentours de 10 ans maximum). Dans le développement actuel les entreprises de la Nouvelle Technologie (NTIC) sont souvent contraintes ou par choix stratégique optent pour un financement et refinancement continu par le biais des investissements en fonds propres découlant du capital investissement et prolongeant ainsi l'entrée en bourse[807]. Les critiques à l'encontre du concept de valeur actionnariale proposent une vision moins centrée sur l'actionnaire notamment avec l'inclusion des autres parties prenantes (*stakeholders)* et partenaires de l'entreprise (salariés, sous-traitants)[808]. En résumé, à travers l'explication de l'élaboration des différentes formules économiques permettant le calcul de l'EVA, la souveraineté actionnariale peut être comprise comme la mise en exergue de la souveraineté actionnariale permise par le processus de financiarisation et la montée des actionnaires institutionnels. L'indicateur EVA cadre la performance de l'entreprise seulement par rapport à la valorisation et la rentabilisation des investissements en fonds propres des actionnaires souvent au détriment des autres parties prenantes composant l'entreprise. Le caractère péjoratif du modèle de gouvernance financiarisé réduisant l'entreprise à un noyau d'actif financier compose le cœur du modèle des jeunes entreprises innovantes florissantes au *cluster* technologique des États-Unis : le Silicon Valley.

---

[806] Cette nouvelle catégorie de fonds « patients » commence à apparaître en Europe : cf, un article du Financial Times sur l'émergence du capital « patient » en Angleterre : Mura Ahmed, « *Patient capital overtakes VC for UK Techn groups* », 1 Novembre 2015, L'article est accessibhle sur le lien suivant : https://www.ft.com/content/d6420472-7f0f-11e5-a1fe-567b37f80b64

[807] Erik P.M Vermeulen, *New Metrics for Corporate Governance: Shifting Strategies of 'Activist' Investors in an Aging IPO Market* (March 10, 2015), Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2015-1, L'article est disponible sur SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2576510 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2576510 , P.4

[808] Laurent Batsch, *Le capitalisme financier.* 2002, Paris, La Découverte, P.30

B. Le Recentrage Stratégique de la firme et un nouveau modèle d'accumulation

[506] Selon Laurent Batsch, le recentrage stratégique peut être défini comme « un modèle de croissance fondé sur le délestage de tous les actifs non nécessaires à l'exercice du cœur de métier et sur la financiarisation des critères de performances ».[809] Deux types de recentrages marquent le phénomène de la financiarisation : (1) le recentrage financier et (2) le recentrage organisationnel[810]. L'usage de la stratégie de recentrage par les entreprises commence par l'enchérissement du coût de capital causé par le choc pétrolier de l'année 1973. Les entreprises fordistes ou chandlerians constituées en conglomérats avec une activité variée se trouvent dans l'obligation de financer les activités prioritaires désignées sous le terme « cœur du métier » au détriment des autres activités marginales ou secondaires.

[507] Ce phénomène explique la tendance des entreprises à favoriser la désintégration verticale allant à l'encontre de la théorie des coûts de transactions favorisant l'intégration verticale[811]. Cette première phase de recentrage représente un caractère de politique générale des groupes d'entreprises connu sous le terme de recentrage sur le métier.[812] Le financement des entreprises par les marchés financiers et la montée des intermédiaires financiers professionnels (OPCVM, Fonds de pensions et de retraites, assurances) introduit la logique financière dans la stratégie de recentrage d'entreprises fondée sur le couplage entre rentabilité et risque. La montée en puissance de l'institution financière et les professionnels de la finance signale ainsi le début du recentrage financier.

[508] Le recentrage financier aborde la logique financière par rapport aux aléas du futur et aux risques. Une entreprise peut se défendre contre le risque par deux stratégies différentes : (a) l'acceptation des risques accompagnée par une

---

[809] *Ibid,* P.41

[810] *Ibid,* P.167

[811] William Milberg, .*Shifting Sources and Uses of Profits : Sustaining U.S, Financialization with Global Value Chains*, Schwartz Center for Economic Policy Analysis, Department of Economics, The New School for Social Research, Working Paper Series 2007-9, P. Le document de travail est accessible sur le site : http://economicpolicyresearch.org , P.7

[812] *Op cit,* Laurent Batsch, P.42

tentative de réduire la survenance et l'impact des aléas ; et (b) la diversification des portefeuilles des activités pour obtenir une équilibre croisé entre les activités performantes et les activités contre-performantes. Le recentrage financier dans le cadre d'une économie financiarisée dominée par les actionnaires institutionnels avance que la domination repose sur trois idées de base : la souveraineté actionnariale, la théorie d'agence et l'entreprise comme un actif financier. Par cela, malgré la validité de la stratégie de diversification des activités d'entreprise, le recentrage financier attribue le rôle de diversification à la seule discrétion des actionnaires en tant que mandants de l'entreprise[813]. Le recentrage financier permet aux investisseurs d'évaluer la valeur fondamentale de l'entreprise en tant qu'actif financier pour mesurer la rentabilité par rapport aux risques d'investissement en fonds propres des actionnaires. Les actionnaires institutionnels imposent une rémunération de leurs investissements en fonds propres en adossant comparativement au taux de rentabilité générale des marchés financiers[814]. Les gestionnaires de l'entreprise procèdent donc à l'optimisation de l'emploi des fonds propres par rapport à la croissance de l'entreprise. Une bonne gestion se qualifie ainsi par un usage minimum de capital propre avec une rentabilité maximum. Il en résulte que les entreprises investissent uniquement dans les activités de cœur de métier et délestent les actifs n'ayant point un rôle directement complémentaire avec celles-ci.

[509] Le recentrage financier réaligne l'entreprise avec les activités cœurs de leur métier obligeant ainsi le recours aux réseaux de sous-traitance et les stratégies d'externalisation des activités non-essentielles de l'entreprise[815]. Ce mouvement d'externalisation des activités non-stratégiques de l'entreprise conduit au foisonnement des petites et moyennes entreprises (PME) se spécialisant dans

---

[813] *Ibid*

[814] *Op cit,* Frédéric Parrat, *Théories et pratique de la gouvernance d'entreprise*, 2015, P.118

[815] Angelo Salento, Giovanni Masino et Domenico Berdicchia., « *Financialization and Organizational Changes in Multinational Enterprises* », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 144 4e trimestre 2013, mis en ligne le 01 janvier 2017, consulté le 26 juin 2014, URL : http://rei.revues.org/5710, P.147

les activités spécifiques externalisées par les grandes entreprises[816]. Ce recours à la stratégie d'externalisation des activités non-essentielles aux activités cœur des entreprise et le recours constant à un réseau de sous-traitance constitue le recentrage organisationnel. Le recentrage organisationnel permet d'obtenir une flexibilité structurelle. Il ramène aussi les entreprises industrielles à deux fonction principales : (1) l'innovation et conception des produits et (2) la fonction commerciale de distribution[817]. En dépit des aspects positifs et stratégiques des opérations de recentrage, le délestage des actifs et le recours aux contrats de sous-traitance expose les entreprises à une dépendance aux réseaux de sous-traitance et à un risque de désintégration de l'entreprise dans le cas d'une perte de pouvoir de négociation face à l'ensemble des fournisseurs[818].

La financiarisation des stratégies

Stratégie concurrentielle (les marges)	Taux de profit	Réduction et variabilisation des charges et productivité des facteurs
	Maximisation des ventes	(1) Croissance extensive par l'innovation et l'internationalisation ; (2) Croissance intensive : par l'obtention des parts de marchés
Stratégie économique et organisationnelle	Glissement vers l'aval	(1) Contrôle de l'aval (haute valeur

[816] *Op cit,* Ronald J. Gilson, *Locating Innovation : The Endogeneity of technology, organizational structure and financial contracting,* 2010
[817] *Op cit,* Laurent Batsch, P. 64
[818] *Ibid,* P.54

(l'efficacité des actifs)		ajoutée, assemblage) et (2) le recours à la sous-traitance
	Minimisation des actifs	Allègement des actifs externalisations, crédit-bail et rotation du BFR stocks zéro, créances zéro
Stratégie financière (la richesse des actionnaires)	Effets de levier	Levier financier d'endettement et levier de contrôle : structure de groupe
	Dirigeants / actionnaires	Gouvernement d'entreprise, bloc actionnaires et distribution aux actionnaires des dividendes et des rachats d'actions
Stratégie de portefeuille	Recentrage industriel	Allocation sélective des ressources et exploitation des compétences et des réseaux internationales (globalisation)
	Recentrage financier	Assumer le risque plutôt que le diversifier et scissions de groupe

Tableau 18 La financiarisation des stratégies

Source : Adapté de Laurent Batsch, Capitalisme Financier, 2002.

Le tableau ci-dessus illustre les différentes stratégies envisagées dans le cadre d'une croissance fortement orientée par la financiarisation de l'entreprise.

[600] Les événements précédant la financiarisation se traduisent par la rationalisation de l'émergence des nouveaux acteurs de l'industrie financière ainsi que l'impact sur la vie économique par les économistes. La rationalisation se fait par la formulation de différents concepts théorétiques justifiant la montée en puissance des actionnaires relevant des institutions financières sous le concept de « gouvernance d'entreprises » et la « valeur actionnariale » ou *shareholder value* en anglais[819]. Malgré la résistance des modèles de gouvernance alternative telle que le modèle rhénan ou japonais, la gouvernance d'entreprise centrée sur la « valeur actionnariale » tente de s'imposer par l'internationalisation des marchés financiers et la globalisation de l'économie comme modèle unique. Cette thèse abordera les différentes théories principales supportant le concept de valeur actionnariale avec la finalité de dégager un modèle considéré comme idéal par rapport à l'évolution du capitalisme financier.

[601] Par l'approche historique de la financiarisation, trois éléments importants ont pu être identifiés :

1. La montée d'une nouvelle catégorie de professionnel de l'industrie financière souvent constitués en bloc d'actionnaires dominant
2. L'élargissement de l'espace des marchés financiers vers les secteurs jadis privilégiés du domaine bancaire et de l'industrie
3. La privatisation des entreprises cotées à travers des rachats suivis d'une restructuration de l'organisation au profit des institutions financières acquéreurs

[602] Ces trois éléments soulignent une problématique sous-jacente bouleversée par la financiarisation de l'économie dans le droit des affaires

[819] Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, 2004, Paris : Editions Albin Michel, P. 23

aux États-Unis. Elles sont toutes centrées autour des notions de pouvoir, de contrôle et de la propriété privée. La financiarisation modifie la constellation de pouvoirs avec le retour en force des actionnaires au détriment du pouvoir managérial. Mais avant de décortiquer l'impact de la financiarisation de l'entreprise, il est nécessaire de découvrir les racines de la dialectique du pouvoir entre les dirigeants de l'entreprise et les actionnaires constituant le noyau de la gouvernance d'entreprise.

[603] La conclusion importante de l'ouvrage est la suivante : l'économie des États-Unis serait arrivée par l'attribution de négociabilité des parts sociales et du développement des marchés boursiers au stade d'un nouveau développement marqué par la séparation de la propriété et du contrôle[820] Le concept de propriété traditionnelle (libéral) marqué par l'unicité entre le pouvoir du propriétaire comme bénéficiaire de la richesse créée par l'objet de propriétaire, le pouvoir de transformer (contrôler) la substance de l'objet se voit mis en cause dans la différenciation entre la situation réelle et légale de l'actionnaire [821] . Les actionnaires sont ainsi propriétaires possédant le droit de vote aux assemblées générales pour la nomination des membres aux conseils d'administration mais sont dépourvus de contrôle rendant leur droit de propriété incomplet. Berle et Means mettaient en lumière les dangers de l'abus des dirigeants d'entreprises prenant la forme des détournements des richesses de l'entreprise par les dirigeants dans la conduite de la gestion d'entreprise.[822] De plus, la notion technique de la gestion rend difficilement observable par les juridictions la véritable nature des détournements par rareté des détournements purs tels que le délit d'initié ou d'abus de bien sociaux. Tout autre détournement pourra être justifié par l'argument de recours à une stratégie industrielle spécifique.

[604] Dans le deuxième partie du l'œuvre, les auteurs démontrent l'insuffisance juridique de la jurisprudence à rétablir la pleine propriété des actionnaires sur l'entreprise et pallier aux possibilités des détournements commis par les dirigeants. Cette précarité juridique amène au questionnement sur la nature

---

[820] *Op cit* Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, 2004, P. 43
[821] *Ibid*
[822] *Ibid, P. 44*

de l'évolution de l'entreprise par l'avènement de deux innovations juridiques : la société anonyme par action et les marchés boursiers. Deux positions de la jurisprudence américaine peuvent être formulées [823] . Premièrement, une maintenance de la continuité de la notion libérale de la propriété au profit des porteurs de fonds propres. Une autre position fondée sur une perspective contractuelle formulée sur le concept selon lequel les actionnaires acceptent de perdre le contrôle dans l'entreprise au profit d'une plus grande liquidité. Compte tenu du fait que la propriété privée représente la notion centrale dans le droit américain, l'entreprise représente un objet de propriété dont la détention vient d'être transférée aux mains des dirigeants. La financiarisation est caractérisée par ces trois éléments importants dont la montée des institutions financières ayant une capitalisation significative tente de rétablir la souveraineté actionnariale en ramenant le contrôle aux porteurs de fonds propres. Malgré une préférence exprimée par Berle et Means pour la souveraineté actionnariale, les auteurs reconnaissent le concept selon lequel l'attribution de la liquidité par la négociabilité des titres des sociétés anonymes par actions suppose un détachement entre la personne et la propriété.

[605] Le dernier chapitre de l'ouvrage de Berle et Means intitulé *The New Concept of the Corporation* réaffirme l'adhésion des auteurs à la perspective germanique de la société anonyme en citant Rathenau, traduit en ces termes : « la dépersonnalisation de la propriété, l'objectivisation de l'entreprise et le détachement de la propriété de son possesseur conduisent à un point où l'entreprise se transforme en une institution qui ressemble, dans sa nature même, à l'Etat. » [824] En d'autres termes, Berle et Means proposent une perspective « étatique » de l'entreprise où le pouvoir doit être exercé au nom de la communauté que constitue l'entreprise.[825] Cette vision normative de l'entreprise comme institution et non objet de propriété propre au système juridique allemand a été ignorée par le milieu académique tandis que la dialectique entre la propriété et le contrôle ainsi que la séparation des deux a été largement reprise et

[823] *Ibid,* P. 45

[824] A. Berle et Means G, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, New York, Harcourt, Brace and World, P. 309

[825] *Op cit* Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, 2004, P. 46

développée. Les critiques virulentes à l'encontre de la thèse proposée par Berle et Means constituent le vecteur central du développement théorétique débutant depuis l'année 1960 dans la science économique et la théorie de gestion. La financiarisation et la triomphe de la théorie contractuelle marquent la prédominance du paradigme du contrôle par la propriété tout en maintenant les bénéfices de la négociabilité des parts.

[606] Le concept de financiarisation est un ensemble de phénomènes complexes mêlant des conditions macro-économique diverses, le cadre régulateur et des changements juridiques. Pourtant une point commun constituant une trait archétypique se trouve établi notamment (1) la montée en importance de l'industrie de la finance et du marché financier et (2) l'entrée en jeux des entreprises non-financières dans des activités en lien avec les marchés financiers ainsi que (3) la transformation des entreprises en un « noyau d'actif financier » soumis à la rigueur des contrôles du marché financier et les politiques pivot de la création des valeur actionnariale.[826] Les dynamiques sociales, économiques et politiques composent un bloc idéologique nouveau connu sous le terme du néo-libéralisme[827]. Le politique centrale de ce mouvement repose sur le repli de l'état des affaires, la privatisation massive des industries, la dérégulation du marché financier mondial[828]. En revenant à la période marquant le début de l'histoire de la financiarisation - le flux massif du capital venant du Japon et d'autres pays exportateurs vers les Etats-Unis et les changements structurels de l'économie à la période de Ronald Reagan procure une explication aux tendances conjecturelles de l'économie transformées plus tard en doctrine économique axée sur la finance.[829]. Le milieu des économistes américains adopte le discours de l'industrie émergent résultant de la politique de Ronald Reagan en formulant la théorie de décalage mondial (*global shift)* tentant de rationaliser les processus de délocalisation des entreprises considérées « sales » et « à valeur ajoutée faible » vers les économies à coût de production faible tandis que les pays développés

[826] *Op cit, Alexander Styhre,* P. 58-59
[827] *Ibid,* P.27
[828] *Ibid,* P.30
[829] Susan K. Sell, 2003, *Private power, Public Law : The Globalization of Intellectual Property rights*, New York : Cambridge University Press, P.80

doivent adopter une économie fondée sur les industries à forte croissance et innovation.[830]

[607] Pourtant la réalité de l'économie est autrement constituée et se concentre autour de deux éléments importants : (1) le flux massif de capital et (2) la génération des revenus en termes de capital financier et (3) le transfert de richesse de la sphère industrielle et des réserves d'épargne (bancaires) vers les marchés financiers.

[608] L'influx du capital financier attiré par le niveau de taux directeur important et un marché financier dérégulé conduit à une volatilité des taux d'intérêt et des performances des marchés pavant ainsi le chemin vers la création des nouveaux instruments financiers tels que le « *variable rate mortgage* », « *credit default swaps* » et d'autres produits financiers dérivés servant principalement à limiter les risques financiers à long terme[831]. La recherche des nouveaux moyens de limiter les risques inhérents à l'institution financière elle-même constitue un trait caractéristique des marchés financiers. Cette logique d'évitement des risques sera remaniée dans le cadre de la vie d'entreprises et le financement des entreprises. Le flux de capitalisation massive permettait l'obtention d'une plus grande rentabilité du capital par le biais des marchés financiers en comparaison avec les investissements dans les industries de l'économie réelle[832].

[609] La montée des investisseurs financiers à travers les diverses acquisitions avec effet de levier (*Leveraged buy-outs)* avait permis l'adoption du concept de la « souveraineté actionnariale » ou « valeur actionnariale » par les entreprises non-financières et perpétue ainsi le transfert des bénéfices obtenus de l'industrie vers les investissements dans les marchés financiers. [833] L'élargissement de l'espace institutionnel des marchés financiers continue avec

---

[830] William Milberg et Deborah winkler, *Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA*, Cambridge Journal of Economics, 34, 2010, Pp. 275-293

[831] Donald Tomaskovic-Devey et Ken-hou Lin, *Income Dynamics, Economic rents, and the financialization of the U.S Economy*, American Sociological review, 76 (4), 2011, pp. 538-559, P. 545

[832] *Op cit,* Alexander Styhre, P. 50

[833] *Op cit* Tomaskovic-Devey et Ken-hou Lin, 2011, P. 546

l'adoption de la théorie d'agence, une vue de création de valeurs tenues au court-termisme et liées aux dynamiques boursières. Le transfert de richesse du secteur industriel vers le secteur financier en termes de profit se chiffrait à une valeur de 606 milliards de dollar en 2011.[834] Une recherche statistique dirigée par Engelbert Stockhammer précise que le transfert du capital productif de l'industrie vers les marchés financiers provoque une baisse significative de l'accumulation des actifs physiques et productifs par détournement des flux de bénéfice de production vers les marchés financiers[835]. L'hégémonie des investisseurs financiers institutionnels oblige les dirigeants d'entreprises à suivre de près le dictat du discours de la valorisation des actions et de la rentabilité financière en vue d'éviter la restructuration de la comité de direction de l'entreprise par l'assemblée des actionnaires facilitant ainsi le transfert des richesses du secteur productif vers les marchés financiers[836].

[610] La croissance des nouveaux acteurs de l'industrie financière en taille et revenu en termes de compensation devient ainsi le lien entre le secteur industriel et la dictature des marchés financiers dans la vie d'entreprises cotées. D'autre part, le succès du capital risque – faisant partie des acteurs financier institutionnels – dans le financement des nouvelles entreprises à forte croissance dans le secteur du non-coté tel que Google, Facebook dans les phases précédant l'entrée en bourse impose l'hégémonie de la logique financière dans les entreprises non-cotées.

[611] Un point important mis en exergue dans ce développement est l'expansion de la sphère des marchés financiers par le biais des nouvelles institutions financières justifiant la domination de la logique financière dans la vie d'entreprise ainsi que le transfert des richesses alimentant les marchés financiers d'une manière constante. L'hypothèse de cette thèse est que la formation d'une «entreprise financiarisée idéale » marque l'aboutissement du processus de financiarisation et constitue une forme adaptée dans la création des entreprises à

[834] *Ibid* P. 553

[835] Engelbert Stockhammer, 2004, *Financialisation and the slowdown of accumulation*, Cambridge Journal of Economics Vol.28 No.5, 2004, pp. 719-741, P.738

[836] *Ibid.*P. 739

forte valorisation dans le domaine de la haute technologie et pharmaceutique. En d'autres termes, le modèle de « l'entreprise financiarisée idéale » intégrera les différents développements hérités du processus de financiarisation et ne peut survivre que dans un milieu fortement privatisé, dérégulé avec une dominance de l'institution du marché financier.

Section II. La théorie contractuelle, *liberal market economy* et la nouvelle firme financiarisée

A. Les start-ups : les nouvelles firmes entrepreunariales financiarisées

[612] Depuis les années 1980, le phénomène de la financiarisation de l'économie tel que décrit précédemment accompagne la révolution technologique et la concurrence internationale.[837] Les trois conjectures socio-économiques altèrent la réalité nécessitant une réadaptation de la théorie économique de l'entreprise. Un économiste français, Virgile Chassagnon propose une analyse économique et juridique de la firme sous le concept de la « firme moderne »[838]. Selon Chassangnon, la firme moderne repose sur quatre caractéristiques intrinsèques *inter alia :* (1) Une industrie « financiarisée » ; (2) un capital humain spécifique ; (3) des actifs hautement immatériels et des activités productives organisées en réseaux.

[613] Par industrie « financiarisée », Chassagnon met en évidence les effets du développement à double face (simultanément positif et négatif) des marchés financiers. La libéralisation des marchés financiers aux Etats-Unis avait permis une plus grande disponibilité de capital pour les « grandes firmes ». Ceci conduisait à une transformation du capitalisme par la « révolution financière ».[839]

---

[837] Véronique Dutraive, "*Introduction. Industrie, finance, innovation et gouvernance dans la crise: vers un changement structurel?*", *Revue d'économie industrielle,* [En ligne], 154 2e trimestre 2016, mise en ligne le 07 Novembre 2016, consulté le 06 Décembre 2016, URL : http://rei.revues.org/6324 P.24

[838] Virgile Chassagnon, *"The Law and Economics of the Modern Firm, A New Governance Structure of Power Relationships* », Revue d'économie Industrielle , n°134, Juin, p.25-50, 2011, P.32

[839] R. G. Rajan et Zingales L, « *The influence of the financial revolution on the nature of firms* », American Economic Review, vol. 91, n°2, 2001, p. 206-211

La facilité d'accès aux nouveaux capitaux reléguait moins d'importance aux actifs inaliénables jadis au cœur du processus de production et en conséquence constituaient le noyau de la firme. Les innovations financières assuraient ainsi l'accès des firmes au financement des firmes et rendaient moins sensibles les entreprises à l'accès aux nouveaux actifs tangibles (machines, bâtiment, etc.). Pourtant, d'autre part, l'organisation des marchés financiers par ses complexifications donne lieu à un risque inhérent à l'institution financière : la montée de la spéculation[840]. La révolution financière incite les entreprises à poursuivre un régime de croissance fondé sur les investissements financiers plutôt que sur les investissements productifs. La révolution financière avait transformé l'entreprise jadis au format « firme de Chandler » en format « financiarisée »[841] La firme de « Chandler » repose sur une complémentarité entre le capital financier et la gestion des dirigeants. Les financiers délaissent le contrôle de l'entreprise aux dirigeants en contrepartie d'une rémunération sous forme de dividendes en corrélation positive en termes de profitabilité avec le gain en compétitivité et prospérité de l'entreprise. Les rendements sont ainsi évalués par rapport à l'anticipation future sur les flux de dividendes.

[614] La nature particulière des titres d'une société anonyme par actions repose sur la négociabilité des droits sociaux par l'échange en bourse. Ce « dédoublement » dans le lexique Marxien, engendre une valeur secondaire en addition avec la valeur fondamentale intrinsèque à l'institution financière : la valeur spéculative[842]. Cette valeur se fonde sur l'évaluation de la rentabilité financière portant sur la valeur des prix et subséquemment les plus-values et moins-values découlant de la dynamique des cours de prix. Ce concept propre à l'institution financière sera abordé plus en détail par la suite. En revenant à l'entreprise financiarisée, la domination des marchés financiers force les entreprises à s'aligner avec l'évaluation des marchés financiers. Les actionnaires encadrent les dirigeants par des mécanismes de *stock-options* et les incitent à

[840] J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, Macmillan et Cambridge University Press, Cambridge, P.158

[841] Bernard Baudry et Virgile Chassagnon.2014, *Les théories économiques de l'entreprise*, Collection Repères, Paris, La Découverte, P.98

[842] André Orléan, *Le Pouvoir de la Finance*, 1999, Paris, Odile Jacob, P.25

poursuivre une politique court-termiste favorisant un retour sur investissement en termes financiers souvent en sacrifiant la productivité à long terme. La firme dans le paradigme financiarisé se résume donc en tant qu'ensemble de revendications financières.

[615] En second lieu, le capital humain spécifique distingue la firme moderne avec les formes précédentes des firmes de capitalisme traditionnel. Ce concept se résume par le retour en importance des actifs inaliénables. Le développement des marchés financiers ouvre les vannes de financement pour les actifs aliénables. Ceci permet à la plupart des entreprises d'acquérir des actifs aliénables. En conséquence, l'économie de connaissance en vigueur dicte une nouvelle dimension de compétitivité axée sur le capital humain spécifique. La firme capitalistes traditionnelle configurait le capital humain comme « immobile » et dépendant des actifs tangibles et physiques de la firme. Ceci explique le minimum d'attention porté par les économistes vers les institutions visant à la protection et la valorisation des actifs de capital humain spécifique. À présent les investissements dans le capital humain spécifique en forme de compétence spéciale des salariés se retrouvent au centre de la formation de l'identité de l'entreprise et un axe important dans l'innovation interne. Le déploiement des réseaux et des plateformes 2.0 à l'intérieur de la firme qui sera ultérieurement abordé démontrera la centralité des salariés dans la poursuite de l'innovation pour une firme. Les mécanismes d'incitation tels que les *stock-options* sont un des exemples de mesures d'incitation avec pour but de préserver la croissance et l'innovation d'une firme dans l'économie de la connaissance.

[616] En troisième lieu, la firme moderne se caractérise par la prédominance des actifs intangibles. Chassagnon distingue les actifs intangibles au sens juridique et organisationnel[843]. Les actifs intangibles au sens juridique peuvent faire objet des droits de propriété tels que les brevets, les marques déposées ou certains logiciels. Les actifs intangibles soumis au droit de propriété sont valorisables financièrement sous la catégorie des marchés connus sous le terme de « *goodwill* » désignant l'attribution d'une valeur marchande à l'actif

[843] *Op cit,* Bernard Baudry et Virgile Chassagnon.2014, P.102

intangible. D'autre part, il existe des actifs intangibles non-mesurables par le régime juridique de propriété tels que la loyauté, la confiance et l'atmosphère organisationnelle. Ces types d'actifs intangibles ne peuvent pas faire objet d'une évaluation financière précise donc sont exclus des régimes contractuels. Pour cela les économistes visent un régime de contrat dit « contrats relationnel » désignant les mécanismes de prise de décision extracontractuelle. Chassagnon défend l'idée d'un départ de la théorie des nœuds de contrats considérée selon lui comme étant trop limitée à la distribution du surplus de production en ignorant la création de valeur par et pour la firme.[844] En plus, les actifs immatériels sont source d'incomplétude contractuelle et de complémentarité. Chassagnon se réfère par ceci à la configuration des firmes-réseaux dont les réseaux et les informations spécifiques détenues par chaque firme juridiquement autonome en totalité constituent au-delà de l'agrégation de ses parties et de ses membres. La vision holiste de la firme est ainsi présente dans le modèle de la firme de Chassagnon. Pourtant, cette recherche diverge du modèle de la firme moderne tout en confirmant les caractéristiques propres à la firme.

[617] La dernière caractéristique de la firme moderne est la structuration des activités verticales organisées en réseaux. L'environnement de l'économie moderne se distingue des pronostics théorétiques des coûts de transactions jadis validés pour les industries sous le capitalisme traditionnel. Auparavant, les droits de propriété sur le capital étaient censés être alloués de manière efficiente permettant ainsi la délimitation stable entre la firme et les marchés. Les entreprises à la Chandler ou fordiste se constituaient ainsi en firme verticalement intégrée pour réduire les coûts de transactions et réduire les risques de *« hold-up »* par les fournisseurs. La théorie des coûts de transactions justifie ainsi l'intégration verticale par l'acquisition des firmes possédant les actifs de production nécessaires. La financiarisation de l'économie et de l'entreprise aboutit à la désintégration verticale de la firme par les stratégies de recentrage des firmes forcées à se concentrer sur les cœurs de métier. Les « modules productifs » entiers

[844] *ibid*

pour lesquels l'entreprise ne dispose point de compétences spécifiques particulières sont ainsi externalisés.[845] Une forme d'interdépendance économique entre un réseau dense des fournisseurs étendant le périmètre économique au-delà des frontières délimitées par des relations d'obligations contractuelles. Les entreprises modernes sont ainsi économique interdépendantes et intégrées sans pour cela être juridiquement intégrées. La constitution en réseau s'explique par la tentative de maintenir la flexibilité dans un environnement devenu hautement incertain.

[618] À travers l'élaboration des diverses théories économiques accompagnant le début, le progrès et l'expansion du processus de financiarisation, nous observons que la science économique tente de s'approprier certains concepts juridiques tout en les interprétant selon une finalité dérivée d'un raisonnement purement économique. En raison des divergences sur le statut des actionnaires par rapport à l'entreprise en tant que « personne juridique » séparée des actionnaires, il tente de justifier la vague de financiarisation en construisant la compréhension de la relation entre l'entreprise et les actionnaires à l'instar d'une entreprise entrepreneuriale[846]. La différence entre une société entrepreneuriale et une société managériale réside dans sa taille, le mode de gestion et les parties prenantes. L'entreprise entrepreneuriale désigne les entreprises individuelles et les entreprises construites autour d'une société à capital fermé tandis que les entreprises managériale se réfèrent aux entreprises fondées sur un modèle de société anonyme cotées. Michel Aglietta et Antoine Rebérioux décrivent les différences organisationnelles :

> « *Les firmes entrepreneuriales se caractérisent par le fait qu'une seule et même personne cumule les quatre fonctions d'entrepreneur (elle connaît le métier, les marchés, elle gère l'incertitude etc.), de gestionnaire (elle organise l'entreprise), de capitaliste (elle est propriétaire des moyens de production) et de travailleur. La part de recette totale qui lui revient, une*

[845] R. A Bettis, Bradley S.P et Hamel G, "*Outsourcing and industrial decline*", Academy of Management Executive, vol. 6, n°1 1992, P. 7-16

[846] *Op cit,* Michel Aglietta et Antoine Rébérioux, *Dérives du capitalisme financier*, P. 54

fois les (autres) services producteurs rémunérés, peut être considérée comme le profit. Ce profit se compose de divers éléments renvoyant à différentes fonctions : une forme de salaire pour le travail managérial et non-managérial, des intérêts pour l'apport de capitaux et un profit « pur » qui rémunère l'activité entrepreneuriale mélange de prise de risque et de capacité à s'orienter dans l'incertitude. Dans le cas d'une firme managériale (ou société anonyme), les fonctions précédentes sont éclatées et propres à des collectifs plutôt qu'à des personnes. Les fonctions d'entrepreneur et de gestionnaires sont réunies au sein de l'équipe dirigeante, qui est salariée. La société elle-même, comme personne morale est propriétaire des moyens de production. Les actionnaires reçoivent sous forme de dividende les bénéfices résiduels en vertu de leur contrat, cette fonction n'ayant pas d'équivalent dans le firme entrepreneuriale » (Dérives du capitalisme financier, P.54)

[619] Pourtant en dépit des dispositions juridiques propres aux sociétés anonymes, les institutions financières ont réussi à exercer leur pouvoir vis-à-vis des dirigeants en usant des sanctions des marchés financier et les actions d'influence au sein des actionnaires par le biais de leur taille en capitalisation importante. La financiarisation sous l'égide de la théorie d'agence et d'incomplétude contractuelle réduit les sociétés managériales à une organisation propre aux entreprises entrepreneuriales. Le succès des entreprises entrepreneuriales à forte croissance ayant une importante valorisation des titres aux États-Unis telles que *Google, Apple et Facebook* sert comme un exemple privilégié validant le modèle. L'entreprise « financiarisée » se fonde sur trois éléments théorétiques relevant d'une transgression : (1) premièrement, une abstraction mêlant d'une manière confuse la propriété sur des participation en capital (titres d'actions) et la propriété sur l'entreprise ; (2) la tentative de limiter les risques de propriété des titres par l'attribution de la liquidité par la négociabilité des titres à travers l'institution des marchés financiers ou les marchés privés de gré à gré (système multilatéral de négociations) ; (3) le

maintien d'une responsabilité juridiquement limitée tout en gardant un contrôle quasi illimité semblable à une propriété sur l'entreprise.

[620] Ce modèle de l'entreprise dite « financiarisée » concédant un pouvoir trop important aux institutions financières et actionnaires marginalisant ainsi les autres acteurs et partis prenantes de la société (*stakeholders)* tels que les travailleurs et les entreprises partenaires rencontre une vive critique de la part des juristes, économistes et académiciens. Divers modèles plus inclusifs, partenariaux ou éthiques de l'entreprise ont été proposées. Frédéric Parrat propose un modèle de gouvernance d'entreprise modulable selon les différentes contraintes et besoins de l'entreprise liés au modèle et stade de développement de l'entreprise sous la forme d'un « cube de gouvernance ».[847] Les trois axes de ce cube sont composés respectivement d'une dimension disciplinaire réglant la marge de manœuvre des gestionnaires dans la création de la valeur, une dimension cognitive portant sur la capture des ressources externes et la rectification des erreurs de raisonnement des acteurs de l'entreprise et finalement une dimension relative à la finalité de la gouvernance (actionnariale, partenariale ou partagée).[848]

[621] Pourtant malgré une résistance accrue face au dictat du modèle considéré comme fallacieux par les juristes, cette thèse défend l'idée selon laquelle le modèle d'entreprises détient certaines vertus. Les raisons soutenant cette prise de position telles que présentées ultérieurement sont dérivées d'une observation dans le développement de l'environnement dans lequel les entreprises opèrent. L'accroissement constant des rôles des institutions financières non-bancaires (capital investissement et fonds d'arbitrage parmi d'autres) dans le financement de l'innovation et des entreprises innovantes d'une part et l'hégémonie des NTIC en particulier avec la généralisation de l'usage des web 2.0 aboutissent à l'inefficacité des modèles « managériaux ». La position prise dans cette thèse ne réfute nullement l'impact de la financiarisation mais avance aussi la position selon laquelle un nouveau modèle de création de valeur est en voie de formation sous la pression de lois particulières de l'économie du savoir et de

[847] Frédéric Parrat, *Théories et Pratiques de la Gouvernance d'Entreprise : Pour les Conseils d'Administration et les Administrateurs*, 2015, Paris, Maxima, P526

[848] *Ibid,* P.523

l'innovation. Malgré la pertinence du modèle incluant le concept « politique » proposé par Chassagnon, cette recherche maintient la fondation contractuelle pour les raisons formulées à travers les développements suivants.

B. La privatisation de l'innovation et le capital risque

[622] Une tendance généralisée axée sur la poursuite d'une rentabilité dépassant la ROI (*Return on Investment,)* en conjonction avec la chute de profitabilité offerte par les acquisitions avec effet de levier (*leveraged buy-outs)* et les opérations conventionnelles en bourse incitent les nouveaux acteurs financiers (le capital investissement) à revoir d'autre ressources à fort potentiel de rentabilité financière. La nouvelle source d'une rentabilité à la hausse était l'industrie naissant de l'internet s'achevant par l'explosion de la bulle d'internet à la fin des années 90[849]. Pourtant l'évolution de l'architecture de l'internet d'une structure statique vers une forme 2.0 marquée par une structure interactive attribuant un statut de consommateur-créateur aux utilisateurs de l'internet procurait une nouvelle source d'innovation pour l'industrie de l'internet. La réussite des jeunes entreprises opérant dans le secteur de la nouvelle technologie situé dans la Silicon Valley redonnait un nouveau souffle à l'industrie de la nouvelle technologie de l'information et de communication. Un nouvel écosystème d'innovation apparaît soutenu par l'industrie de capital-risque et les jeunes entreprises innovantes à forte croissance et valorisation.

[623] Une diversité de recherches ayant le capital risque ou le financement de l'innovation comme thème central foisonne dans cette période de seconde « boom » technologique. Pourtant, la plupart des recherches majeures qui conduisent à trouver une corrélation positive entre le rôle de capital-risque avec une performance accrue de rentabilité financière des projets ainsi qu'avec une montée en innovation se révèlent décevantes[850]. Une recherche expose même une

[849] Gilles Mougenot, *Tout savoir sur le capital investissement*, 2014, Paris : Gualino lextenso éditions, P.52

[850] Ceci sera abordé plus en profondeur dans la deuxième partie de la thèse avec une analyse de la théorie du Professeur Gilson relative au lien entre l'industrie de capital risque et les marchés financiers.

compétitivité plus faible de rendement des investissements du capital risque par rapport à un investissement classique dans un panier d'actions des entreprises publiques (CAC 40 ou SP 500).[851] En dépit d'une mise en doute de la rentabilité financière du capital risque, le rôle du capital risque s'avère toujours nécessaire pour les deux raisons suivantes :

1. Le capital-risque constitue un pont entre les investissements publics et la valorisation commerciale des projets par les marchés[852].
2. Le capital-risque permet l'exploitation des idées, projets et technologies de manière optimum en forme de projets *ad hoc*.

[624] Premièrement, contrairement au mythe fondateur de Silicon Valley constitué à partir d'une organisation pure par un marché efficace, l'Etat détient un rôle essentiel dans l'établissement de règles, le financement de la recherche et l'achat de premières manufactures de matériel informatique. [853] Neil Fligstein, sociologue américain spécialisé dans la thématique portant sur les marchés déconstruit la survalorisation de la thèse de coordination économique par les marchés. Il retrace l'origine de l'industrie innovatrice de la Silicon Valley à une relation étroite entre les premières industries technologiques et les dépenses militaires du gouvernement fédéral américain. La première entreprise électronique de Silicon Valley (*Hewlett Packard*) dépendait grandement de son statut de fournisseur de l'armée américaine en technologie de défense. L'entreprise elle-même s'est constituée à partir d'une coopération entre les chercheurs à l'université de Stanford soutenus par le financement du gouvernement fédéral et concrétisée par la création en forme d'entreprises privé dans la Silicon Valley.[854] La multiplication des activités entrepreneuriales dans la région attire la formation de nouveaux types de financiers plus enclins à supporter l'incertitude et les risques des marchés : le capital-risque.

---

[851] Dian Mulcahy, May 2013, Six Myths about Venture Capitalists, Harvard Business Review, Entrepreneurial Finance, L'article est accessible sur le lien suivant : https://hbr.org/2013/05/six-myths-about-venture-capitalists

[852] *Op cit*, Alexander Styhre, P.199

[853] Fligstein Neil, Le mythe du marché, In: Actes de la recherche en sciences sociales, Vol. 139, septembre 2001, L'exception américaine(2) pp. 3-12, P.8

[854] Ibid, P.119

[625] Un autre trait important de l'histoire de la Silicon Valley souvent négligé est démontré par le Neil fligstein : le niveau de concentration extrêmement élevé dans les marchés des technologies de l'information. En résultat, la stratégie de croissance dominante était la surveillance des innovateurs technologiques suivis par des rachats et l'intégration technologique des nouveaux gagnants et le maintien de la domination technologique par la stratégie de *lock-in* (verrouillage technologique) instituée par les entreprises dominantes. La structure d'un marché favorisant le rachat par les grandes entreprises établies façonne ainsi le paysage de la Silicon Valley et par la suite établit la norme de base de la culture entrepreneuriale des *start-ups* propagée par l'inter connectivité des économies résultant de la mondialisation.

[626] Ce passage bref portant sur la structure de la Silicon Valley est nécessaire pour comprendre la configuration exacte entre le capital-risque, l'Etat et les entreprises innovantes. L'Etat américain assure l'infrastructure socio-économique de base soutenue par le financement public à travers les achats étatiques et les fonds de bourse de recherches. Par la suite les entreprises se développent en taille et par concentration maintiennent leur croissance par l'achat des entreprises nouvelles financées par le financement privé du capital risque. Cette logique entrepreneuriale complète le paysage de la financiarisation en favorisant une forme d'innovation externalisée de l'entreprise. D'un point de vue de stratégie d'entreprise, la structure entrepreneuriale développée dans l'écosystème économique de la Silicon Valley permet d'isoler d'une part les risques liés à l'incertitude dans le développement des nouvelles technologies pour les entreprises cotées. Ces entreprises sont dorénavant vouées à une stratégie de recentrage vers les activités au « cœur de métier » sous le joug de la financiarisation de l'économie. D'autre part, l'externalisation de l'innovation permet la formation d'une nouveau marché pour le financement de l'innovation avec au centre le capital investissement en particulier le capital-risque.

[627] Cette relation symbiotique aboutit aussi à la formation des *serials entrepreneurs* ou des entrepreneurs se spécialisant dans la constitution des entreprises avec un horizon à court-terme et une finalité de rachat par les entreprises établies. Ce modèle marquera l'émergence d'une nouvelle forme de capitalisme selon Stefan Kühl sous le terme « *exit capitalism* » ou capitalisme de sortie [855]. Ce concept sera exploré dans les prochains développements.

[628] La présence prépondérante de l'Etat justifie la nécessité d'un investissement au préalable d'origine publique en forme de bourse pour les recherches universitaires avec potentiel commercial, son financement par des intermédiaires financier institutionnels et son rachat par les entreprises publiques établies, souvent des sociétés industrielles cotées ou une entreprise technologique monopole. Le capital-risque constitue ainsi un gestionnaire des risques dans le financement externe des recherches et développement de nouvelles technologies reliant les fruits d'une recherche financée par les fonds publics et sa valorisation commerciale par les marchés. Trois points importants relient l'industrie du capital-risque avec le phénomène de financiarisation. Le capital-risque renforce l'idée selon laquelle l'entreprise est un ensemble ou un noyau d'actifs financiers (*bundle of financial assets)* ; le capital-risque assure le renouvellement du cycle d'accumulation de capital et il permet la création de richesse à travers un esprit de compétitivité entrepreneurial dans les marchés[856].

[629] En seconde lieu, le capital-risque et la nouvelle économie entrepreneuriale de la Silicon Valley encouragent l'innovation de et par les marchés. Le processus de financiarisation débutant par la restructuration des conglomérats industriels fordistes verticalement intégrés. Parmi les arguments avancés pour une reprise de pouvoir par les actionnaires et le recentrage stratégique suivi des désintégrations verticales était le manque d'efficacité des grands conglomérats à gérer et exploiter les résultats de recherches internes.

[855] Stefan kühl, *Exit capitalism : How Venture Capital Changes the Laws of Economics*, Working Paper 3/2005

[856] *Op cit*, Alexander Styhre, P.199

Ceci favorise un recentrage des entreprises avec le noyau de métier. À présent, l'innovation provient plus des marchés, financés par le capital-risque et réintégrés par rachat par les entreprises cotées.

L'expertise managériale de capital-risque dans la gestion des projets innovants à fort risque mais aussi à rentabilité égale constitue l'externalisation de l'innovation et son financement comme vecteur de croissance. Le développement de l'architecture web 2.0 renforce cette logique d'externalisation vers les marchés de l'innovation et ajoute un nouveau processus - la démocratisation du financement de l'innovation - avec l'émergence d'un nouvel intermédiaire exploitant l'architecture du web 2.O : la finance participative.

[630] La culture de *start-up* représente une évolution plus avancée du capitalisme financier et du processus de financiarisation. En résumé les éléments constituant ce trait de financiarisation sont (1) la recherche constante des nouvelles sources de rentabilisation financière par l'externalisation des recherches et développement, (2) l'adoption d'une structure des marchés originaires de la Silicon Valley favorisant la privatisation du processus de valorisation commerciale des recherches et développements ; et (3) la diversification des acteurs de l'innovation constituée en entrepreneurs des *start-ups* substituant la domination de l'innovation par les entreprises fordistes marquées par l'innovation managériale. Ce nouvel écosystème donnera lieu à un accroissement de la sphère d'usage des titres financiers surtout les titres de fonds propres (*equity)* dans la structure de financement des nouvelle formes d'entreprises « creuses » au nombre d'effectifs ou travailleurs minimum mais ayant une valorisation financière importante. Ces entreprises s'approchent de fait vers le type idéal d'une entreprise comme un noyau d'actifs financiers.

[631] Le magazine « *The Economist* » dédié aux développements récents des faits économiques, politiques et financiers daté du 24 Octobre au 30 Octobre

2015 aborde une thématique particulière: l'entreprise nouvelle.[857] L'article présente l'évolution de l'entreprise sous l'impulsion des bouleversements de nature économique et règlementaire suivant le fil de la financiarisation de l'économie. En décortiquant les idées principales de l'article, plusieurs idées principales peuvent être résumées comme suit[858].

[632] Premièrement, l'émergence du concept de valeur actionnariale acceptée comme doctrine à l'ère actuelle de financiarisation réduit les managers des entreprises publiques au rôle de mandataires des actionnaires. Les expansions des entreprises publiques (cotées en bourse) en groupes de conglomérats énormes couplés par une déconnection entre le prix des actions et sa valorisation réelle aux débuts des années 1980 suivi par la prise de pouvoir des actionnaires institutionnels transformant les managers en « agents » dévoués à la maximalisation des richesse des actionnaires. L'échec de l'usage des *stock-options* comme moyen d'incitation aux performances des managers s'inscrit dans le processus graduel du capitalisme financier.

[633] En second lieu, l'aggravement du désalignement entre les intérêts des actionnaires et les entreprises listées par l'effet de prolongation des chaines de financement et de rentes séparant les véritables principes (les investisseurs en fonds de pensions) et les agents (l'entreprise). Il faudra prendre en compte le fait que le magazine « *The Economist* » adopte pleinement l'idéologie néolibérale supportant intellectuellement ainsi le processus de la financiarisation et la souveraineté actionnariale au détriment des autres modes de gouvernance.

[634] Troisièmement, l'enchérissement du coût pour une procédure d'introduction en bourse ou l'offre publique initiale (*Initial Public Offering)* pour cause des ramifications du scandale financier de l'entreprise Enron des années 2001-2002 et les crises financières des années 2007-2008. Les séries de régulation stricte servant à restreindre les transactions financières frauduleuses en imposant

[857] Le titre exact de la couverture est « *Reinventing the company* ». Pour le propos de cette recherche, le terme company sera traduit en entreprise t compte tenu de l'approche managériale choisie par l'auteur de l'article. La traduction de « *company* » en « société » dans le sens du droit des sociétés diminuerait l'étendue du concept voulu par l'article cité.

[858] The Economist, 24 Octobre 2015, « *Reinventing the company* » P. 9 - 10

un niveau de surveillance et de rapport comptable plus accru rendent ainsi trop couteuse l'introduction en bourse pour les nouvelles entreprises.

[635] Les trois développements dégagés par l'article mettent en évidence trois maux accablant le modèle de l'entreprises publique aux États-Unis : (1) les conflits d'intérêts entre *principes* et *agents* (Mandant et mandataire) ; (2) le court-termisme de l'horizon d'action des gestionnaires ou managers des entreprises ; (3) Les coûts découlant des régulations. En réponse aux trois maux cités, un nouveau modèle d'entreprise « hybride » émerge fusionnant la capacité d'accéder aux sources de financement disponible dans les marchés financiers tout en maintenant une structure privée (non-cotée). L'article décrit le nouvelle modèle d'entreprise marqué par les triples caractères de l'éphémère, de l'intangible et de la flexibilité.

[636] Les nouvelles modèles se dissocient du modèle industriel fordiste ou chandlerian dominant les années glorieuses du capitalisme industriel correspondant aux années « trente-glorieuse » en France. En termes d'organisation, l'entreprise nouvelle se distingue par une désignation exacte des droits de propriété au sein de l'entreprise gouvernant les relations entre les financeurs (*business angels* ou capital-risque) et les entrepreneurs assurant ainsi un alignement clair des intérêts dans le cadre mandant et mandataire. L'article poursuit la distinction entre cette nouvelle forme d'entreprise naissant avec les trois faiblesses structurelles des entreprises publiques citées auparavant. L'utilisation des critères non-comptables comme indicateur de performances tels que le niveau de production, le nombre de visiteurs d'une plateforme et d'autres indicateurs non-orthodoxes. En plus de cela, la nouvelle modèle d'entreprise exploite d'une manière optimale la capacité flexibilisant des réseaux numériques. À la différence des entreprises industrielles fordiste ou Chandler, l'entreprise nouvelle intègre la révolution numérique permettant ainsi d'imposer une présence mondiale sans pour autant altérer la taille organisationnelle. La large variété de services numériques à la disposition des entreprises tels que le service d'incorporation en ligne, la levée de fond par le biais des plateformes de financement participatif en ligne et la distribution de travail par les plateformes de *crowdsourcing,* la mise en relation avec des distributeurs mondiaux en ligne, et la

structuration des paiements dédiée en ligne entre autres permettent de réduire le coût de démarrer une entreprise.

[637] Malgré une forte tonalité enthousiaste, l'article réduit à un contexte limité l'émergence de ce nouveau modèle. Les limitations sont les suivantes. Premièrement, le modèle d'entreprise nouvelle se concentre principalement dans le *cluster* technologique de la « *Silicon Valley* » et tente d'étendre le modèle dans les années à venir. En second lieu, structurellement l'entreprise nouvelle possède un horizon de vie plus court. La nouvelle entreprise s'introduira éventuellement en bourse ou procédera à une vente à une entreprise cotée en bourse malgré une forte tendance à rester privée (non-cotée en bourse) plus longtemps en raison de la facilité accrue d'accéder aux financements cycliques par les fonds de capital investissements. Troisièmement, la nouvelle entreprise dépend largement des sources de financement privé pendant la durée d'incubation et la majorité du cycle de vie. Ce rattachement aux fonds institutionnels privés attribue un statut élitiste en contraste avec la domination des marchés financiers de l'ère du capitalisme industriel fordiste. L'article conclut ainsi que l'entreprise publique restera un acteur central dans le paysage économique aux États-Unis principalement dans les secteurs nécessitant un investissement en capital important tel que pour les industries d'énergie (pétrolier et gazifière). Le nouveau modèle conviendra plus pour le secteur impliquant un cœur de métier technologique ou exploitant le réseau d'internet.

[638] L'article tente de proposer un modèle d'entreprise naissante à partir des contraintes élaborées par et à travers le processus de financiarisation, les demandes d'une flexibilité organisationnelle accrue pour faire face aux risques, incertitudes et volatilité du secteur des nouvelle technologies ainsi que les avantages apportés par la prolifération rapide des réseaux internet à haut débit. En se référant aux développements précédents, la montée en puissance de la vision de la valeur actionnariale dérive principalement de l'implémentation d'une vision de

l'entreprise entrepreneuriale aux entreprises cotée[859]. Compte tenu des précédents développements sur les théories d'entreprises sous l'ère de financiarisation, la compréhension théorétique du nouveau modèle d'entreprise « financiarisée » se fonde sur deux théories fondamentales : (1) la théorie d'agence et (2) la théorie d'incomplétude contractuelle. L'article démontre clairement le recours aux théories acquises de l'agence dans l'exposé des maux de l'entreprise privée. La description portant sur la flexibilité structurelle, de l'entreprise marquée par la dominance des actifs intangibles, une croissance alimentée par l'usage des réseaux et des services de l'internet (en particulier l'architecture 2.0) et une relation étroite avec l'industrie de capital-risque permet de confirmer que l'entreprise décrite par l'article correspond à l'entreprise financiarisée. Un détour conceptuel s'avère nécessaire pour justifier l'emploi des théories de l'incomplétude contractuelle en dépit des critiques ferventes de la plupart des économistes - surtout français - contre le modèle soutenant la vague de financiarisation.

[639] Premièrement, tel que confirmé par les économistes s'opposant ouvertement à l'adoption des théories anglo-saxonnes supportant le processus de financiarisation, le modèle d'entreprise imposé par les théoriciens de la théorie de souveraineté actionnariale part du type idéal d'une entreprise entrepreneuriale. Ceci convient donc naturellement dans l'approche vers les nouvelles entreprises.

[640] En seconde lieu, un concept modulaire commence à apparaître dans le milieu de la gestion favorisant une malléabilité d'une forme idéale d'une gouvernance d'entreprise. Parmi d'autres, le modèle de gouvernance dit « cube de gouvernance » proposé par Frédéric Parrat permet de composer une typologie graduelle de gouvernance d'entreprise suivant deux leviers principaux : le levier disciplinaire et le levier cognitif[860]. Ces deux variables se posent comme mesure du niveau déployé au sein de l'entreprise en termes de latitude managériale possédée par les dirigeants d'entreprise d'une part et les mécanismes disciplinaires limitant l'espace discrétionnaire des dirigeants. Un point intéressant mis en avant dans le concept de cube de gouvernance réside dans le type de

[859] *Op cit,* Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, P.54

[860] Frédéric Parrat, *Théories et Pratiques de la Gouvernance d'entreprise*, 2015, Paris, Maxima, P.523-530

gouvernance des entreprises innovantes. Frédéric Parrat reconnaît la forte empreinte d'une gouvernance partenariale avec une composante cognitive importante pourtant accompagnée d'une faible latitude managériale accordée aux dirigeants[861]. En d'autres termes, les dirigeants (les entrepreneurs) adoptent une gouvernance partenariale et cognitive mais limitée par divers mécanismes disciplinaires imposés par des investisseurs en fonds propres soucieux d'assurer un retour sur investissements. La valeur partenariale trouvant sa source dans la théorie contractualiste (la firme comme nœud de contrats) maintient la vision fondée sur la résolution des conflits mais soutient une répartition et un partage des valeurs créées au sein d'entreprise non confiné aux intérêts des actionnaires.[862] La mode de gouvernance partenariale vise donc une amélioration de la création de valeur pour toutes les parties prenantes au sein de l'entreprise[863]. L'élément cognitif dans le mode de gouvernance des entreprises innovantes se réfère aux apports des ressources cognitives provenant des certaines parties prenantes. En résumé, la gouvernance de l'entreprise innovante se distingue par une espace discrétionnaire important attribué aux dirigeants dans le but d'optimaliser les apports cognitifs hautement déterminants pour les industries innovante tout en alléguant un contrôle accru des investisseurs. Cette constatation démontre que malgré les forts critiques apportées à l'encontre de la souveraineté actionnariale et la financiarisation, une gouvernance disciplinaire au profit des actionnaires peut toujours coïncider avec une composition cognitive forte et une structure à la base partenariale. L'élément partenarial peut être sauvegardé dans le cadre des incitations fondées sur le mécanisme des *stocks options* des salariés motivé par la logique de *« capitalisme de sortie »* ou *exit capitalisme* décrit dans les développements précédents. Cette configuration ne pourra efficacement exister qu'au sein des jeunes entreprises innovantes soutenues par des investisseurs institutionnels tels que le capital-risque.

[641] En troisième lieu, la formulation d'une théorie de la firme innovante permet d'aborder un modèle d'entreprise dépendante d'une multiplicité de

[861] *Ibid,* P.524
[862] *Ibid,* P.441
[863] *Ibid,* P.447

facteurs en particulier par rapport au « noyau de métier » de l'entreprise. Une tentative de formuler un compromis entre les différentes théories de la firme dans le but de comprendre les dynamiques de l'innovation au sein de l'entreprise conduit à une modèle de firme à construction par tiers[864]. Au centre de l'entreprise (premier tiers), l'entreprise procède à l'intégration des « activités cœurs » de l'entreprise. Le ratio de la théorie des coûts de transactions impose l'intégration des activités cœurs non-attribuables aux marchés. Le second tiers se réfère aux compétences non-clés maitrisées à travers une série d'alliances et des réseaux. Au troisième tiers, les activités périphériques sont couvertes sous l'approche d'un quasi marché à travers les contrats *arm-length (*les contractants sont tenus à distance*)*[865]. La relevance de la théorie de la firme innovante s'interprète à la lumière de l'impact de la financiarisation sur l'entreprise.

[642] La financiarisation force les entreprises managériales fordistes organisées en conglomération à recentrer leur activité Le modèle de l'entreprise entrepreneuriale financiarisée permet de maintenir une flexibilité structurelle par rapport à la volatilité et l'incertitude propre aux secteurs des nouvelles technologiques en s'appuyant sur les réseaux inter-organisationnels et à présent aux possibilités accordées par les réseaux internet sous l'architecture 2.0 tel que le *crowdsourcing* de certaines activités de l'entreprise. Le modèle de base adopté reste ainsi centré sur le modèle de la firme comme un nœud ou noyau contractuel de compléter par une série de stratégie contractuelle et entrepreneuriale.

[864] Patrick Cohendet., Innovation et Théorie de la firme, *In* « Encyclopédie de l'innovation » sous la direction de Philippe Mustar et Hervé Penan, 2003, Paris, Economica, Pp. 383-404, P. 397

[865] *Ibid,* P.398

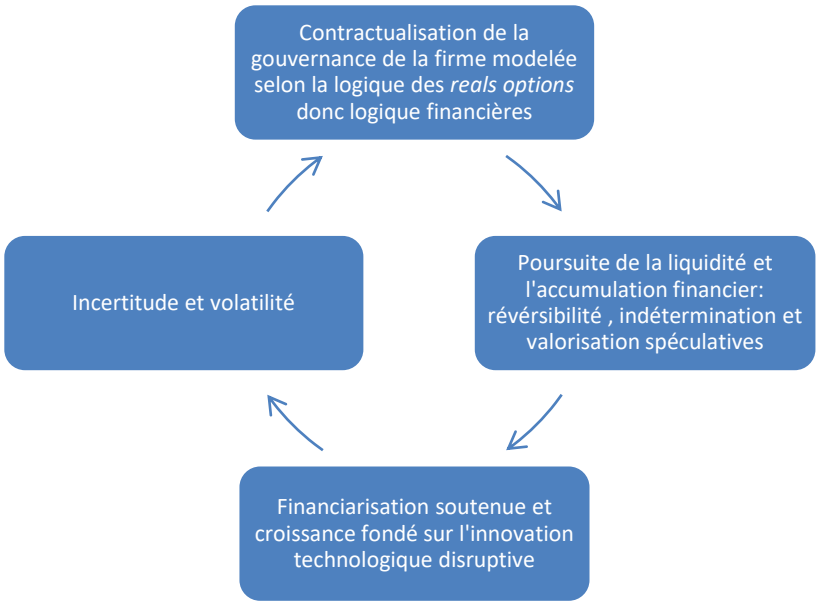


Figure 18 Schéma : Cercle de l'économie sous la financiarisation avancée

[643] Pour terminer, il est intéressant de constater que la financiarisation de l'économie favorisant un mode de gouvernance modelé selon la théorie des contrats et le mécanisme de valorisation des actions par les marchés constitue un cercle économique marqué par la volatilité et l'incertitude. L'expansion des institutions financières et la généralisation de la logique de ces institutions oriente les économies vers l'accumulation de la liquidité monétaire et l'accroissement des richesses par la liquidité financière au détriment du secteur réel. Néanmoins, la financiarisation en découlant garantit l'émergence d'un nouvel écosystème propice à la création entrepreneuriale à base d'innovation technologique comme objectif poursuivi. Cette poursuite de l'innovation externalisée dans des firmes entrepreneuriales est financée en fonds propres à travers le cycle de capital-risque. La nature hautement spéculative, expérimentale et spéculative de ces entreprises se substitue à la stabilité salariale jadis existante sous la firme fordiste. Par conséquent les entreprises publiques préfèrent adopter la poursuite externalisée de l'innovation en gardant une structure de salariat réduite. La gouvernance

contractuelle et axée selon la logique financière se voit ainsi perpétuée en réinitialisant le cycle de la financiarisation avancée décrit dans le schéma ci-dessus.

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

[644] Depuis 1980, la vague de financiarisation déferle sur les Etats-Unis et les pays industrialisés sous l'effet de la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Le vieillissement de la population accroit le volume de l'épargne salariale et les fonds de pensions. Pour les Etats-Unis en particulier, la politique monétaire en faveur d'un taux directeur du *FED* élevé contribuait à la disponibilité en abondance des liquidités monétaires à bas coût par l'entrée des flux financiers d'origine internationale. Ceci initie l'émergence d'une nouvelle classe d'intermédiaire financier puissant. Les organismes de placement collectif deviennent ainsi une alternative d'investissement à l'épargne bancaire à un taux de rémunération faible. Ces placements sont souvent délégués aux gestionnaires des fonds d'arbitrage et de capital investissement. L'accumulation des différents événements économiques cités caractérise l'ère de la financiarisation.

[645] La financiarisation par la suite modifie graduellement la structure économique en favorisant les recentrages stratégiques des entreprises publiques cotée par pression des fonds de LBO et une politique d'actionnariat active des fonds d'arbitrage. Les paysage jadis dominé par des grands groupements d'entreprises publiques verticalement intégrées subit ainsi une fragmentation et désintégration. Cette phase marque la domination des institutions ainsi que la logique financière sur l'ensemble de l'économie incluant le secteur réel et l'industrie. Néanmoins avec le ralentissement des opérations des LBO, l'investisseur financier institutionnel se concentre sur un secteur d'investissement lucratif : le financement des entreprises technologiques à forte croissance : *les start-up.*

[646] La libéralisation des règles d'investissement en faveur d'une politique d'investissement plus diversifiée et tolérante au risque telle que par la clarification du *prudent man rule* de l'ERISA aux Etats-Unis permet de débloquer des sources d'investissement énormes vers l'industrie naissante du capital risque. Les fonds de pensions sont ainsi disponibles pour soutenir le cycle d'investissement de capital-risque. En addition, la montée en puissance des

nouveaux intermédiaires financiers éclipsant le pouvoir des gestionnaires des entreprises Fordiste et Chandlerian a été supporté par la consécration et l'essor de l'hypothèse des marchés efficients (EMH) de Fama ainsi que la vision néo-institutionnaliste de la théorie des contrats. Les deux théories deviennent ainsi les clés de voutes pour une financiarisation soutenue et propagée par la mondialisation. L'hypothèse des marchés efficients positionne les marchés financiers comme un mécanisme de gouvernance efficace sous condition d'une divulgation d'information fiable reflétée dans les prix des actifs financiers. La théorie contractualiste remodèle l'entreprise en la réduisant à un nœud de contrats incomplets. Malgré les effets néfastes de la financiarisation sur l'économie réelle en général et l'industrie en particulier, la financiarisation donne naissance à une nouvelle forme d'entreprise émergente : la firme entrepreneuriale. Ce modèle est l'archétype de la firme soumise au modèle théorique des institutions financières. Ces firmes sont caractérisées par une gouvernance contractuelle fixée sur l'évaluation des prix d'actions sur fond de divulgation d'informations ainsi qu'une concentration sur un noyau de métier particulier.

[647] Par l'élaboration du courant économique néo-classique ainsi que l'analyse économique de droit dérivant de ce courant, il est possible de déduire quelques constatations. Premièrement, l'institution financière dépend d'une divulgation d'informations obligatoires en vertu des dispositions du droit financier. Le marché peut être considéré comme efficient selon certaines conditions. Par la suite, en abordant l'école néo-institutionnaliste américaine, l'efficience des marchés est remise en cause par l'introduction de la notion de la rationalité limitée des investisseurs. Ce courant propose de remédier aux problèmes informationnels inhérents aux marchés financiers par recours à la gouvernance contractuelle. Ce modèle est parfaitement présent dans le modèle de financement de l'innovation par capital-risque. Le mode de gouvernance privilégié par le capital-risque repose sur une contractualisation flexible et une approche interventionniste dans la gestion des entreprises portefeuilles. Ceci est soutenu par des techniques de l'architecture financière et l'échelonnement des

placements rendant possible l'obtention des informations fiables nécessaire à la valorisation des titres de l'entreprise. Toutefois, en abordant le courant néo-institutionnaliste français, une extension sur le cadre de l'analyse établi par l'école néo-classique et néo-institutionnaliste américain devient possible. Par les travaux d'un néo-institutionnaliste français, André Orléan, il est possible de déconstruire l'essence de l'institution financière : la liquidité financière. À travers l'échange des titres financiers, une réallocation des titres de propriété permet de diriger l'épargne vers des utilisations productives par les entreprises. Néanmoins, la réallocation des titres de propriété conduit à une formation des prix. Ce même prix devient un index de référence pour l'échange lui-même sur fond d'anticipation (spéculation).

[648] Par conséquent, le prix s'éloigne de la valeur fondamentale de l'entreprise et s'établit par convention sociale entre les acteurs du marché en se fondant sur une croyance commune. Le processus de formations des conventions est de nature autoréférentielle substituant la rationalité parfaite postulée par le courant néo-classique ou la rationalité limitée du courant néo-institutionnaliste américain avec une rationalité mimétique. Le maintien de la convention haussière devient le souci des acteurs des marchés financiers en se relayant à des mécanismes de communication publique. Une convention baissière prendra la forme d'un krach boursier. L'analyse du courant néo-institutionnaliste français contribue à clarifier l'essence institutionnelle de la finance. La financiarisation remet au centre de l'économie la liquidité financière garantie par la négociabilité et l'échangeabilité des titres en substitut à la liquidité monétaire assurée par l'Etat à travers les institutions bancaires. La thèse d'un autre économiste du courant institutionnaliste français, Eric Pinault, renforce l'analyse d'André Orléan en délimitant les principes directeurs de la liquidité financière : la réversibilité, l'indétermination et l'intangibilité. Le maintien de la liquidité à long terme dépend ainsi de l'allocation massive de l'épargne salariale ou les fonds de pensions détenteurs de la liquidité monétaire dans des placements financiers. Les marchés financiers assureront ainsi la réversibilité des titres financiers en liquidité monétaire (monnaie souveraine).

[649] L'application de la logique de l'ensemble des cadres d'analyse de l'école néo-classique explicite le mécanisme de fonctionnement de la finance de l'innovation par le capital-risque. Le lien inaliénable entre le cycle de capital-risque avec une sortie idéale par marché financier s'explique ainsi par la nécessité d'assurer la réversibilité des titres d'actions acquis par le capital risque en l'introduisant dans un marché financier actif. L'effectivité du modèle de financement par capital risque découle de la nature hybride des investissements. Le capital-risque investit en fonds propres par l'acquisition des titres d'actions des entreprises de portefeuille motivé par le même mécanisme existant dans les marchés financier : la spéculation. Toutefois, la volatilité des marchés est ainsi limitée en vertu de la durée des contrats de financement assurant une certitude dans la libération des fonds. De plus, le capital-risque diffère des investissements bancaires par son mode de gouvernance interventionniste dans les affaires de gestion des entreprises de portefeuille et un maintien de l'option réelle d'abandon d'investissement selon l'évaluation de la valorisation des entreprises. Cette dualité du modèle de financement intermédiaire entre un financement du secteur réel rapportant une liquidité monétaire dans le long terme, une gouvernance contractuelle et financiarisée ainsi qu'une sortie par introduction dans les marchés financiers représente la particularité du modèle de financement. Le modèle permet ainsi de confronter l'incertitude et la nature risquée des projets normalement financés par le capital-risque.

[650] L'essor des NTIC et le progrès technique dans le domaine de l'informatique transforme l'entreprise en parallèle avec le processus de financiarisation déjà en plein déroulement. Les entreprises verticalement intégrées sous l'ère fordiste et désintégrées par la contrainte de recentrage propre à la financiarisation donnent lieu à un nouvel écosystème. L'architecture dépendant d'un mode de production externalisé et constitué en réseau de sous-traitance se trouve aujourd'hui face à une connectivité accrue par l'apparition des plateformes puissantes. Ces plateformes numériques procèdent à la modularisation des ressources productives et aboutissent à la formation d'un nouvel écosystème favorisant la création entrepreneuriale à un coût moins élevé. Le nouvel écosystème est avantageux pour les opérations de capital risque en assurant une

demande constante de financement par le capital-risque. L'économie des plateformes résulte aussi de l'accentuation des éléments institutionnels de la finance. Elle attribue une extension des moyens de financement par fonds propres et la coordination des micros capitaux risque (*business angels)* par les portails de *crowdinvesting* ou la finance participative par souscription des titres. En revenant au point vu institutionnaliste, la plateformisation de l'économie prolonge la phase de la financiarisation et l'élargissement du champ de liquidité financière.

[651] La propagation des doctrines économique principales au cœur de la vague de financiarisation expose l'économie d'autres pays par effet de la mondialisation de l'économie à la dictature des institutions financières et le paradigme de la croissance par accumulation financier. En parallèle, l'institution anglo-saxonne du *private ordering* se voit ainsi promue sous la forme d'une consécration de la supériorité de la gouvernance privé. Pour les systèmes de type civiliste ceci prend la forme d'un mouvement vers l'adoption d'un financement des marchés prévalant aux Etats-Unis ainsi qu'une flexibilisation des régimes d'investissement en capital investissement. Ceci démontre que la dynamique institutionnelle de la régulation économique financière façonne la trajectoire du droit financier.

[652] Dans la seconde partie de la thèse, nous allons explorer les réformes juridiques et règlementaires prises dans plusieurs juridictions à travers le monde sous la contrainte de la dynamique institutionnelle de la finance. Deux piliers fondamentaux de l'institution financière alimentent différentes réformes règlementaires du droit financier : la flexibilité contractuelle et la liquidité financière. Ainsi, la deuxième partie transposera les acquis analytiques obtenus dans cette première partie pour pouvoir prescrire des observations nécessaires dans la rédaction d'un cadre règlementaire institutionnellement adéquat au support du financement de l'innovation.

DEUXIEME PARTIE

L'évolution du cadre règlementaire du capital risque : un regard comparatif

[653] L'élaboration descriptive et analytique faite dans la première partie de la thèse a permis de présenter les principales théories économiques et socio-économiques nécessaires pour élucider les problématiques posées. La théorie néo-classique, fondation de l'analyse économique de droit, la théorie néo-institutionnelle contractuelle américaine et la théorie néo-institutionnaliste française permettent respectivement d'éclairer les différents composants du financement de l'innovation. La place prépondérante de l'élément du risque et de l'incertitude dans le financement d'un projet ou d'une entreprise technologique et innovante, favorise le recours vers les marchés financiers plutôt que le financement bancaire. Pourtant la nature hautement risquée et l'inexistence d'un parcours entrepreneurial prohibe une levée de fonds par un appel à l'épargne sur les places boursières[866]. La montée de la contrainte régulatrice accablant le secteur bancaire renforce le revirement vers les marchés financiers. Pour cela, le type de financement par capital risque devient une forme prédominante dans le paysage du secteur de financement de l'innovation aux Etats-Unis. La réussite de cette forme de financement dans l'incubation de projets d'entreprises innovantes ravive l'enthousiasme des chercheurs pour déconstruire le 'secret américain' dans le domaine du financement de l'innovation.

Les observations centrales de la première partie se résument comme suit :

[654] Le premier chapitre sur l'analyse économique traditionnelle maintient l'importance de la notion de la divulgation obligatoire de l'information comme forme optimale de protection. Les investisseurs considérés par défaut comme rationnels devraient par principe être libres d'opter pour tout investissement autant qu'il soit fondé sur un jugement motivé par l'information pertinente divulguée par les émetteurs des valeurs mobilières. La rationalité des investisseurs dans l'allocation des ressources financières vers les projets à meilleurs rentabilité justifie la substitution du rôle des marchés efficient dans le financement par capital risque. Les investisseurs par voie de la gouvernance privée (*private ordering)* veillent à imiter l'efficience des marchés dans le financement des entreprises portefeuilles.

[866] Bernard Guilhon et Sandra Montchaud, *Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation*, 2008, Paris, Lavoisier, P.43

[655] Le second chapitre sur le néo-institutionnalisme américain de la première partie introduit les notions et cadre théorique fondant la base de la structure de financement de capital risque. En se référant au postulat de Professeur Gilson, le financement de capital risque se construit d'une manière cyclique et repose sur trois éléments principaux : (1) Un financement exogène de l'innovation ; (2) Une fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle ainsi que (3) Un marché financier liquide en guise de moyen de sortie. Un couplage flexibilité contractuelle et marché financier actif devient le pilier central du financement de l'innovation américaine. L'incertitude radicale, caractère prédominant des marchés pour les produits ou services technologiques innovants supporte la stratégie de la dualité de contrats – explicite et implicite – dans le financement des marchés. Elle attribue une forme d'options réelles (*real options)* dans la prise des décisions des placements.

[656] Le troisième chapitre présente la contribution française à la théorie de la finance. L'analyse sociologique de l'économie de l'économie néo-institutionnelle française permet de déconstruire la nature sociale de l'architecture financière. La notion de la liquidité financière s'impose comme finalité et élan vital de la finance. Le postulat sur la rationalité parfaite des investisseurs est substitué dans cette école de pensée par une rationalité de nature mimétique et spéculative. La stabilité des marchés financiers est assurée par un mécanisme de nature institutionnel dit de la convention haussière et relayé par les teneurs de marchés et d'autres intermédiaires des marchés à une fonction informationnelle. En d'autres termes la liquidité d'un titre est maintenue par un jeu d'interprétation autoréférentielle des signaux des marchés constitués d'une manière mimétique. L'attribution de trois caractères principaux de la liquidité financière (la réversibilité, l'indétermination et l'intangibilité) permet l'institution d'une liquidité financière.

[657] Le chapitre final sur la financiarisation et l'apport du réseautage de la société dévoile la fonction d'accentuation ou catalyseur de l'économie résultant du réseautage de l'information. D'un point de vue néo-classique, l'internet 2.0-4.0

rend possible la réduction significative de coût de transaction et l'asymétrie d'information. D'autre part, le point de vue néo-institutionnel américain considère que l'internet 2.0-4.0 permet de constituer une coordination plus simplifiée entre investisseurs, et encore plus ouvre la possibilité d'obtenir un financement au-delà de la communauté jadis limitée de la finance. Elle accroît ainsi l'élément d'exogènisation de l'innovation initie une idée embryonnaire d'une innovation dictée par les marchés, financée par les marchés, fabriquée par les entreprises *start-up* éphémères et modulaires, évaluée par les marchés et recyclée par les marchés. En bref, elle accroît l'efficience d'une économie fixée par la dynamique des marchés financiers. Finalement d'un point de vue néo-institutionnaliste français, l'internet 2.0-4.0 augmente la liquidité des marchés par la création des nouveaux moyens de levée de fonds tels que la finance participative avec souscription des titres et la création des plateformes d'échanges des titres secondaires en ligne.

[658] De la synthèse des idées faites de la première partie ci-dessus, il s'avère nécessaire de compléter la thèse en répondant à la problématique finale : la corrélation entre le cadre régulateur de la finance, le réseautage avancé de la société et la trajectoire future du financement de l'innovation en particulier le capital-risque. Pour cela, il s'avère nécessaire de réduire les conclusions portant sur les éléments cœurs des institutions financières obtenues des analyses de la première partie en deux notions clés : (1) La flexibilité contractuelle et (2) Liquidité financière.

[659] Ces deux notions représentent les concepts clés au cœur du modèle archétypale de financement de l'innovation américain représenté par la structure de financement de capital risque. Cette deuxième partie tentera de confirmer les concepts dégagés dans la première partie en explorant la trajectoire juridique et régulatoire prise par différents pays à travers le monde dans une tentative de reproduire le modèle type de financement d'innovation américain. Ceci permettra en premier de valider les deux notions, puis en second lieu de formuler une trajectoire probable et dernièrement de prescrire des recommandations à cet égard.

Titre I. Droit, flexibilité contractuelle et réseautage de la société

[660] Dans la première partie, la théorie néo-institutionnelle de l'école contractualiste américaine avait déconstruit le modèle théorique soutenant le modèle archétypal de la finance de l'innovation aux Etats-Unis. Il est ainsi déterminé que le capital-risque dépend de la grande autonomie dont bénéficient les individus dans la structuration des contrats de financements. La flexibilité contractuelle permet une modulation des contrats en accord avec les techniques et stratégies de financement. La période de gouvernance privée sous l'égide des *ventures capitalists* en cas de succès se finalise par une sortie par *Initial Public Offering* ou Offre publique d'épargne et la subséquente entrée en bourse ou le cas échéant un rachat par une autre entreprise ou fonds d'investissement. Les procédés sont ainsi évalués par les investisseurs (*general partners)* ou associés commanditaires pour déterminer la réussite des investissements. Un investissement considéré profitable permettra de procéder au réinvestissement du premier cycle de financement dans une nouvelle levée de fonds. Il existe donc une corrélation étroite entre une gouvernance intrusive et contractuelle du capital risque et une sortie à valorisation importante dans un marché financier actif. Cette flexibilité est toutefois sous la contrainte des règlementations financières obligatoires. Les règles gouvernant les véhicules d'investissement du capital investissement en général et du capital risque en particulier déterminent l'étendue de la flexibilité permise par un régime juridique. L'avènement de l'expansion du réseautage sociale par l'internet 2.0-4.0 s'ajoute aux mesures prises par les législateurs. Ce chapitre tentera de présenter une analyse comparative et synthétique des différents systèmes juridiques et les politiques juridiques prises pour reproduire le modèle de capital-risque américain. Le chapitre présentera aussi l'évolution récente en termes de flexibilité en cours actuellement aux États-Unis sous l'impulsion des progrès techniques des NTIC.

Chapitre I. La taxinomie de la flexibilité dans le financement de l'innovation

[661] À travers les analyses des différentes écoles de pensées économiques couramment utilisées pour décortiquer la structure optimale du financement de l'innovation présentées dans la première partie, la notion de la flexibilité apparaît comme centrale. L'école de pensée néo-classique et l'école néo-institutionnaliste identifient la flexibilité comme étant une stratégie pour affronter l'incertitude. La théorie des contrats incomplets devient ainsi un modèle attribuant une quasi option réelle aux investisseurs en termes de gouvernance dans les relations avec l'entrepreneur et une échappatoire face à un horizon jugé néfaste par rapport à un projet.

[662] La structure de capital risque est constituée d'une manière cyclique composée (1) d'un début de levée de fonds, (2) un investissement dans des entreprises-portefeuille jugées innovantes, (3) une sortie des investissements avec récupération des plus-values subséquemment redistribuées aux investisseurs institutionnels et (4) la réinitialisation du processus[867]. La gouvernance des gestionnaires financiers (*fund managers)* de capital-risque suppose une plus grande sensibilité à la valorisation financière de l'entreprise en comparaison avec la gestion des managers. La théorie institutionnaliste française avait permis de déconstruire la logique de fond de ce phénomène. Selon André Orléan, la logique financière fonctionne d'une manière mimétique, autoréférentielle et spéculative.[868] Elle repose ainsi sur une flexibilité de transmutation constante de valeur fixe en valeur « en devenir » connue sous le terme de liquidité financière. Le capital-risque assure ainsi qu'une alimentation constante et adaptive en capital soit à la disposition des entrepreneurs pendant une période de temps. La réussite du projet et la participation en forme de capital financier sera à posteriori validé à travers l'occurrence d'un appel public à l'épargne (*IPO)* ou un rachat.

[867] Bernard S. Black et Ronald J. Gilson, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, Journal of Applied Corporate Finance, Hiver 1999, Volume 11.4, pp.36-48, P.41

[868] *Op cit,* André Orléan.1999.*Le pouvoir financier*

[663] La théorie d'Éric Pineault résume cette transmutation en essence par trois phénomènes : la réversibilité, l'indétermination, et l'intangibilité. La structure de capital risque d'un point de vue institutionnel repose sur une allocation des fonds spéculatifs vers des investissements non cotés en vue d'obtenir des rendements plus importants. Pourtant les investissements sont par défaut illiquides pour cause d'une limitation de vente secondaire et donc un manque d'échangeabilité. La flexibilité contractuelle compense ainsi le manque d'information détenue sur la nature et les perspectives futures des investissements. La flexibilité permet aussi de maintenir l'élément de réversibilité propre à la liquidité financière. Le capital risques détient la possibilité d'abandonner l'entreprise et d'opter pour une liquidation pour récupérer le restant des investissements dans les entreprises jugées comme étant en situation d'échec. La flexibilité contractuelle établit ainsi le premier circuit de flexibilité depuis la formation de l'entreprise. En d'autres termes, en se référant à la notion de l'entreprise selon « la théorie des contrats comme étant un nœud de contrats financiers », l'entreprise portefeuille est par défaut un ensemble de titres financier. Le capital-risque accompagne ainsi l'investissement jusqu'à maturité marquée par une valorisation importante et une capacité de générer suffisamment de revenus pour rémunérer les investisseurs. La fonction d'une sortie par un appel public à l'épargne permet ainsi de libérer le capital captif dans le statut de placement privé. L'introduction sur la cote confirmera ou annulera ainsi la valorisation construite à travers les différentes étapes de financement en forme de placement privé. La flexibilité contractuelle en guise d'essence de l'architecture financière garantit une gestion de l'entreprise orientée vers la sortie des investissements et axée a priori sur l'évaluation financière. La description historique de la financiarisation permet de découvrir cette logique opératoire en sens inverse. La financiarisation impose la logique de l'évaluation financière sur les industries réduisant la firme à un simple placement financier[869]. À cet égard, la flexibilité financière module par la gestion d'incitations financières, la valorisation et le succès d'une entreprise portefeuille. Ce chapitre décrira le mécanisme de flexibilité comme étant une

[869] Tristan Auvray *et al., « Comment relancer l'investissement »,* L'Economie politique 2015/1 (n°65),, P.86-99, DOI 10.3917/leco.065.0086, L'article est accessible en ligne par le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2015-1-page-86.htm, P.96

forme de création de liquidité financière en amont en relation avec la validation de liquidité financière par l'apport de liquidité monétaire dans un processus d'appel public à l'épargne. La liquidité monétaire captive (irréversible) se trouvera ainsi libérée par une sortie par la cote ou une acquisition. Ce dernier point fera l'objet du second chapitre de la deuxième partie. L'analyse des cadres règlementaires tentera de démontrer les différentes stratégies prises par différents gouvernements pour instituer cette liquidité en amont par le conditionnement régulatoire de la flexibilité[870].

Section I. L'engrenage de la structure cyclique du financement de capital risque

[664] Avant d'aborder les mesures du droit régulatoire génératrice de la liquidité financière, il faudra préalablement décrire l'organisation institutionnelle de capital-risque. En premier lieu, il faudra identifier les trois acteurs principaux de l'industrie de capital risque : (1) les fonds de capitaux ; (2) les capital risqueurs et (3) les sociétés de portefeuille pour les plupart des sociétés poussins (*start-up).*

[665] Selon Gilson, la notion centrale souvent omise par les autorités régulatrices d'un pays en vue de construire un écosystème de capital risque est la structure contractuelle fondée sur la gouvernance privée (*private ordering).*[871]Dans la première partie, nous avons constaté que la structure de la flexibilité est rendue largement possible par le système juridique de *common law* américain. La garantie d'une grande discrétion en termes de rédaction contractuelle et un libre recours à une autorité tierce compétente pour remplir les lacunes stratégiques délaissées dans le silence des parties *ex ante* permet la formation de contrats flexibles et stratégiquement incomplets. En rappel, ces contrats incomplets visent à reproduire les effets des *real options*, modèles de fond dans la gestion d'incertitude. L'architecture financière (*security design)* et

[870] Le terme « droit régulatoire » dans ce cas se réfère au terme utilisé par J.P Robbé dans son œuvre « *l'entreprise et le droit* »

[871] Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market : Lessons from the American Experience*, Standford Law Review, Vol. 55, No.4 (April., 2003), Pp.1067-1103, P.1069

l'échelonnage des investissements (*staggering and milestones)* complète la panoplie contractuelle du *private ordering* du modèle de financement de capital-risque américain. Il est d'autant utile de rappeler que le système juridique français progresse vers l'acceptation du modèle d'incomplétude contractuelle par l'admission d'une renégociation *ex post* entre les parties. Pourtant, au-delà de caractéristiques particulières du système juridique de la *common law,* il existe des moyens pour les systèmes juridiques civilistes pour reproduire des propriétés similaires au droit américain.

[666] Pour cela, il faudra aborder la structure cœur du modèle de financement par capital-risque américain. Les éléments institutionnels à observer exposés dans la première partie sont : (1) l'innovation exogène par des entreprises entrepreneuriales, (2) La gouvernance contractuelle privée (*private ordering)* et (3) Une marché financier actif de sortie. La flexibilité contractuelle s'inscrit d'une manière inaliénable dans la triade des configurations décrites ci-dessus. Cette triade d'éléments est parallèle aux trois facteurs clés nécessaires à la création d'un marché de capital-risque selon Gilson : (1) Des entrepreneurs ; (2) des investisseurs avec accès aux fonds financier et une préférence pour les investissements à haut risque-haut rendement ; (3) et un intermédiaire financier spécialisé pouvant servir comme nœud de contrats subtiles[872]. Néanmoins les éléments que nous avons délimités dans la première partie résument l'essence institutionnelle du modèle de capital-risque américain. Par la suite ces éléments institutionnels seront élaborés en relation avec le droit régulatoire.

[667] Pour le premier élément, l'innovation exogène, l'intervention des fonds provenant des pouvoirs publics est indéniable pour le développement futur de cet élément. Dans le cas de la Silicon Valley, l'intervention préliminaire des pouvoirs publics par les contrats d'approvisionnement des matériaux techniques de défense avait permis d'initier la construction de ce cluster d'innovation.[873] Le

---

[872] *Ibid,* P.1093

[873] Neil Fligstein, *Le mythe du marché*, In : Actes de la recherche en sciences sociales, Vol. 139, Septembre 2001, L'exception américaine (2) pp. 3-12, Doi : 10.3406/arss.2001.3351, L'article est accessible sur le site de Persee par le lien suivant : http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/arss_0335-53322_2001_num_139_1_3351, P.9

soutien de l'Etat américain au secteur de l'informatique et électronique prend la forme d'un Etat acheteur des produits des entreprises, un bailleur de fonds de recherche et un garant de la concordance des lois avec le besoin institutionnel des entreprises.[874]

[668] En évitant d'imposer une vision réductrice, la création d'une externalisation des recherches nécessite une intervention directe des pouvoirs publics. Pourtant, la révolution de l'internet ouvre une porte provenant du secteur privé. L'externalisation de l'innovation par le biais des portails de *crowdsourcing* tels que décrit dans la première partie permettra dans le futur le processus d'innovations exogènes. Pourtant pour les entreprises ayant un marché financier faible, ceci dépendra grandement des stratégies prises par les industries technologiques établies puisque la sortie d'investissement se fera par une acquisition. L'apport du réseautage de la société par la montée de l'internet 2.0-4.0 facilite l'innovation exogène en rendant possible la levée de fonds des entrepreneurs et l'externalisation des processus d'innovation par le biais des portails en ligne[875]. En double sens, les entreprises peuvent aussi avoir recours à une résolution des problèmes de recherche à coût modéré par un appel au *crowdsourcing*. En d'autres termes, l'internet 2.0-4.0 se révèle être un facteur croissant pour la formation d'innovation exogène.

[669] Le second élément sera l'objet principal de ce chapitre tandis que la troisième phase sera abordée dans le chapitre suivant. En rappel, il existe six formes d'incomplétude contractuelle présentées dans la première partie. En conjonction, la littérature sur l'incomplétude contractuelle identifie au moins quatre solutions pour remédier à l'incomplétude. D'une manière synthétique les solutions proposent de soit (a) formuler un contrat de contingence complète, (b) créer des mécanismes de flexibilité (couplage *default rules – contingency measures*), (c) l'usage d'un langage contractuel spécifique et la contractualisation

---

[874] *Ibid,* P.10

[875] Jean-Fabrice Lebraty, Katia Lobre, *Créer de la valeur par le crowdsourcing : la dyade Innovation-Authenticité,* Systèmes d'Information et Management, Eska, 2010, 15 (3), pp.9-40, <halshs-00545780>, P.21

relationnelle et finalement (d) la désignation d'une partie tierce avec la tâche de combler les lacunes contractuelles.

[670] Pour la première solution, la rédaction d'un contrat de contingence complète est par défaut impossible en tenant compte de l'incertitude et l'asymétrie d'information prévalant dans le financement des projets innovants. De plus, une tentative forcée de rédaction *ex ante* d'un contrat de contingence complète pourra réduire la flexibilité contractuelle elle-même au moment de l'occurrence d'une condition *ex post.* La seconde solution est en pratique déjà employée à travers la stratégie contractuelle de *security design* ou architecture financière ainsi que par l'échelonnement de l'investissement. La flexibilisation du droit civil par l'introduction du concept de renégociation *ex post* s'installe dans ce contexte. Il ne reste donc que l'incomplétude stratégique en vue de construire un contrat relationnel ainsi que la délégation de la fonction *gap filling* (combler les lacunes) à une autorité tierce compétente.[876] Dans ce cadre le *Silicon Valley Arbitration and Mediation Center* propose une solution de résolution des contentieux notamment par le mécanisme de Venture Capital Dispute Résolution (VCDR)[877].

[671] Le Professeur Gilson retrace l'exercice de flexibilité contractuelle par un mécanisme qu'il nomme « ***braiding*** *of the Venture Capital Fund-Portofolio Company and the Investor-Venture Capital Fund Contracts* ». Il définit le mécanisme en tant que l'acte de structurer deux contrats d'une manière entrelacée dans laquelle chaque contrat procure un terme implicite en support d'un autre terme dans le contrat connexe avec une finalité d'accroître l'efficience des deux contrats[878]. Pour comprendre ce mécanisme, il est nécessaire de déconstruire l'architecture institutionnelle du financement par capital-risque américain.

---

[876] Simon A. B. Schropp, *Trade Policy Flexibilitty and Enforcement in the WTO: A Law and Economics Analysis*, 2009, Cambridge : Cambridge University Press, P.85

[877] La description du mécanisme est accessible sur le site officiel suivant : https://www.svamc.org/vcdr-venture-capital-dispute-resolution/

[878] *Op cit,* Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market : Lessons from the American Experience*, P. 1091

[672] Un financement par capital risque est composé de deux relations contractuelles principales :

- Le contrat reliant l'investisseur institutionnel et le Fonds de Capital risque
- Le contrat reliant le Fonds de Capital-risque et l'entreprise portefeuille

[673] Chacun de ces contrats renferme un mécanisme d'incitation avec une finalité de remédier aux sources d'incomplétude contractuelle notamment l'asymétrie d'information, le coût d'agence et la plus problématique incertitude quant à la réussite du projet.

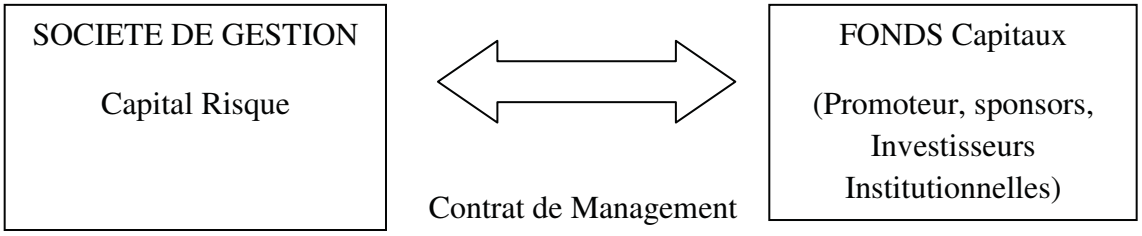
[674] Le premier contrat entre l'investisseur et le fonds de capital-risque se fait par la structure du *limited partnership.* Par cette structure, les associés commandités (*general partners)* obtiennent des pouvoirs discrétionnaires de contrôle signifiant en conjonction avec un mécanisme de compensation. Des clauses spéciales telles que le *claw back clause* permettent de responsabiliser les associés commandités par une obligation de restitution d'une part des compensations fixes préalablement déboursées en cas d'une perte dans la performance des fonds. En addition les clauses dits *mandatory distributions* et *fixed term* obligent les associés commandités à redistribuer les bénéfices et à restituer les fonds après un certain temps. Les deux clauses en conjonction avec les marchés de réputation servent comme un moyen d'évaluer la performance des fonds dans les cycles précédents de levée de fonds.[879]

[675] Le deuxième contrat entre le Fonds de Capital-risque et l'entreprise portefeuille a été abordé dans la première partie et vise à reproduire la gouvernance de marché.[880] Elle est assurée par l'architecture financière (*security design),* l'échelonnement des investissements, le mécanisme de sortie des investissements et finalement un marché de réputation.

[676] La structure des investissements de capital-risque adopte une séparation entre une société de gestion de capital-risque et les fonds de capitaux. Cette configuration distingue ainsi d'une manière temporelle la société de gestion et les

[879] *Ibid,* P.1090
[880] *Ibid,* Gilson, P.1078

fonds. Les sociétés de gestion dureront au-delà de la vie des fonds.[881] En d'autres termes, le capital-risque assume le rôle des gestionnaires intermédiaires des prises de participation des fonds dans les entreprises portefeuille. Toutefois, les fonds d'investissement restent pour autant les actionnaires après une opération de prise de participation.[882] La finalité d'une telle structure réside dans la poursuite dans la limitation des risques ainsi qu'un maintien de la pérennité de la structure de gestion.

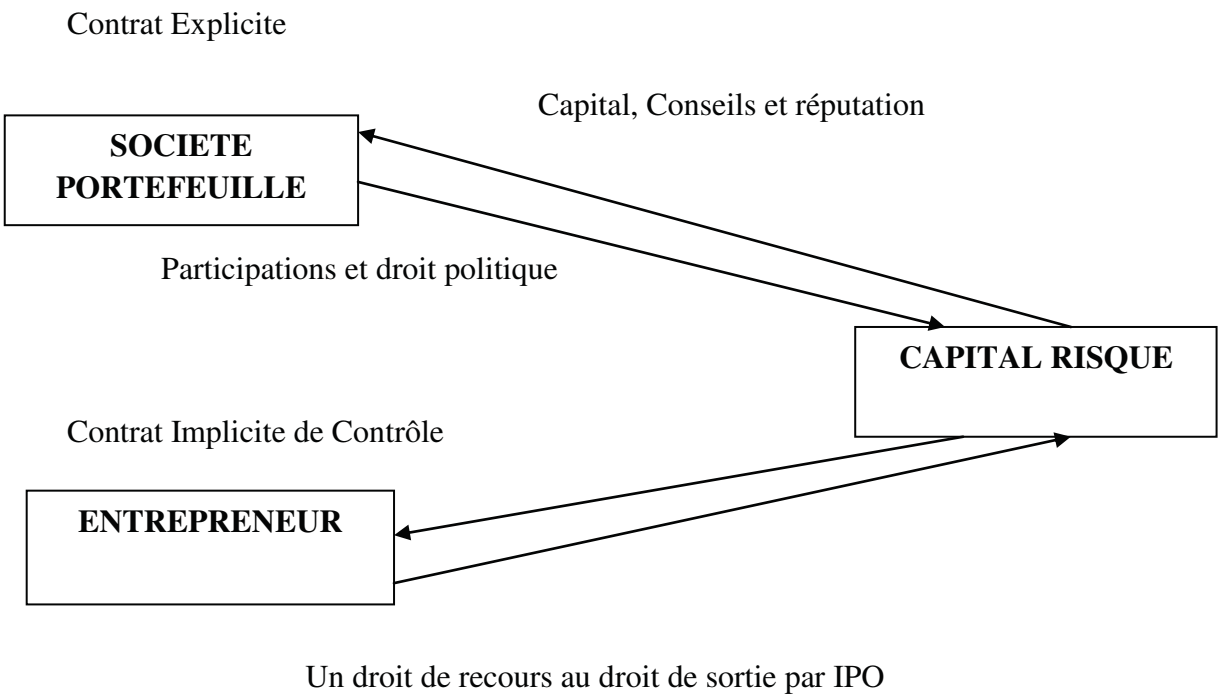


Source : adapté de « Gilles Mougenot.2014. *Tout Savoir sur Le Capital Investissement*.5e édition. Paris : éditions lextenso ». P.373

Figure 19 - Schéma de la Structure dualiste de capital risque

[881]Gilles Mougenot, *Tout Savoir sur le Capital Investissement*, 5e édition, 2014, Paris, lextenso éditions, P.373

[882] *Ibid*



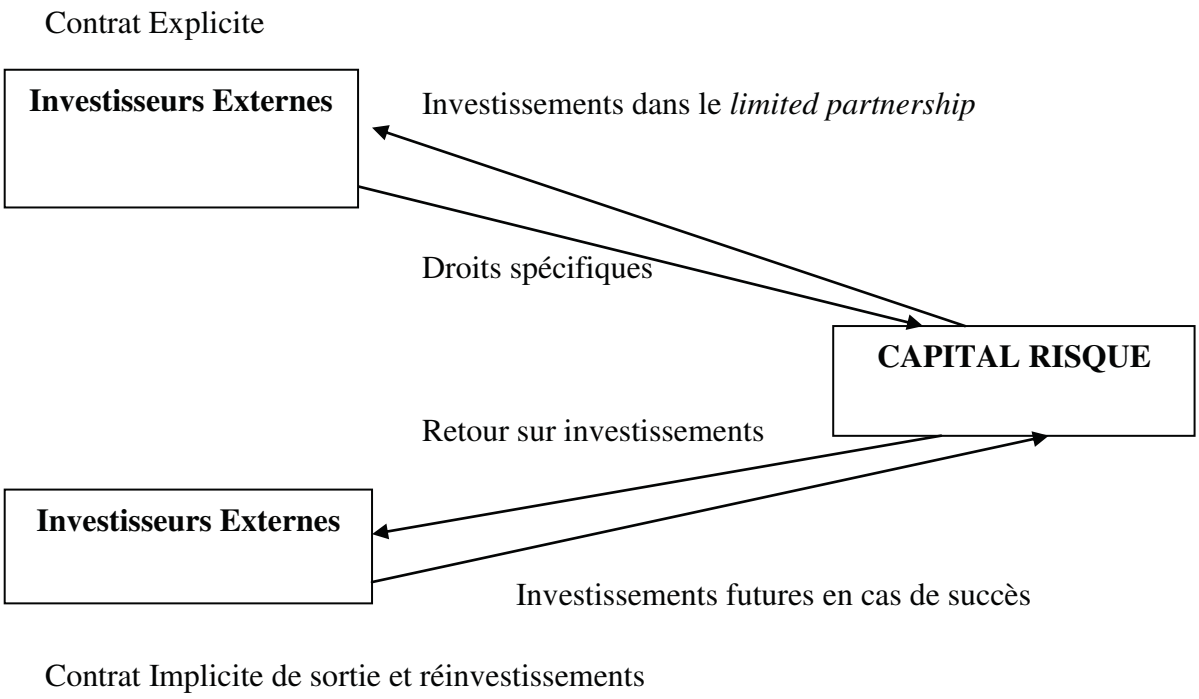


Figure 20 Schéma des différents contrats explicite et implicites dans une relation de financement par capital risque

Source de schema: Bernard S. Black et Ronald J. Gilson. *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*. Journal of Applied Corporate Finance Volume 11.4. Winter 1999. P.41 et P.43

[677] Selon Professeur Gilson, l'entrelacement des contrats tourne autour de la notion clé de sortie d'investissement (*exit)*. Les deux types de contrats de capital-risque se résument à une gestion conjointe de contribution financière et non-financière. Le point convergeant étant la sortie d'investissements préférablement par appel public à l'épargne ou *IPO*. Le deux schéma reproduits ci-dessus simplifient les types des contrats explicites et implicites entrelacés dans une relation de financement de capital-risque.

[678] Pour le contrat entre l'investisseur institutionnel et le Fonds de Capital-risque, une sortie réussie permettra de récupérer les investissements faits par les investisseurs institutionnels avec les plus-values. Les procédés d'une sortie réussie serviront de barème d'évaluation pour les investisseurs institutionnels. Cette mesure de performance sera par la suite utilisée pour une réallocation future de levée de fonds vers le meilleur associé commandités (*general partner)*[883]. Une sortie réussie marquera une réinitialisation du cycle de capital-risque par un réinvestissement des fonds dans le capital-risque.

[679] Pour ce qui concerne le contrat entre le Fonds de Capital-risque et l'entreprise portefeuille, la réussite d'une entreprise financée par le capital-risque pave le chemin pour deux incitations primordiales. Pour le capital-risque, il y a une nécessité de se désengager des investissements faits dans l'entreprise portefeuille réussie pour se concentrer sur une autre entreprise portefeuille[884]. Le capital risqueur sera de plus motivé de récupérer les bénéfices des investissements en forme de plus-value sur les ventes des placements. D'autre part, l'entrepreneur aura une motivation pour reprendre le contrôle de l'entreprise des mains du capital-risque.

[680] La sortie d'investissement est un point d'entrelacement entre les deux contrats séparés. La gouvernance par mécanisme contractuel d'incitation assure un continuum de liquidité sous l'égide de la logique de la liquidité financière. Le mode de financement par capital risque est axé sur la nature privée

[883] *Ibid*
[884] *Ibid.*

des investissements. La gestion managériale du capital-risque sert d'intermédiation entre les investisseurs dispersés comme fournisseurs de fonds – donc représentant le marché financier – et les entreprises en tant que demandeurs de fond. La flexibilité et la politique interventionniste des fonds de capital-risque assurent que les placements spéculatifs seront dorénavant utilisés d'une manière efficace et dédiée seulement à l'amélioration de la valorisation des titres. Dans le cas de la financiarisation, la logique serait que l'entreprise industrielle se soumette à la logique de placement financier par l'intrusion des actionnaires institutionnels activistes. Tandis que pour le capital-risque, les entreprises sont depuis leur fondement traitées en tant que placement financier privé avec un horizon de validation de valeurs prédéterminée au moment de sortie par offre publique d'épargne. Le couplage flexibilité contractuelle et marché financier constitue ainsi l'engrenage vital pour assurer que le cycle de levée de fond de capital risque reste perpétuel et durable. La littérature institutionnelle française éclaire ainsi l'existence d'un continuum de liquidité en amont assuré par une intermédiation fondée sur une gouvernance contractuelle privée (*private ordering)* maintenue par la flexibilité contractuelle et en aval la sortie par le marché financier permet de réinitialisé le cycle de financement.

[681] La finalité poursuivie par les gouvernements à travers le monde serait donc de tenter une reproduction de l'intégralité de modèle archétypal américain. La suite de nos développements portera sur l'ingénierie juridique et régulatoire prise par les différents gouvernements pour copier artificiellement le modèle contractuel flexible américain. Tenant compte de la limite thématique de cette thèse, les descriptions comparatives des systèmes juridiques des différents pays seront limitées aux éléments distinctifs de chaque système juridique. Ces éléments permettront de mettre sous lumière les tentatives diverses pour reproduire en forme et effet la structure d'entrelacement des contrats décrite par le Professeur Gilson exposée précédemment.

Section II. Les éléments constituant la flexibilité institutionnelle

[682] En vue de reproduire les exactes conditions institutionnelles délimitées par le modèle Gilsonien de l'écosystème financier prévalant aux Etats-Unis, les différents Etats à travers le monde procèdent à des réformes de leur droit régulatoire. À travers la présentation faite dans la première partie, il est clair que l'essence de flexibilité repose sur la capacité de structurer de manière contractuelle un mécanisme d'incitations. La notion directrice reste le concept de *real options* dans le maintien des caractéristiques de la liquidité financière dans les différents investissements. La flexibilité contractuelle du modèle de capital risque transforme les investissements de nature entrepreneuriale risquée en placements financiers. Les gestionnaires des fonds de capital-risque sous contrat de management avec les investisseurs institutionnels représentent ainsi les gestionnaires externes pour les entreprises portefeuilles. Le modèle d'investissement devrait pouvoir ainsi simultanément assurer les éléments suivants :

(a) une gestion flexible de l'exercice des droits politiques sur les opérations des entreprises portefeuilles ;

(b) D'assurer une liquidité financière en forme de réversibilité, d'indétermination et d'intangibilité des placements ;

(c) le maintien des responsabilités limitées des investisseurs tout en assurant l'externalité des gestions soumises aux critères de performances strictement financières.

[683] Conformément aux prérequis cités ci-dessus, la flexibilisation consiste dans la possibilité d'une renégociation contractuelle *ex post* et autres éléments de l'incomplétude décrits dans la première partie. La création d'un tribunal composé de juges 'privés' compétents et spécialisés pour résoudre les contentieux privés de capital risque pourrait être une solution proche des

prescriptions théoriques. Finalement, une préemption des droits dérivés des contrats privés sur une ordonnance de nature publique dédiée pour le secteur de capital risque pourrait être une piste. Les développements suivants décriront d'une manière synthétique les différentes réformes du droit régulatoire prises par certains gouvernements dans le but de reproduire l'écosystème de capital risque prévalant aux Etats-Unis. Ce chapitre se concentre sur la notion de flexibilité, la description sera suivie par une description des effets sur la politique du droit financier résultant du réseautage de la société (la révolution de l'internet) sur la flexibilité contractuelle dans le financement de capital risque.

Chapitre II. La reproduction de l'archétype du financement américain (Le Capital-risque) : un regard comparatif du milieu régulatoire.

Section I. La France

[683] La France par la loi n°2015-990 du 6 août 2015 relative à la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (loi Macron) a créé un nouveau fonds d'investissement alternatif (FIA).[885] Les FIA ont été mis en place par l'ordonnance n°2013-676 du 25 Juillet 2013 transposant la directive 2011/61/UE du 8 Juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (directive AIFM). Elle a introduit un nouveau véhicule de gestion collective sous la catégorie de fonds ouverts aux investisseurs professionnels, spécifiquement dans la catégorie des fonds professionnels spécialisés (FPS) : la société de libre partenariat (SLP). Le SLP est en principe dédiée à l'usage dans le cadre des opérations du capital investissement mais s'étend aussi dans le domaine de financement d'infrastructure ou des projets immobiliers. [886] La SLP est un Fonds d'Investissement Alternatif (FIA) déclaré prenant la forme de fonds

[885] JORF n°0181 du 7 août 2015 page 13537. Le texte de la loi est accessible en ligne sur le site legifrance par le lien suivant : https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000030978561&categorieLien=id

[886]

spécialisé. Par cela, elle ne nécessite point l'émission d'un agrément délivré par l'Autorité des marchés financiers.[887]

[684] La SLP est soumise au régime juridique de la société en commandite simple déterminé dans le code monétaire et financier en particulier l'article L.214-162 à L.214-162-12 du Code monétaire et financier modifié.[888] La SLP est fortement marquée par l'empreinte de la liberté contractuelle.[889] La stratégie prise par la France pour rapprocher le droit régulatoire du régime des gestions d'actifs français avec les règles en force dans les pays anglo-saxons se fait par la voie de dérogation. La possibilité d'opter pour une rédaction des statuts dans une langue usuelle en matière financière autre que le français (donc en anglais) selon l'article L.214-162-6 du Code monétaire et financier démontre une volonté de flexibiliser le régime français. Le législateur français rend la structure contractuellement modulaire à travers les statuts en termes de structure du capital et les apports.[890]

[685] Dans la première partie, nous avons rappelé que le droit de tradition civiliste prend toujours pour point de départ des règles codifiées en contraste avec le droit *common law* en particulier le droit américain dans lequel le contrat est un pilier central. Dans cette approche, le droit français a choisi de déroger aux régimes restreignant la liberté contractuelle. La création de la SLP est aussi une consécration implicite de la nécessité d'accorder une préemption limitée à la gouvernance contractuelle dans le droit régulatoire de la gestion des actifs. En comparaison avec la société en commandite spéciale luxembourgeoise, une similarité en termes de règles de constitution et de fonctionnement existe.[891] Pourtant, un avantage émerge en faveur de la SLP française notamment avec

---

[887] Création de la société de libre partenariat (SLP) ; L'AMF met à jour son règlement général et son instruction DOC-2012-06. Publié 9 Octobre 2015. http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Gestion-alternative/Creation-de-la-societe-de-libre-partenariat--SLP----l-AMF-met-a-jour-son-reglement-general-et-son-instruction-DOC-2012-06-.html

[888] Michel Storck, *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI*, RTD.com 2015 p.549

[889] *Ibid.*

[890] *Ibid*

[891] Isabelle Riassetto et Isabelle Corbisier, *La Société de libre partenariat française et la société en commandite spéciale luxembourgeoise, quel degré de parenté ?* Revues des sociétés 2015 p.646,

l'attribution d'une personnalité juridique de la SLP absente dans la SCSp Luxembourgeoise[892].

[686] Les dérogations principales visant à accroître l'espace de liberté contractuelle se trouvent sous plusieurs aspects tels que les suivants :

- Une extension du rôle des associés commanditaires. Le principe de non-immixtion des associés commanditaires dans la gestion externe est ainsi aménagé.[893] La stratégie du législateur français dans ce cas prend la forme d'une série d'exceptions par rapport à la qualification d'acte de gestion externe. L'article L.214-162-3 I du Code monétaire et Financier exclut de la qualification en tant qu'acte de gestion « l'exercice de prérogatives d'associés, les avis et les conseils donnés à la société, à ses entités affiliées, gérants, dirigeants, les actes de contrôle et de surveillance, l'octroi de prêts ou de sûretés ou toute autre assistance à la société ou à ses entités affiliées, ainsi que les autorisations données aux gérants dans les cas prévus par les statuts pour les actes qui excèdent leurs pouvoirs ». L'idée serait de tenter de reproduire l'activisme des associés commanditaires
- La négociabilité des parts des associés commanditaires en tant que titres financiers. Le législateur français a opté pour une dérogation aux dispositions applicables à la société en commandite simple. Par contre en vertu de l'article L.214-162-8, IV, al. 2. du code monétaire et financier, le législateur français déroge à l'article L.211-14 du code monétaire et financier rendant les titres des associés commandités non-négociables. En termes de liquidité, le décret n° 2014-87 du 30 janvier 2014 modifiant les conditions d'admission aux négociations des OPCVM et des FIA barre les parts de SLP de l'admission aux négociations sur un marché réglementé en raison du caractère professionnel des investisseurs auxquels sont destinés

[892] *Ibid*
[893] *Ibid,* P.2

ces fonds[894]. D'un point de vue comparatif, le droit Luxembourgeois favorise la liquidité en permettant la négociabilité des titres représentant les fonds sociaux détenus par les associés commanditaires sur la bourse sous condition qu'elle ne soit pas l'objet d'une offre publique des titres.[895]

- Une libre détermination des règles d'investissement et d'engagement dans la SLP : par une dérogation aux articles L.214-24-55 et L. 214-24-56 du Code monétaire et Financier en vertu de l'article L.214-162-7 du code monétaire et financier, les statuts de la SLP peuvent déterminer les règles d'investissement et d'engagement de la SLP.[896]
- La possibilité d'une émission différée dans le temps ou une libération successive définie dans les statuts sur fond de liberté contractuelle.[897] Le législateurs français choisit de déroger au principe de libération immédiate du droit commun des sociétés déterminé dans l'article L. 214-24-31 du code monétaire et financier.

[687] En addition, le régime des parts permet la détermination par voie statutaire de droits variés sur la totalité ou une partie de l'actif de la société ou de ses produits. Certaines parts telles que les parts traçantes, les parts préférentielles ouvrant droit à une fraction des plus-values éventuelles (*carried interest)*[898] rendent possible le rapprochement avec l'architecture financière (*security design)* prévalant dans le pratique du capital risque américain. L'article L.214-162-8, II du Code monétaire et financier attribue la possibilité de moduler les propriétés des parts selon les conditions délimitées dans les statuts ou selon les dispositions prévues au second alinéa de l'article L.214-24-25 du code monétaire et financier. Les parts peuvent aussi être structurées selon l'article 422-23 du règlement générale de l'AMF prévoyant que les parts peuvent : 1° bénéficier de régimes différents de distribution des revenus ; / 2° être libellées en devises différentes ; 3°

[894] Art D.214-202-1 du Code Monétaire et Financier

[895] Isabelle Riassetto, *La Société de libre partenariat française et la société en commandite spéciale luxembourgeoise, quel degré de parenté ?*, *Op cit, ,* P.7

[896] Michel Storck, *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI*, Chroniques du Droit des marchés financiers Juillet-Septembre 2015, RTD.com, P.6

[897] *Ibid,* P.4

[898] Isabelle Riassetto, *La Société de libre partenariat française et la société en commandite spéciale luxembourgeoise, quel degré de parenté, Op cit, ,* P.5

supporter des frais de gestion différents ; / 4º supporter des commissions de souscription et de rachat différentes ; / 5º avoir une valeur nominale différente ; / 6º être assorties d'une couverture systématique de risque, partielle ou totale, définie dans le prospectus. Cette couverture est assurée au moyen d'instruments financiers réduisant au minimum l'impact des opérations de couverture sur les autres catégories de parts du fonds d'investissement à vocation générale ; / 7º être réservées à un ou plusieurs réseaux de commercialisation »[899]. La souscription d'une catégorie de parts ou d'actions peut également être réservée à une catégorie d'investisseurs définie dans le prospectus en fonction de critères objectifs tels qu'un montant de souscription, une durée minimum de placement ou tout autre engagement du porteur.

[688] Il est clair que l'intention des législateurs français était de rendre le droit régulatoire français dans le domaine de la gestion des actifs financiers compétitif par rapport aux règles luxembourgeoises et britanniques. Le recours à la gouvernance par ordonnance privée (*private ordering)* dépasse le seule raisonnement simple de mettre à disposition un véhicule juridique familier aux investisseurs anglo-saxons (les *limited partnerships*). La flexibilité obtenue par les investisseurs en droit français en termes de régime juridique des parts et les droits rattachés permet ainsi une liberté accrue aux associés dans la structuration de leurs fonds [900]. Le législateur français reconnaît donc l'importance de rendre l'autonomie et subséquemment la flexibilité aux investisseurs comme une clé de compétitivité du droit régulatoire financier. Les développements précédents démontrent que la flexibilité contractuelle doit être vue en lien avec la poursuite d'une forme de liquidité financière dans les investissements. La flexibilité représente ainsi une réversibilité additionnelle des investissements et la constitution d'une *real option* en forme de liberté dans la modulation des placements et une mainmise plus importante sur la politique d'investissement des fonds.

---

[899] *Ibid*

[900] Michel Storck, *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI*., *Op cit,*

Section II. Le Cas d'Israël

[689] Depuis le succès du Projet Yozma (1993) initié seulement un an après l'échec du projet d'Inbal, Israël est devenu une modèle académique d'étude de cas portant sur la politique publique dans l'industrie de capital risque.[901] Le cas d'Israël démontre la nécessité d'accompagner une garantie de liquidité avec la flexibilité d'une gouvernance d'ordonnance privée. Le projet d'Inbal (1992) se résume à une garantie des investissements en capital-risque contre la perte d'investissement sans pour autant considérer les mesures d'incitation destinées à inviter les capital-risqueurs professionnels de l'étranger. [902] La structure du programme d'Inbal repose sur quatre fonds négociés sur la place boursière du Tel Aviv Stock Exchange (TASE). Le concept prend en considération l'importance d'accroître le montant d'échanges donc la liquidité générale de la place. Pourtant, la politique rencontre des problèmes structurels. Une série de restrictions ont été imposées sur la modalité d'investissement et la compensation des gestionnaires de fonds.[903] De plus, le statut d'entreprise publique rend obligatoire la soumission des rapports trimestriels en vigueur pour les entreprises cotées réduisant l'effectivité des gestionnaires. Ce statut de société cotée conduit aussi à une forme de court-termisme causé par une dépendance au rapport trimestriel dans la détermination de la réussite des fonds[904].

[690] Contrairement au projet Inbal, le projet Yozma adoptait la gouvernance de l'ordonnance privée (*private ordering)* en s'organisant en forme d'un fonds des fonds sous la tutelle gouvernementale. Les fonds initiaux ayant un montant sous disposition de $100 millions ont alimenté 10 différents fonds de

---

[901] Gil Avnimelech, *VC Policy: YOZMA Program 15-Years Perspective*, DRUID, Paper to be presented to the Summer Conference 2009 on Copenhagen Business School 17th – 19th June 2009, L'article est accessible sur le lien suivant: https://www.researchgate.net/, P.8

[902] Jonathan Avidor, *Building an Innovation Economy : Public Policy Lessons from Israel* (June 1, 2011), Northwestern Law & Econ Research Paper No. 11-18, Accessible sur le lien suivant https://ssrn.com/abstract=1856603 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1856603 , P.52

[903] Gil Avnimelech et Morris Teubal, *Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries*, October 2002, Le document de travail est accessible sur le site de Research gate à travers le lien suivant: https://www.researchgate.net/publication/253934035_VENTURE_CAPITAL_POLICY_IN_ISRAEL_A_COMPARATIVE_ANALYSIS_LESSONS_FOR_OTHER_COUNTRIES, P.18

[904] *Op cit*, Jonathan Avidor, *Building an Innovation Economy : Public Policy Lessons from Israel,* P.52

capital-risque Israéliens avec du capital d'amorçage. L'allocation des fonds était assortie d'une série de conditions *inter alia :* (1) les fonds de capital-risque doivent procéder à une levée de fonds spécifiquement Israéliens, (2) les fonds doivent engager au minimum un capital risqueur étranger réputé en tant que partenaire, (3) un banquier Israélien et (4) être structurés sous forme de *limited partnership.*[905] Les modalités du projet se constituent dans ce cadre [906]:

(a) Le fonds Yozma, en tant que associé commanditaire (*limited partner)* dans chacun des fonds, alimentent les fonds avec 40% du capital requis ou à la hauteur de $ 8million.

(b) Les associés commandités (*general partners)* détiendront une option d'achat des parts du fonds Yozma pendant la durée de 5 années. L'exercice de l'option était fixé sur la valeur principale du montant et le coût de capital.

(c) Les officiers gouvernementaux Israéliens assistent aussi aux réunions administratives et prennent un rôle actif dans la facilitation des réseautages des fonds.

(d) Les fonds de Yozma réservent aussi $20 million en termes de Co-investissement direct avec les fonds de capital-risque.

[691] Le programme Yozma était considéré comme un modèle de succès avec un rachat des 40% part du gouvernement par le fonds de capital-risque suivi d'une montée d'activité de capital risque en Israël dans les années suivantes. Ainsi le nombre d'entreprise poussins (*start-up)* financées par le capital risque en Israël montait de 110 en 1993 à 730 en 1998.[907] De plus, le total de formation des *start-up* indépendant a augmenté dépassant le nombre total des entreprises crées sous support de capital-risque.[908] La particularité de l'expérience Israélienne éclaire certains points importants par rapport aux notions de flexibilité développée dans la première partie. Premièrement, le financement de l'entreprise innovante dépend

---

[905] *Op cit,* Jonathan Avidor, *Building an Innovation Economy : Public Policy Lessons from Israel,* P.53

[906] *Ibid,* P.54

[907] *Op cit,* Gil Avnimelech et Morris Teubal, *Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries,* P.25

[908] *Op cit,* Jonathan Avidor, *Building an Innovation Economy : Public Policy Lessons from Israel,* P.56

grandement d'un mécanisme d'incitation d'ordre privé. Le projet Inbal fut contrarié par l'horizon à court-terme dominant sur les places boursières. La structure du co-investissement par intermédiaire partenarial dans un *limited partnership* restaure un horizon de moyen à long terme des investissements. En second lieu, l'apport de liquidité par garantie gouvernementale devrait être couplé avec un mécanisme d'incitation fondé sur la flexibilité contractuelle. Finalement, le modèle central des *real options* en forme d'option d'achat représente le mécanisme privilégié d'incitation en conjonction avec une garantie contre les risques par la participation d'un fonds de fonds gouvernemental (Yozma). La présence des officiers gouvernementaux au sein du conseil d'administration des fonds apporte une forme de garantie de liquidité pour les parts des fonds de capital-risque. Ce modèle rejoint de près le modèle de Banque de Financement partenariale avec une différence importante. Ce modèle reconnaît le rôle prépondérant des incitations privées par une intervention en forme de co-investissement par l'intermédiaire des fonds de capital-risque.

Section III. Le Cas de la Chine

[692] La Chine est aujourd'hui reconnue comme ayant le plus grand secteur de capital-risque après les Etats Unis. Les réformes majeures adoptées par la Chine pour établir un écosystème de capital-risque se résument selon ces données : [909]

- La création en 2015 par le Conseil d'Etat (*State Council)* d'un fond de 40 Milliards de yuan ou 6.5 Milliards de Dollars Américains sous le nom de *guojia xinxingchanye chuangyetouzi yindao jijin* ou *State Venture Capital Investment Guidance Fund (SVCIG)*[910]. L'échec du fonde de *Government*

[909] Lin Lin, *Re-Engineering a Venture Capital Market : The Case of China* (July 29, 2015), Accepted paper for the Standford International Junior Faculty Forum 2015 ; NUS – Centre for Law & Business Working Paper No. 15/04; NUS Law Working Paper No. 2015/007; NUS – Centre for Asian Legal Studies Working Paper No. 15/07 Accessible sur le lien https://ssrn.com/abstract=2643311 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2643311

[910] *Ibid,*

Guide Fund pour cause de manque de professionnalisme dans la gestion des investissements et une intervention abusive des autorités gouvernementales ramène à modifier l'approche dans la nouveau programme de *SVCIG*.[911] Dans le programme des fonds *SVCIG*, le rôle du gouvernement est strictement limité à l'alimentation des marchés par du capital de démarrage. L'allocation du capital et la gestion est ainsi confiée à la gouvernance privée. Les retours sur investissements dans le *SVCIG* sont majoritairement distribués aux investisseurs privés et les gestionnaires incitant ainsi à une plus grande motivation dans la surveillance de l'entreprise.

- La révocation des pratiques de politique préférentielle jusqu'à là accordé aux entreprises de capital risque par l'avis officiel du Conseil d'Etat chinois datant du 27 Novembre 2014. Le motif réside dans l'intention de l'Etat d'accroître la compétitivité des gouvernements provinciaux en termes de système juridique, le climat d'innovation et l'infrastructure d'investissement régional[912].
- L'unification de l'autorité de régulation de capital investissement sous un nouveau cadre régulateur confié par délégation à une organisation auto régulée : le *Asset Management Association of China* ou *AMAC*. Le régime régulatoire en vigueur actuellement sous le *China Securities Regulatory Commission (CBRC)* suit la même politique qu'aux Etats-Unis. En d'autres termes, les régulations de nature régalienne du droit public sont ainsi remplacées par des *guidelines* volontaires et des règles de bonnes pratiques formulées par le secteur.[913] Le régime du droit public se concentre plutôt sur la régulation des gestionnaires de fonds,

[911] *Ibid,* P.25
[912] *Ibid,* P.14
[913] *Ibid,* P.16

l'enregistrement des fonds auprès d'AMAC et la création du régime des investisseurs accrédités.[914]

- L'ouverture de secteur de capital-risque aux investisseurs institutionnels accrédités étrangers à travers les programmes tel que le montage dit *Qualified Foreign Limited Partner (QFLP)*, le programme *Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII)* et le programme *Qualified Foreign Limited Partner (RQFLP).*[915] La finalité poursuivie est de progressivement intégrer des intermédiaires financiers institutionnels accrédités et professionnels dans la composition des investisseurs en capital-risque. Ceci permet entre autre d'optimaliser la gestion des investissements au secteur privé jugé plus flexible et d'accroitre la liquidité de source privée.
- La création d'un nouveau véhicule de type *Limited Partnership* ou officiellement le *Partnership Entreprise Law (PEL).* Le modèle d'entreprise est créé par l'ordre Présidentiel No.82 datant du 23 Février 1997 puis modifié par Ordre présidentiel No.55 datant du 27 août 2006.[916] Le modèle chinois adopte des aspects juridiques différents à travers le monde.[917]

[693] L'écosystème de capital-risque chinois revêt des aspects intéressants démarqués par une forme arbitrage règlementaire avancée et implicitement tolérée par les autorités chinoises. Un exemple notable serait l'emploi des montages *offshore* et le modèle contractuel dénommé *Variable Interest Entity (VIE).*[918] Les fonds d'investissement en capital investissement et en particulier en capital-risque intéressés par les investissements en Chine sont confrontés à deux contraintes. Il y a le souci

[914] *Ibid,* P.17
[915] *Ibid,* P.19
[916] La version anglaise de la loi est accessible en ligne sur le lien suivant : http://www.fdi.gov.cn/1800000121_39_4109_0_7.html
[917] *Op cit,* Lin Lin, *Re-Engineering a Venture Capital Market : The Case of China* P.31
[918] Ji Li, *Alternative Investment fund industry in China: Essays on the positioning and developments under the overarching governmental influence*, Thèse de Doctorat défendue le 25 Février 2015 à Tilburg University, P.86

d'être soumis au droit régulatoire étranger et l'existence des restrictions en termes de modalités d'investissements. En schéma simplifié, les investisseurs institutionnels investissent dans des sociétés holding établies dans des juridictions favorables. La société établie crée une entreprise étrangère sous le droit chinois recevant ainsi des avantages de nature contractuelle à travers des contrats de services, accords d'options, des accords de nantissement d'actions, des contrats de prêt et bien d'autres. Ce montage juridique permet d'investir dans des secteurs limités aux investisseurs étrangers et de se dégager de l'obligation d'obtenir le visa du Ministère du commerce sous les régulations s'appliquant aux fusions et acquisitions. Le schéma varie en deux formes, soit un simple investissement direct dans une entreprise filiale par la holding *offshore* ou un investissement limité dans une entreprise filiale suivi par des contrats avec l'entité opérationnelle locale.[919] La seconde modèle assure un contrôle implicite et s'approche du modèle d'entrelacement de contrats décrit par le Professeur Gilson.

[694] L'évolution de l'écosystème de capital-risque chinois suit la voie similaire de la flexibilité et la transition vers l'ordonnancement par gouvernance privée (*private ordering).* Le gouvernement chinois jadis actif intervenant dans le processus d'allocation de capital à présent se pose en tant que fournisseur de capital de démarrage sans s'interposer dans l'allocation du capital des fonds.[920] Le cas de la Chine valide les observations faites dans la première partie selon laquelle l'ordonnancement par gouvernance privé fondé sur la liberté et flexibilité contractuelle supporte mieux le financement de capital-risque. Les gestionnaires des fonds privés conditionnés par des schémas d'incitation contractuelle seront plus enclins à s'investir dans la structuration d'un financement à forte valorisation. Le choix de confier partiellement la règlementation du secteur de capital investissement par des règlementations privées de l'AMAC plutôt qu'intégralement par des

[919] *Ibid, P.80*
[920] *Op cit* Lin Lin, *Re-Engineering a Venture Capital Market: The Case of China,* P.53

régulations d'une organisation publique (CBRC) expose la flexibilisation du cadre règlementaire chinois. De plus, la tendance à maintenir une option réelle sur la liquidité par le biais de l'architecture financière rend les structures formées par les agents économiques privés plus malléables et adaptées à affronter l'incertitude du milieu de financement des projets d'innovation. L'utilisation de divers arbitrages règlementaires notamment par les fonds *offshore* fait preuve de la résilience de l'ordonnancement par gouvernance privée à structurer des financements d'une manière risquée. La flexibilité contractuelle poursuivie par le gouvernement chinois se manifeste par une plus grande discrétion accordée aux gestionnaires de fonds en matière d'allocation de capital. Finalement, le maintien des montages pourtant largement connus par les autorités chinoises telles le VIE peut être interprété comme un acte d'appréhension vis-à-vis de la nécessité d'une structuration sous juridiction étrangère offrant une protection accrue aux investisseurs institutionnels. Ceci en considération du fait que les sociétés *offshores* sont établies sous un droit contractuel de leur choix.

Section IV. Le Cas de Taiwan

[695] Le cas de Taiwan constitue un exemple de réadaptation dans l'implémentation de l'ingénierie d'un écosystème de capital-risque selon les prescriptions juridiques du Professeur Gilson avec un rôle plus actif mais toutefois indirect des autorités publiques. Le gouvernement Taïwanais avait choisi d'influencer la dynamique de l'ordonnancement par gouvernance privé (*private ordering)* à travers des incitations fiscales et un Co-investissement de fonds gouvernemental. [921] Taiwan préfère diriger l'ingénierie du secteur de capital-risque selon les objectifs économiques de la nation. Le gouvernement Taïwanais

[921] Christopher John Gulinello, *Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering : Lessons from the Taiwan Experience,* George Washington International Law Review, Vol.37, NO.4, pp.845-883, 2005, Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=836504, P.882

considère que la politique d'offrir aux fonds de capital investissement le choix d'opter ou de refuser de se mettre en conformité avec la politique d'investissement gouvernementale comme une forme de subvention.[922] Dans le cas où le capital-risque se soumet au programme gouvernemental, l'autonomie des capital risqueurs sera largement restreinte par l'actionnaire représentant le gouvernement.[923] Le programme s'organise en deux tiers, premièrement un mandat d'investir dans des secteurs technologiques assortis d'incitations fiscales, de subventions en contrepartie d'un contrôle des autorités publiques dans l'allocation des investissements[924]. Le second tiers s'applique aux capital risques ayant opté pour le programme gouvernemental en offrant une prise de participation des fonds publics. Cette deuxième part nécessite que les investisseurs accentuent l'intervention en spécifiant le secteur technologique exact dans lequel le fonds de capital-risque devra investir.

[696] La politique de conditionnement du gouvernement Taiwanais vise à maintenir l'architecture du mécanisme d'incitations sous le régime d'ordonnancement par gouvernance privée tout en ayant une mainmise sur la direction des marchés. Les distorsions d'une intervention publique sont subséquemment compensées par une subvention par la participation de fonds publics.

Section V. Le Cas de la Corée du Sud

[697] L'expérience coréenne mérite une attention particulière puisqu'elle représente une tentative de transition d'une économie fondée sur la relation de couplage financement bancaire-conglomérat industriel (chaebol) vers une économie fondée sur l'entreprenariat technologique financé par un marché financier actif à l'instar du modèle américain.[925] La transition commence par la loi sur les mesures spéciales pour la promotion du capital-risque de l'année 2004 (*Act*

---

[922] *Ibid*, p.869
[923] *Ibid,* P.872
[924] *Ibid,* P.882
[925]Kab Lae Kim, *Implication of U.S Venture Capital Theories for the Korean Venture* Ecosystem, 2J, Bus. Entrepreneurship & Law, ISS, 1 (2008), Le journal est accessible sur le lien suivant: http://digitalcommons.pepperdine.edu/jbel/vol2/iss1/5, P.181

on special Measures for the Promotion of Venture Businesses). Le raisonnement économique dénonce une forme d'inefficience du modèle intervention directe gouvernementale ayant fait le succès de la Corée du sud depuis les années 1960[926]. La politique porte sur le support de l'industrie de capital-risque sur les trois niveaux de cycles de vie de capital-risque : (1) la phase *start-up* ou démarrage, (2) la phase de croissance et (3) la phase de maturité. La nouvelle politique adopte des mesures centrées sur le marché (*private ordering) inter alia* (a) une levée de fond à la hauteur de 200 million de dollars américains par le *Korea Development Bank* en vue d'une investissement conjoint avec la secteur privé ; (b) une série de dérégulation pour favoriser la formation et l'opérationnalisation des entreprises d'investissement en *start-up* et (c) l'établissement d'une infrastructure informationnelle fondée sur la divulgation des informations pertinentes.[927] Néanmoins, la loi est accablée par une approche fortement dépendant du sentier prenant la forme d'une légifération fortement fixé au système prévalant dans le passé (l'économie centralisé et planifié). Le modèle dépend d'un système de certification des sociétés de capital-risque hérité de l'influence d'une modèle économique planifié. Le système de certification repose sur des critères interprétés d'une manière bureaucratique. Par exemple, une entreprise doit revêtir la forme juridique ou une forme statutaire particulière pour pouvoir bénéficier d'un traitement préférentiel. Pourtant cette forme pourra être considérée comme inefficiente d'un point d'analyse coût-profit.[928] De plus, l'approche d'aide directe conduit à une distorsion dans la formation d'un écosystème organique de gestion, conseil professionnel et alimentation en capital-risque privé.[929]

[698] Selon un consultant de développement économique au sein de la banque mondiale, certains points importants peuvent être retenus de l'expérience coréenne entre autres[930] :

---

[926] *Ibid,* P.183
[927] *Ibid,* P.184
[928] *Ibid,* P.185
[929] *Ibid,* P.186
[930] Hoe Hoon chung, *Lessons from the Korean Venture Industry Development,* Rapport déclassifié de la Banque Mondiale datant du 1er Janvier 2007, N° 39379 de l'unité ECR Transition Unit (ECRTU), Le Rapport est librement accessible sur le lien suivant:

- Le gouvernement coréen aurait dû mieux planifier un retrait progressif et cède la place à un fonctionnement effectif et autonome des marchés fondé sur des mesures contractuelles de mitigation d'incertitude.
- Développer une infrastructure et des pratiques des marchés financiers professionnels favorisant une divulgation exacte des informations sur les marchés ainsi qu'une protection accrue des investisseurs
- Un investissement extensif dans la recherche des technologies fondamentales.

[699] À présent, la Corée du sud connaît une croissance d'investissement de capital-risque dans le domaine des nouvelle technologies, manufacture, la culture, le media, biotechnologie, le service d'éducation.[931] Le gouvernement coréen poursuit une stratégie juridique d'incitations et de flexibilisation avec une modalité d'enregistrement auprès des autorités désignées dans le *Small and Medium Enterprise Act* et le *Specialised Credit Finance Business Act*[932].

[700] Les trois formes d'investissements en capital-risque prennent tous la forme de *partnerships* : *SME start-up Investment partnerships*, *South Korean VC Investment partnerships* et *New Technology Investment partnership*[933]. Les *partnerships* cités sont dépourvus de personnalité juridique. L'expérience coréenne représente une tentative claire de création artificielle d'un marché de capital risque décrit par le Professeur Gilson. La création d'un écosystème similaire au modèle américain dépend clairement d'un retrait progressif de la gestion gouvernementale et une construction progressive d'une infrastructure institutionnelle reposant sur la flexibilité contractuelle et le mécanisme

---

http://documents.banquemondiale.org/curated/fr/899691468276868141/Lessons-from-the-Korean-venture-industry-development, P.30

[931] Hyun Soo Doh, Jae-hong Park, Ryan Russell et Kim & Chang, *Venture capital Investment in South Korea: market and regulatory overview,* Mise à jour le 1er Mars 2015, Practical Law Thomson Reuters Legal Solution, Le rapport est accessible en ligne sur le lien suivant: http://uk.practicallaw.com/2-521-5400

[932] *Ibid*

[933] *Ibid*

d'autonomie des marchés. Le financement des marchés financiers se voit ainsi dépendant de l'expertise des gestionnaires des fonds professionnels dans la sélection des projets, la surveillance (*monitoring)* et la stratégie d'allocation des fonds. L'architecture institutionnelle est inévitablement dépendante d'une formation d'un cadre du droit régulatoire adéquat axé sur l'autonomie des agents économiques ainsi qu'une construction des mécanismes d'incitations d'ordre privé et contractuel.

Section VI. Le Cas du Japon

[701] Le Japon s'inscrit dans le même modèle économique que la Corée et Taiwan. En dépit d'une abondance de ressources technologiques, industrielles et de capitaux, la dominance des corporations industrielles, la préférence de la majorité de la population pour la sécurité d'un emploi salarié ainsi qu'une aversion énorme des entreprises industrielles pour les projets risqués retiennent le développement d'un écosystème de capital risque au Japon. [934] Dans sa thèse portant un regard institutionnel et organisationnel sur le fonctionnement du capital risque au Japon, Gaël Imad Eddine retrace une succession d'initiatives favorisant le développement du capital risque[935]. Le secteur de capital risque s'est développé initialement dans les années 70 en recopiant le modèle du *Small Business Act* américain avec une forte dominance des fonds publics suivant un schéma de garantie des prêts accordés aux petites entreprises qualifiées.[936] Cette première vague de politique de capital risque est suivie en 1983 par une libéralisation financière. Les critères juridiques conditionnant un IPO étaient allégés et une montée de nombres d'IPO supportés par des maisons de titres (institutions financières) a continué jusqu'à l'occurrence de la bulle économique en 1990. La troisième vague de réformes juridiques et institutionnelles importantes prenait

[934] The Wallstreet Journal, *Japan Tech Hunts for Restart Button*, Tech News, 10 Avril 2016, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.wsj.com/articles/japan-tech-hunts-for-restart-button-1460316601

[935] Gael Imad'Eddine, *Analyse Institutionnelle et Organisationnelle des Logiques et des Fonctions du Capital-risque au Japon*, Business administration, Université du Droit et de la Santé – Lille II, 2007, French, Tel-00340615

[936] *Ibid,* P. 56

place dans les années 90. Pendant la période s'étendant de 1994 jusqu'à 2002, une série d'amendements aux lois restreignant le secteur de capital risque prenait lieu. Les réformes les plus importantes sont les suivantes[937] : (1) révision de la loi Anti-monopole pour l'investissement dans le capital-risque en Juin 1994, (2) Ouverture d'une section de gré à gré en Octobre 1994, (3) révision fiscale en faveur de « *business angels* » en Juin 1997, (4) révision du Code commercial et l'introduction du système de stock-options en octobre 1997, (5) formulation d'une loi sur la transfert de technologie entre universités et industries au Japon, en août 1998, (6) L'entrée en vigueur de la loi sur le partenariat limité (*Limited Partnership Act for Venture Capital Investment)* en Novembre 1998 , (7) L'assouplissement des critères de cotation par la réforme du marché gré à gré en Décembre 1998, (8) l'entrée en vigueur de la loi sur la revitalisation industrielle en Janvier 1999, (9) lancement d'un marché dédié aux valeurs de croissance par le *Tokyo Stock Exchange (Mothers),* (10) lancement du Nasdaq Japan par le Osaka Stock Exchange par la suite dénommé Hercules après le retrait de Nasdaq et, (11) les réformes portées au Code Commercial japonais visant les détachements des filiales, l'émission de différents types d'actions et l'abolition de valeur nominale des actions minimum auparavant fixé à 50.000 yen.

[702] La série de réformes initiée pendant les différentes vagues de réformes politique et juridique au Japon dévoile le fil clair d'une évolution vers la flexibilisation du droit régulatoire japonais en faveur d'un repli d'intervention publique et une dominance de l'ordonnance par gouvernance privée (*private ordering).* La forme juridique du *Limited Partnership* rendue possible depuis le fin 1998 établit la forme prévalant dans le financement des projets par le capital-risque. Par conséquent, la plupart des investissements en capital-risque prennent à présent la forme du *Limited Partnership for Investment* dans laquelle le *general partner* subit une responsabilité illimitée tandis que les *limited partner* possèdent une responsabilité limitée[938]. La protection des investisseurs en capital-risque au

[937] *Ibid,* P.69

[938] Kunio Namekata – TMI Associates, *Venture capital investment in Japan: market and regulatory overview*, Practical Law by Thomson Reuters Legal Solution, La rapport de synthèse est accessible sur le lien: http://uk.practicallaw.com/6-504-1281?source=relatedcontent

Japon se fait exclusivement par voie contractuelle et suit le modèle américain de l'architecture financière décrit dans la première partie de cette thèse.[939]

[703] La voie des réformes Japonaises en dépit des spécificités institutionnelles dominées par le financement bancaire progresse vers un financement par les marchés de titres de participation / d'actions (*equity)*[940]. Ces réformes juridiques démontrent les modifications successives des règles du droit régulatoire portant sur les entreprises jugées défavorable à la structuration contractuelle de capital risque.

Section VII. Le Cas de L'Indonésie

[704] Les réformes du cadre du capital risque se développent aussi dans les pays en voie de développement. L'Indonésie est un des pays dans l'Asie de Sud-est procédant à des réformes dans le domaine du droit régulatoire du capital risque. L'Industrie du capital risque Indonésien souffre des problèmes similaires en constante occurrence dans les pays à prédominance de financement bancaire et de tradition juridique civiliste. Les problèmes majeurs sont entre autres l'emploi des schémas fondés sur le prêt plutôt que la participation en actions dans le financement des entreprises et le manque de dynamique dans la gouvernance de capital risque.

[705] Trois problèmes majeurs sont un frein à l'industrie du capital risque Indonésien *inter alia :*

1. La domination d'une source de financement par ligne de crédit bancaire transformant le capital-risque Indonésien en une forme de sous-traitance de capital bancaire. L'Association de Capital risque Indonésie (*Asosiasi Modal Ventura Indonesia / AMVI*) décrivait en se référant à une conférence de presse faite par l'autorité de services

[939] *Ibid*

[940] *Op cit* Gael Imad'Eddine, *Analyse Institutionnelle et Organisationnelle des Logiques et des Fonctions du Capital-risque au Japon,* P.70

financiers Indonésiens que 70% de capital risque Indonésien obtenait des fonds des sources de prêt bancaire.[941]

2. L'emploi du modèle de capital risque pour éviter les obligations du droit d'investissement en matière d'investissement étranger. Il s'avère que la pratique commune des juristes Indonésiens est d'éviter la difficulté liée à l'investissement étranger en organisant l'investissement en forme de capital risque.[942] Le régime de capital risque étant sous l'autorité des services financiers au lieu d'être régulés par le Conseil de Coordination du Capital Investissements (*Badan Koordinasi Penanaman Modal / BKPM)* permet ainsi que d'éviter l'application des règles pour autant que l'investissement prenne la forme d'une société de capital-risque.
3. La fragmentation dans le paysage régulateur du droit financier Indonésien imposant une différenciation en termes de régime de gouvernance et standardisation entre les investissements de capital-risque et le capital investissement.

[706] Le gouvernement Indonésien a procédé à trois vagues de réformes principales à travers la régulation du Ministère de la finance N° 18/PMK.010/2012. Cette régulation sera par la suite modifiée par une séries de nouvelles régulations notamment (1) La régulation N°35 /POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur l'opérationnalisation d'une société de capital-risque (2) la Régulation No. 34/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésiens (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) concernant les visas opérationnel et la structure de l'organisation de la société de capital-risque. (3) la régulation N° 36/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésiens (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur le Règles de bonne conduite (*Good Corporate Governance)* des Sociétés de Capital-risque. Cette série de nouvelles régulations est aussi complétée par la régulation N° 37/POJK.04/2014 de l'autorité des Services Financiers Indonésiens (*Otoritas Jasa*

[941] http://www.amvi.or.id/item-70-modal-ventura-berubah-jadi-039-bank-039.html
[942] http://us.practicallaw.com/9-621-6693

Keuagan / OJK) concernant le Contrat d'Investissement Collectif en Forme de Souscription en titres de participation limitée ou Capital Investissement.

[707] Les séries des régulations organisant la structure de capital risque Indonésien démontrent le caractère fragmentaire de la régulation Indonésienne. Les régulations s'attachent à la forme juridique plutôt qu'aux acteurs. En cette approche, le capital risque est considéré comme une société d'accompagnement de financement. Les autorités financières Indonésiennes refusent donc d'adopter le modèle américain de capital-risque. Le modèle américain considère les entreprises soutenue par le capital-risque comme un portefeuille d'actifs financiers tandis que le modèle Indonésien accorde une vision de partenariat et de fournisseur de service.

[708] Le fait que la société de capital-risque puisse prendre la forme d'une société par actions à responsabilité limité Indonésienne (*perseroan terbatas),* une coopérative ou une société commanditaire démontre que le capital risque n'est pas considéré strictement selon le modèle américain.[943] De plus, le service financier tel que la gestion des placements privés est considéré comme complémentaire pour le capital-risque et non un service inhérent et inaliénable au financement de capital risque[944]. Malgré les réformes extensives portées sur la structure de capital risque, il est intéressant d'observer qu'une différenciation subsiste entre le régime de capital investissement soumis à la régulation n° 37/POJK.04/2014 de l'autorité des Services Financiers Indonésiens et le capital-risque régulé à travers les séries de régulations citées ci-dessus. Par ailleurs, l'obligation de la présence d'un gestionnaire certifié (*chartered financial manager)* au sein d'une société de capital-risque se révèle être toujours absente. Pourtant ceci est rendu obligatoire dans la constitution des fonds de capitaux investissements sous la régulation N° 37/POJK.04/2014. En d'autres termes, le capital risque n'est toujours point considéré comme étant un investissement nécessitant une expertise financière

[943] Article 2 point (1) de la Régulation No. 34/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) concernant les visas opérationnels et la structure de l'organisation de la société de capital risque

[944] Article 2 point (3) de la régulation N°35 /POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur l'opérationnalisation d'une société de capital risque

particulière. Le capital-risque Indonésien s'inscrit dans une vision de financement des entreprises d'une manière générale et omet le caractère hautement incertain des opérations de capital risque largement accepté comme le domaine privilégié du capital risque.

[709] D'une part les régulations nouvelles possèdent l'avantage de permettre une transition progressive d'un système fondé sur le prêt bancaire vers une topologie de financement par souscription de titres d'actions.

D'autre part, les régulations annulent l'avantage du modèle de capital risque originel construit autour du couplage flexibilité contractuelle centrée sur la participation active des gestionnaires financiers dans la surveillance de financement de capital-risque et les sorties par les marchés financiers actifs. La dissonance se poursuit donc par l'existence d'un cadre régulatoire à portée généraliste et un désir de revitaliser le financement des industries fondé sur les valeurs technologiques par une création future d'une bourse dédiée aux sociétés technologiques.[945] En résumé, le modèle de capital-risque transposé à travers le droit régulatoire Indonésien fragmente le design institutionnel du capital risque américain avec un potentielle de le rendre inefficace. La flexibilité contractuelle est devenue ainsi optionnelle avec l'absence d'une gestion obligatoire par un gestionnaire certifié pourtant présent dans la gestion des fonds de capital investissement et les voies de sorties par le marché financier jusqu'à présent toujours absentes.

[710] Néanmoins, il serait utile d'énumérer les réformes importantes portées par les séries de régulations nouvelles par rapport à la régulation du Ministère des finances N° 18/PMK.010/2012 sont *inter alia :*

- Une extension des formes de financement permises. Les modèles d'affaires jadis limités aux (a) participations en titres d'actions, (b) les titres convertibles et (c) le partage des revenus sont ainsi enrichis avec la possibilité d'un financement par l'achat des

[945] Nadine Freischlad, "IPOs for startups in Indonesia 'one or two years' away, minister says." 14 Avril 2016, L'article est accessible sur le lien suivant: https://www.techinasia.com/udiantara-says-indonesia-technology-board-on-its-way

obligations d'un partenaire de projets pendant les phases d'amorçage et de croissance ainsi que le financement direct des sous-projets productifs[946].

- La possibilité pour les sociétés de capital-risque de gérer des fonds par l'intermédiaire d'une banque dépositaire en vue d'un investissement dans des projets de capital-risque.[947] La gestion est construite en tant qu'un contrat par mandat de gestion entre la société de capital-risque en forme de contrat d'investissement conjoint (*joint investment contracts)*.
- L'obligation de respecter les règles de bonne conduite dans la gestion des investissements.[948]

[711] Il est clair que malgré les énormes lacunes des nouvelles séries de régulations, les réformes citées permettent toujours d'améliorer le critère de flexibilité contractuelle dans la formation des fonds de capital-risque en Indonésie. L'expansion des instruments et modèles disponibles pour l'accompagnement du financement permet d'élargir la discrétion à la disposition des investisseurs. Pourtant, la limitation de l'adoption de la forme de société en commandite - donc une forme partenariat – dédiée seulement aux investisseurs Indonésiens[949] réduit la possibilité de modeler la gouvernance exclusivement sous forme contractuelle pour cause de l'observation des règles d'investissement s'appliquant aux investisseurs étrangers. Les investisseurs étrangers seront donc

[946] Article 2 point (1) de la régulation N°35 /POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur l'opérationnalisation d'une société de capital risque

[947] Article 1 point (7) jo. Article 1 point (2) de la régulation N°35 /POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur l'opérationnalisation d'une société de capital risque

[948] La régulation N° 36/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur le Règles de bonne conduite (*Good Corporate Governance)* des Sociétés de Capital Risque

[949] Article 2 point (2) de la Régulation No. 34/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) concernant les visas opérationnels et la structure de l'organisation de la société de capital risque

obligés de structurer leur société de capital-risque sous la forme juridique de société par actions à responsabilité limité. Les règles de la loi n° 40 de l'année 2007 sur les sociétés par actions à responsabilité limité Indonésienne ainsi que la loi n° 25 de l'année 2007 sur le capital investissement s'appliqueront par conséquent. Le modèle contractuel optimal visé par le Professeur Gilson et construit selon le modèle de partenariat et par dérogation aux règles obligatoires du droit des sociétés et des droits financiers se trouve ainsi morcelé en droit Indonésien.

[712] Il existe aussi une tentative de généraliser le modèle de gouvernance par architecture financière en favorisant un financement par prise de participation d'actions. Pourtant cette tentative est fragmentaire et incomplète d'un point de vue institutionnel. Le capital-risque Indonésien sert d'exemple d'un cadre règlementaire n'ayant point encore adopté la facilitation du couplage flexibilité de la gestion de modèle financier – marchés des titres d'actions américain. Les réformes règlementaires visaient plutôt à remédier à l'usage du capital risque comme moyen d'évitement juridique. Il en résulte que le cadre règlementaire s'avère généraliste, morcelé et ne facilite point la formation d'une gouvernance contractuelle selon le modèle institutionnel américain. Finalement, le développement des régulations économiques et financières au niveau régional d'ASEAN (*Association of South East Asian Nations*) à travers le programme de la communauté économique ASEAN (*AEC)* représente une nouvelle donnée pour le processus du capital risque en Indonésie.[950] Ceci notamment avec l'entrée en vigueur du *Mutual Recognition Agreement* pour la reconnaissance au niveau régional de la profession de comptable. Ceci pourra dans une futur proche ouvrir l'opportunité pour une reconnaissance régionale de la profession des gestionnaires de fonds de capital-risque et favoriser une mobilité de capital similaire au modèle de passeports de fonds de capital-risque sous le régime de EuVECA (*European Venture Capital Regulation)*[951]. Le modèle de schéma d'investissement collectif

[950] Yusuf Ausiandra, *Indonesian Venture Capital Industry : ASEAN Economic Community (AEC) Strategic Perspecvtive*, Opinio Juirs Journal of the Indonesian Ministry of Foreign Affairs, Volume 18 Mei-September 2015, Pp. 9-43, P. 34

[951] *Ibid,* P.24

au niveau régional (*ASEAN Collective Investment Scheme*) sert déjà de projet préliminaire dans ce sens.[952]

Chapitre III. Les observations comparatives et analyse institutionnelle

[713] À travers la description faite des différentes réformes juridiques prises par les gouvernements pour dynamiser leurs industries de capital-risque et de financement de l'innovation, certaines observations peuvent être formulées. Premièrement, certains pays tel que la France, le Japon, et l'Indonésie sont fortement marqués par l'empreinte hégémonique du secteur bancaire. Dans la première partie, nous avons remarqué une corrélation entre la dominance du secteur bancaire et le système juridique de tradition civiliste. Pourtant, le financement par les marchés de titres de participation (*equity)* en particulier par l'intermédiaire du capital risque était plus adéquat pour le financement des projets à haut risque et de nature incertaine[953]. L'élaboration théorique initiée dans la première partie explique ce postulat par deux éléments distinctifs de l'intermédiation financière faite par le capital-risque.

[714] En premier lieu, la structure de type mainmise directe par les gestionnaires de fonds sur la gestion des affaires des entreprises ou projets financés par le capital-risque permet une surveillance constante des actions entrepreneuriales. Le principe de non-ingérence central à la relation bancaire rend un mode de gouvernance similaire non envisageable pour les banques. En second lieu, la flexibilité contractuelle garantie par l'emploi de l'architecture financière et l'échelonnement des investissements (*staging* et *milestones)* dans l'allocation des fonds de financement attribue une forme de *real option* dans le processus de financement. La thèse d'Éric Pinault énumère trois manifestations de la liquidité financière : la réversibilité, l'indétermination et l'intangibilité. Dans le cas de

[952] *Ibid,* P. 30

[953] *Op cit,* Bernard Guilhon et Sandra Montchaud, Le capital risque : mécanisme de financement de l'innovation, P.43

l'effet produit par l'utilisation conjointe de l'architecture financière et l'échelonnement des investissements, les fonds dédiés à l'investissement du capital risque obtiennent la capacité de réversibilité. Les fonds possèdent l'option de continuer ou d'abandonner les investissements dans les entreprises portefeuilles.

[715] En comparaison le financement bancaire se voit condamné à la passivité face à l'allocation des fonds voués à la discrétion des managers de l'entreprise. Par ailleurs, le financement par les marchés financiers directs puisse être considéré comme sous-optimal en considération que ce mode est privé des effets vertueux - d'un point de vue de gouvernance - de la flexibilité contractuelle. Les fonds de capital-risque s'organisent en cycles de levées de fonds assurant ainsi une liquidité monétaire à moyen terme. Les fonds de capital-risque peuvent donc limiter la volatilité des investissements en conditionnant cette même réversibilité par voie contractuelle. Les investisseurs sont tenus d'alimenter les fonds selon les contrats de gestions et confient la gestion spéculative aux intermédiaires subséquents : les gestionnaires de capital-risque. Concernant le caractère de l'indétermination propre à la liquidité financière, le mode d'accumulation du capital risque se fonde sur la formule Marxien (A-A'). En d'autres termes, le capital-risque extrapole une rente financière au moment de la liquidation des fonds sans pour autant s'exposer aux risques liés à l'acquisition des actifs tangibles. La tendance à l'externalisation des processus non-essentiels, d'ailleurs constituant le trait caractéristique de la vague de financiarisation décrite dans la première partie, puis l'expansion du phénomène de réseautage des sous-traitances appliquées par les entreprises portefeuilles aboutit à un portefeuille d'investissement pour la plupart liquide. Par « liquide », ceci se réfère à la notion selon laquelle la valorisation des entreprises portefeuilles est indéterminée par rapport au variable de travail et à la dépréciation des actifs tangibles. Par ailleurs, la notion de l'intangibilité déterminée par Eric Pinault sous la manifestation de la négociabilité des revenus anticipatif et spéculatif propre à l'investissement en fonds propres ainsi que l'alimentation structurelle de l'espace financier par la

liquidité monétaire des banques supportent le cycle perpétuelle de financement de capital-risque. [954]

[716] L'analyse des théories institutionnelles, en particulier l'école conventionnaliste française déconstruit la logique institutionnelle soutenant l'efficacité de financement par capital risque sur les autres sources de financement. Il permet aussi de confirmer la relation inséparable - avancée par le Professeur Gilson - entre la flexibilité contractuelle et les marchés des actions actifs.

[717] Les pays commencent une compétition au niveau mondial visant à reproduire le modèle institutionnel américain. La plupart des programmes commencent par une intervention directe des fonds publics. Le programme Israélien Inbal, le programme de réforme Coréen, et le programme GGF chinoise se sont tous soldés par un échec. La transition vers une forme coopérative entre les pourvoyeurs de fonds publics et des acteurs professionnels de capital risque sur fond d'incitation financière corrige le développement des programmes cités respectivement. Le programme Yozma Israélien, le programme SVCIG Chinois et l'intervention conditionnelle Taïwanaise représentent cette approche politique et juridique fixée sur la flexibilisation contractuelle et l'autonomie des acteurs privés. La critique des analystes et des chercheurs sur les programmes voués à l'échec tels que le programme de transition Coréen et l'Imbal Israélien réside dans la tentative de créer l'entreprenariat en supportant directement les entreprises tout en adoptant une approche bureaucratique. Les programmes de Yozma, le SVCIG Chinois, le programme de Taiwan transfèrent la gestion de l'allocation des fonds vers les investisseurs professionnels de capital-risque. En parallèle les programmes créent un mécanisme d'incitation similaire à l'architecture financière employée par le capital-risque. En guise d'illustration, le programme de Yozma permet le rachat des parts détenues par les fonds Yozma par le capital risque en cas de réussite des entreprises portefeuilles. Les fonds SVCIG chinois s'inscrit

[954] Eric Pinault, *Capital Financier et Financiarisation du capitalisme : Une contribution institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*, Thèse défendue le 7 Octobre 2002, P.477-478

aussi dans le même paradigme et ajoute à la flexibilisation de la régulation de l'industrie de capital investissement par la délégation d'un part importante de créations des règles vers l'*Asset Management Association of China* ou *AMAC.*

[713] La flexibilisation de l'approche interventionniste des pouvoirs publics se répand aussi dans le cadre juridique. En vue de céder une plus grande autonomie vers les investisseurs une série de réformes juridiques prennent place. En France, le développement d'un régime encadrant des titres offrant une possibilité d'accès à terme au capital de la société par les réformes portées par la loi du 24 Juillet 1966 telle que modifié par la loi n085-695 du juillet 1985 et ensuite prolongée par l'ordonnance 2004-604 du 24 juin 2004 reflète la refonte des lois vers la flexibilisation. Ces réformes se poursuivent par le décret 2005-112 du 10 février 2005, la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 et l'ordonnance du 31 juillet 2014[955]. Ces réformes sont définies dans les articles L.228-9 et suivants du Code de commerce[956]. L'extension des types de titres disponibles en droit français accroît la marge de manœuvre des investisseurs en capital-risque dans la structuration des opérations en termes d'architecture financière et d'échelonnement. Plus récemment, la création d'un nouveau véhicule d'investissement distingué par la dominance d'une gouvernance contractuelle reflète le mouvement continuel du droit français ver la flexibilisation. La société de libre partenariat (SLP) française renvoie certains aspects importants de la gouvernance telles que les règles d'investissement et d'engagement dans la SLP vers les statuts de la SLP. De plus, la protection plus accrue des investisseurs par la dérogation de certains actes de la qualification de gestion externe à travers l'article L.214-162-3 I du Code monétaire et Financier rapproche le système civiliste français de la flexibilité du système de *common law* américain en termes de protection de l'activisme des investisseurs. Le modèle calqué sur la société en commandite de la SLP reproduit les traits de gouvernance du *limited partnership* américain.

---

[955] François-Denis Poitrinal, *Le Capital-Investissement : Guide Juridique et Fiscal*, 5e édition, 2015, Paris, Revue Banque édition, P.230

[956] *Ibid,* P.231

[714] La forme partenariale anglo-saxonne (*limited partnership)* se répand aussi dans d'autres juridictions telles que la *Partnership Entreprise Law (PEL)* chinoise créée par l'ordre Présidentiel No.82 datant du 23 Février 1997 puis modifié par Ordre présidentiel No.55 datant du 27 août 2006 et la *Limited Partnership for Investment* en vigueur depuis 1998 au Japon. L'introduction du modèle de la société en commandite pour les sociétés de capital-risque Indonésien par la Régulation No. 34/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésiens (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) concernant les visas opérationnels et la structure de l'organisation de la société de capital-risque s'inscrit dans le même élan. Pourtant la limitation du modèle de capital risque en forme de société en commandite aux investisseurs Indonésiens résulte plutôt d'un souci de cohésion réglementaire. Un cabinet d'avocat Indonésien explique que les travaux préparatoires des nouvelles séries de règles portant sur le capital risque ont été fortement influencées par le souci de remédier aux lacunes juridiques portant sur l'usage de la forme de capital risque pour éviter les règles sur l'investissement des capitaux d'origine étrangère.[957] Par conséquent, le modèle incorporé de la société à responsabilité limité par actions Indonésien (*Perseroan Terbatas)* désignée comme la seule forme permise pour les investissements étrangers sous le régime de la loi n° 25 de l'année 2007 sur le capital investissement s'étend à la régulation du capital risque. Toutefois, la situation économique de l'Indonésie actuellement en phase de transition progressive vers l'industrialisation réduit l'urgence d'une financiarisation du financement entrepreneuriale par la flexibilisation.

[715] En résumé, il existe deux tendances importantes miss en lumière par l'élaboration des différentes réformes conduites dans des juridictions variées à travers le monde. Premièrement, une transition progressive des régimes juridiques d'un modèle dominé par une intervention active des pouvoirs publics vers un régime juridique fondé sur l'autonomie des acteurs de marché. En second lieu, une prise de conscience de l'importance fondamentale de la création d'une liquidité financière en complément inaliénable à la flexibilité financière. La

[957] Atik Susanto – Oentoeng Suria & Partners (in association with Ashurst LLP), *Venture Capital Investment in Indonesia: market and regulatory overview*, 1 January 2016, L'article est accessible sur le lien suivant: http://us.practicallaw.com/9-621-6693

poursuite de la liquidité financière sera abordée dans de prochains développements de cette partie.

[716] Il sera nécessaire d'aborder l'apport du réseautage avancé de la société résultant de l'expansion de l'architecture internet 2.0-4.0. Certaines pratiques nouvelles se développent dans le cadre du financement de l'innovation dû à l'expansion de l'internet et la capacité de développement des ordinateurs.

Chapitre IV. L'apport du réseautage de la société et la flexibilisation soutenue : le cas du « *KISS Contracts* »

[717] Les progrès techniques dans le domaine des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC) influencent le milieu économique et en conséquence altèrent ou initient certaines nouvelles pratiques juridiques. Dans le chapitre précédent, nous avons adopté les point principaux énumérés dans la recherche conduite par le *Networked Society Lab*[958]. Selon cette recherche, l'évolution économique est causée par quatre variables principales[959] : (1) l'accroissement de la vitesse de capacité de développement des ordinateurs ; (2) la démocratisation en nombre de l'accès à l'usage des capacités de développement des ordinateurs ; (3) la connectivité accrue entre différents systèmes jadis exclusifs ou l'usage des APIs ouvertes et (4) l'expansion de la financiarisation de l'économie depuis l'année 1980. Le document de travail conclut que les quatre variables conduisent à une modularisation des facteurs de production reflétée par un accès plus facile et à bas coût de transaction à divers facteurs de production comme le capital, le main-d'œuvre, l'utilisation des terres et bien d'autres.[960] De plus l'économie d'échelle auparavant renforcée par les NTIC s'éclipse face à un modèle d'entreprise à taille modeste en réseau et

[958] Dr. Catherine Ellen Anne Mulligan et Dr. Giaime Berti, *The Economics of The Networked Society: Industry Transformation*, 2015, Imperial College London, Recherche sous financement de EPSRC EP/K003593/1; 4e document de travail de la *sustainable Society Network +*

[959] *Ibid,* P.7

[960] *Ibid,* P.37

dépendant d'un mode de production par agrégation des ressources[961]. Ces observations d'ordre économique rejoignent notre observation formulée en conjonction avec la nature institutionnelle du financement de l'innovation. En rappel à l'analyse présentée dans la première partie, le modèle institutionnel américain de l'incomplétude contractuelle réduisait l'entreprise à un nœud de contrats (*nexus of contracts).* Pourtant l'existence de la frontière de la firme demeure pour cause de l'asymétrie de l'information, du coût de transaction et de l'incomplétude contractuelle.

[718] Le nouvel écosystème se distingue par un coût de transaction plus faible et une asymétrie plus réduite. La connectivité et la disponibilité de l'information ainsi que les ressources de production se sont améliorées à travers la connectivité accrue des acteurs économiques et d'un plus grand nombre de consommateurs. En transposant les caractéristiques de ce nouvel écosystème à l'archétype de financement de l'innovation, nous avons pu observer que la financiarisation de l'économie évolue en parallèle avec les progrès techniques. Le réseautage de la société renforce les trois piliers de l'archétype de financement de l'innovation. Pour rappel, les trois piliers sont (a) Le financement exogène de l'innovation ; (b) la fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle ; et (c) Un marché financier liquide en guise de moyen de sortie idéal. Le financement exogène de l'innovation évolue vers le modèle de *Silicon Valley* délimitée par Aoki. Il se résume ainsi par la modularisation du milieu économique. Le capital risque en particulier et le financement de l'innovation en général bénéficient du réseautage de la société.

[719] L'externalisation et la connectivité accrue de la société conduisent à la plateformisation des ressources productives. Dans la première partie, le *crowdsourcing* ou l'externalisation sur des plateformes de l'internet de l'innovation, de la production et un part de financement a été décrit comme une des innovations majeures dans l'économie actuelle. L'élément d'externalisation

[961] *Ibid*

de l'archétype du financement de l'innovation américain se trouve ainsi étendu. La vague de financiarisation en constant progrès jusqu'à présent à travers le mode place les intermédiaires institutionnels – les fonds de capital-risque inclus – en substitut des managers industriels.

[720] La modularisation des ressources de production par la connectivité accrue et la multiplication des plateformes offrant accès à ressources de production variées aboutit à une production décentralisée et dans une structure désintégrée soutenue par un réseau de sous-traitance subtile. Le modèle d'Aoki décrit dans la première partie envisage l'extension du rôle du capital risque comme étant un intermédiaire financier interventionniste. Le capital-risque se transforme à présent en intermédiaire gestionnaire pour des *start-up* à taille restreinte, avec une connectivité accrue mais à forte capitalisation. Le réseautage croissant de la société par le développement rapide des NTIC par l'internet 2.0-4.0 affecte aussi le domaine de droit.

[721] Cette thèse défend la vision construite à partir d'un regard synthétique des trois courants institutionnalistes élaborés dans la première partie. Le milieu économique étant largement influencé et modifié par la révolution des NTIC se répand vers la pratique juridique. En d'autres termes au-delà de l'observation économique sur la prédominance des réseaux de sous-traitance, les effets du réseautage de la société et de l'économie s'étendent aussi aux deux autres piliers de l'archétype de financement de l'innovation américain notamment le domaine de la gouvernance par flexibilité contractuelle et la création des marchés de sorties liquides. La liquidité financière sera abordée dans la partie suivante sur la liquidité financière.

[722] À travers la description faite par une observation de l'évolution de divers systèmes juridiques à travers le monde ci-dessus, il peut être considéré que les différents gouvernements tentent de réadapter la réalité économique postindustrielle, financiarisée et reposant sur une innovation technologique à la flexibilité offerte par le mode de financement par les marchés des titres d'actions.

La recherche récente sur la corrélation entre un marché des titres d'actions actif et la capacité de financement et de refinancement des *start-up* innovantes s'avère positive[962]. Les différentes écoles institutionnalistes expliquent ce phénomène. Le marché financier est construit sur une gouvernance fondée sur un jeu de signalement entre les entreprises - sous obligations de divulgation d'information - et les investisseurs capables de sortir des investissements à tout moment. L'investisseur motivé par une rationalité mimétique à finalité spéculative se pose en institution de surveillance de gouvernance. Pourtant le marché financier est autant victime des même vertus structurelles. L'horizon de placement à court-terme, la domination de la logique de spéculation mine ainsi l'effectivité de la fonction de surveillance. Le capital-risque présente ainsi une solution par les services d'intermédiation financière. Le mode d'investissement retient la logique spéculative et l'accumulation proprement financière (A-A') fondée sur l'indétermination par rapport au travail productif. Le véritable bénéfice d'une opération de capital-risque repose sur la validation de la valorisation de l'emprise à travers une sortie boursière attribuant une plus-value en *ROI* importante pour les *limited partners.* La gouvernance contractuelle flexible par incomplétude stratégique devient l'outil de gouvernance par excellence. Le maintien d'une *real option* de sortie par l'emploi des techniques d'architecture financière (*security design)* et d'échelonnement assigne une capacité de réversibilité aux placements. De plus, la période de levée de fonds évite l'horizon court-termiste par une vision à moyen et long terme. Le capital-risque se présente toujours comme un outil de gouvernance de financement par les marchés de titres d'actions puisque la sortie par IPO reste un but privilégié mais retient l'aspect de gestion et de l'esprit entrepreneurial par la nature des investissements dans des entreprises poussins.

[723] L'essor de la technologie des NTIC influence l'élément de la flexibilité contractuelle et de la liquidité. Le financement par les marchés des titres d'actions est de nature mimétique et dépendant de signaux informationnels émis par les entrepreneurs. La gouvernance contractuelle par architecture financière et l'échelonnement des placements permet de dégager l'information privée détenue

[962] *Op cit,* Tom Nicholas, *The Origins of High-Tech Venture Investing in America*, P.11

par l'entrepreneur au détriment des investisseurs. La plus grande facilité de démarrer une entreprise dans le nouvel écosystème hautement resauté introduit un plus grand niveau d'incertitude dû à la prédominance de la valeur spéculative. En simple, il est plus facile de démarrer une entreprise et d'obtenir une taille d'échelle (*scalability)* en un temps réduit et avec un investissement requis plus faible.[963] L'évolution de la flexibilité contractuelle est témoignée à travers des pratiques de financement des *start-up* aux États-Unis. Le financement des *start-up* connaît une phase de professionnalisation du processus de démarrage par l'émergence des accélérateurs à réseau international. Un de ces accélérateurs réputés est le « *Y Combinator* ».[964] En vertu des progrès considérables des variables techniques liés aux NTIC telles que l'expansion du *cloud-computing,* la plus grande disponibilité des applications *open-source* et la capacité d'accroître rapidement l'entreprise, une multiplication du nombre des nouvelles entreprises *start-up* à valorisation importante prend place.[965]

[724] Les *business angels* restent jusqu'à présent les pourvoyeurs principaux du capital démarrage aux Etats-Unis[966]. Une précarité en nombre de ce dernier et du montant de capital démarrage par rapport à la demande en capital reste un problème important aux Etats-Unis. À la différence du capital risque, les *business angels* investissent par loisir plutôt comme activité principale. Il en résulte que les contrats de financements requis pour leurs placements en phase de démarrage sont de nature plus simplifiée que les contrats des capital risques employant des clauses sophistiquées d'actions de préférence (*preferred stock)* ou d'autres techniques dérivées de l'architecture financière.[967] Les progrès techniques rendaient une plus grande efficience dans l'allocation et l'emploi du capital au moment de démarrage. Les entreprises se voient ainsi tentées de procéder à une

---

[963] John F. Coyle and Joseph M. Green, *Contractual Innovation in Venture Capital* (March 28, 2014). Hastings Law Journal, Vol. 66, p. 133, 2014; UNC Legal Studies Research Paper No. 2417431, Accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2417431, P.155

[964] The Economist, *Accelerators : Getting to Speed" dans "A Cambrian moment", Special Report Tech Startups*, January 18th 2014.pp.5-8, P.5

[965] *Ibid,* P. 178

[966] Jeffrey Sohl, *The Changing Nature of the Venture Market* dans le mélange *«Hans Landström et Colin Mason, Handbook of Research on Venture Capital: Volume 2, A Globalizing Industry, 2012, Massachusetts, Edward Elgar* » , Pp.17-41, P.21

[967] *Op cit,* John F. Coyle and Joseph M, Green, *Contractual Innovation in Venture Capital,* P.159

levée de fond plus signifiante afin d'obtenir une valorisation plus importante dans les futures étapes de financement et d'accélérer la croissance de l'entreprise. [968] Un développement évolutionnaire prend lieu alors dans la *Silicon Valley.* Les tours de financement à la phase de démarrage augmentent en montant tandis que l'instrument utilisé reste l'action ordinaire (*common stock).* Par conséquent, les investisseurs tentent de structurer un instrument de financement offrant une protection supérieure à l'action ordinaire, une structure plus simplifiée et moins couteuse qu'une émission d'actions de préférence convertibles Series A (*Series A Convertible Preferred Stock Financing).*[969] Deux instruments largement utilisés dans le milieu du capital-risque connaissent alors certaines transformations.

[725] Premièrement, les obligations convertibles connaissent un essor en termes d'usage pour des coûts amoindris par rapport à l'émission des actions de préférence. La structure de l'instrument diffère le processus de négociation en vue de déterminer les prix à une date ultérieure, précisément à l'occurrence d'un nouveau tour de financement. Néanmoins la date de maturité pose un problème puisqu'elle déclenche une obligation de remboursement des dettes et la couverture de garantie (*warrant)* qui se révèle inadéquate face aux conditions restreintes de l'entreprise au moment de démarrage. Les contrats furent donc simplifiés avec la garantie remplacée par une décote (*discount)* par rapport au prix d'acquisition de la prochaine d'émission d'action. Cette clause est connue en pratique sous le terme de *conversion price cap*[970]. Elle limite le prix maximal imposable pour l'acquisition des nouveaux titres émis par l'entreprise dans le prochain tour de financement. Le désir de flexibiliser encore plus le caractère des obligations convertibles donne naissance en 2013 au contrat modèle proposé par un juriste travaillant pour l'accélérateur « Y Combinator » : le « *simple agreement for future equity* » ou connu sous l'acronyme SAFE.[971] Le site décrit le SAFE comme un

[968] *Ibid,* P.158
[969] *Ibid,* P.160
[970] *Ibid,* P.164
[971] Les contrats modèles sont mis à disposition librement sur le site de « Y combinator » accompagnés d'une explication courte sur le caractère de ces instruments. Les documents sont accessibles sur le lien suivant : https://www.ycombinator.com/documents/.

instrument flexible dépourvu des clauses sur la date de maturité, de taux d'intérêt et nécessite seulement la négociation de la clause de plafond (*valuation cap).* La simplicité et la mise à disposition libre des contrats modèles réduisent les coûts de transactions surtout sur le coût de services juridiques d'une levée de fonds. Elle simplifie aussi le processus de négociation des termes d'investissement.

[726] Dans le prolongement du modèle SAFE, il existe un autre contrat modèle alternatif développé par un autre accélérateur dénommé « *500 start-ups* » : le « *Keep it Simple Security* » également connu sous l'acronyme KISS[972]. La différence entre les contrats SAFE (*Simple Agreement for Future Equity)* et KISS (*Keep it Simple Security)* réside dans l'économie des clauses. Le KISS remet l'équilibre vers les investisseurs considérés comme mis à mal par des structures plus favorables envers les entrepreneurs dans les contrats de type SAFE[973]. Les contrats modèles KISS ré-établissent l'élément d'intérêt accru, la conversion sur la date de maturité et certaines clauses administratives. Certains juristes considèrent que le KISS annule l'avantage poursuivi par le SAFE.[974]

[727] En second lieu, les juristes de la Silicon Valley s'attaquent similairement à la structure des actions de préférence convertibles série A (*Serie A Convertible Preferred Equity).* Le résultat est le modèle contrat tel que le « *Series AA* » publié par Techstars.[975] Le series AA initié par Michael Platt et Noah Pittard du cabinet d'avocat Cooley LLP en Colorado vise à simplifier les documents concernant la première émission des titres d'actions préférentielles convertibles.[976]

---

[972] Les contrats modèles sont mis à disposition librement sur le site de « 500 start-ups » accompagnés d'une explication courte sur le caractère de ces instruments. Les documents sont accessibles sur le lien suivant : http://500.co/kiss/,

[973] Mc Carter & English Attorneys at Law, *Kiss the SAFE Goodbye? Another Alternative for Start-up Financing,* M&E Venture Capital and Emerging Companies Alert, L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.mccarter.com/KISS-the-SAFE-Goodbye-Another-Alternative-for-Start-up-Financing-05-20-2015/

[974] *ibid*

[975] Les contrats modèles sont accessibles librement en ligne sur le lien suivant : https://www.docracy.com/28/techstars-series-aa-term-sheet

[976] *Op cit,* John F. Coyle and Joseph M, Green, *Contractual Innovation in Venture Capital,* P. 175

[728] En France, les contrats modèles de type *open source* comme le SAFE commencent à se répandre. Un des cabinets d'avocats français ayant pris l'initiative de mettre à disposition du grand public ces modèles de contrats est le cabinet d'avocat français Sacha Benichou (SB Avocats). Le contrat modèle est accessible sur un site dédié et désigné sous le titre « Accords d'Investissements Rapide » (AIR). [977] Ces dispositions sont ainsi qualifiées sous le droit français en forme de Bons de Souscription Unique d'Actions sous le régime des articles L 228-98 et suivant du Code de Commerce. La raison pour laquelle le Bon de Souscription Unique d'actions a été choisi repose sur le coût de transaction d'une émission d'un titre convertible en droit français. En outre le droit français en cas d'une émission d'une obligation convertible est soumis à une justification de deux bilans régulièrement approuvés et le cas échéant une vérification financière par un commissaire de l'état d'actif ou de passif[978]. Pour cela la forme choisie pour le AIR est le Bon de Souscription Unique d'action. À part la forme, le mécanisme de fonctionnement reste similaire à la SAFE américain. L'émission d'un AIR nécessite la signature de seulement deux documents[979] : (1) un contrat d'émission établissant les grands principes de l'investissement ainsi que les déclarations, garanties et engagements des parties ; et (2) une décision d'émission contenant la formule de détermination du taux de conversion et la définition de tous les paramètres du bon. Un point intéressant de l'adaptation en droit français en forme de « bons de souscriptions d'actions » réside dans l'emploi des dispositions du Code de commerce pour compléter les clauses complexes contractualisant les éléments protecteurs. Le droit français dans le cas des contrats AIR retient ainsi les *defaults rules* selon le paradigme de la théorie des contrats incomplets servant à maintenir un niveau minimal de formalisation tout en maintenant un modèle contractuel incomplet.

---

[977] SB Avocats, Accords d'Investissements Rapide, Les contrats modèles sont mis à disposition librement sur le site suivant : http://www.meetair.co/

[978] Articles L.225-8 et L.225-10 du Code de commerce

[979] Benjamin Cichostepski, Guillaume Vitrich, Orrick Rambaud Martel, "*Startups SAFE: l'instrument innovant dédié au financement en amorçage*", Les Rencontres d'experts Juin 2015, L'article est accessible sur le site Option Finance Droit & Affaires par le lien suivant : http://www.optionfinance.fr/droit-affaires/les-rencontres-dexperts/financement-des-pme/labondance-de-produits-est-elle-adaptee-aux-besoins-des-pme/startups-safe-linstrument-innovant-dedie-au-financement-en-amorcage.html

[729] La référence à la théorie de l'incomplétude contractuelle abordée dans la première partie permet de dévoiler la logique soutenant le mouvement de simplification des obligations convertibles américain (*convertible notes)* et les actions de préférence convertibles *(convertible preferred stock)*. La théorie d'incomplétude contractuelle qualifie ce type d'incomplétude en trois types d'incomplétude possible[980] :

(a) le type d'incomplétude stratégique causé par la nature non-observable *ex-ante* ou la non-vérifiabilité par une tiers d'une occurrence pourtant observable

(b) Le type d'incomplétude de type A résultant des considérations d'efficience liées au coût de la rédaction d'un contrat incomplet

[730] Les investisseurs en capital-risque appelés « *business angels* » apportant un fonds de capitalisation en phase d'amorçage aux *start-up* sont confrontés à une double incertitude. D'une part, il existe une possibilité d'une perte pure et simple des investissements justifiant ainsi le recours à la forme de la dette. Néanmoins, la probabilité d'un processus marqué par une nouvelle levée de fonds plus importants en nombre reste présente. La révolution des NTIC en particulier avec le développement du *cloud-computing* et les applications *open source* met à disposition des nouveaux entrepreneurs les outils pour une accélération en termes de valorisation. La connectivité accrue et la modularisation des facteurs de production réduit le coût de transaction et par conséquent le coût de démarrage des entreprises. L'abondance relative de capital risque dans l'écosystème de financement américain permet aussi un accès plus facile au financement. Pourtant, le coût de transaction – en particulier juridique – reste fixe et l'observation d'une date d'échéance s'avère couteuse en termes de surveillance. Ceci rejoint les deux types d'incomplétude décrits.

[731] Pour l'investisseur il y a l'incertitude des gains futurs d'une part et la nécessité de maintenir la possibilité de récupérer le montant investi. Pour les

[980] Simon A.B. Schropp, *Trade Policy Flexibility and Enforcement in the WTO: A Law and Economics Analysis*, 2009, Cambridge: Cambridge University Press, P. 69-73

investisseurs il y a le besoin d'obtenir des fonds préliminaires rapidement et à coût de transaction bas. Ceci aboutit à l'adoption de l'incertitude contractuelle. L'élément de d'incertitude est ainsi remédié par un mécanisme reproduisant les effets d'un *real option* en forme d'un suivi de conversion sur la survenance d'un élément futur observable mais non-définissable *ex ante.* Le mécanisme de flexibilisation adopté dans le SAFE rejoint la solution théorique. Selon la théorie d'incomplétude contractuelle, une solution pour combler l'incomplétude est la formulation des mécanismes de flexibilité en forme de règles procédurales et des mesures de contingence tout en observant les règles de défaut[981]. L'investisseur voit ainsi son entrée en capital différée à la survenance d'un événement ultérieur prenant des formes diverses tel qu'un nouveau tour de financement ou l'occurrence d'un événement de liquidité. Son caractère intermédiaire en tant que *quasi-equity* attribue une flexibilité pour l'investisseur et l'entrepreneur dans la structuration d'une architecture financière simplifiée.

[732] Les éléments d'incomplétude sont reflétés par le conditionnement de la valeur de conversion sur la valorisation retenue à l'occasion de l'événement déclencheur. Les négociations et la renégociation sont ainsi différées à une date ultérieure et objet d'un événement concret. L'incomplétude stratégique est ainsi maintenue sans qu'un recours à un mécanisme de renégociation *ex post* se révèle nécessaire. La transposition du SAFE en droit français attribue par ailleurs des *default rules* fournis par le législateur français évitant ainsi la nécessité d'une négociation *ex ante* des règles protectrices. Ces cas des contrats modèles AIR peuvent servir d'exemple d'un mouvement de flexibilisation du droit civil pour accommoder juridiquement le modèle d'incomplétude contractuelle, cœur de l'archétype de financement des entreprises à taux d'incertitude élevé.

[733] Le réseautage de la société par la révolution des NTIC renforce ainsi le mouvement vers la flexibilisation du droit tout autant que la poursuite de la liquidité financière. Ce point sera traité dans le chapitre suivant. La théorie institutionnelle française d'André Orléan maintient que la logique financière

[981] *Ibid,* P.85

repose sur la logique d'anticipation de nature spéculative. En complément, Eric Pinault avance que la finance se projette dans un contexte des gains anticipatifs donc dans l'avenir. Pour cela, en vue d'affronter l'incertitude (de probabilité de gain ou de perte), engendrée par la révolution NTIC dans un milieu financiarisé, la pratique juridique aux Etats-Unis et en France s'adapte ainsi institutionnellement par un accroissement des mesures de flexibilisation. La flexibilisation en retour accroît la facilité d'accès au financement pour les entreprises. En d'autres termes, la flexibilité contractuelle peut être considérée comme une pierre angulaire à la liquidité financière. Les réformes juridiques des différents pays à travers le monde décrites auparavant démontrent une préférence pour l'autonomie contractuelle et par conséquent la flexibilité contractuelle

[734] Par cela, la poursuite du processus de flexibilisation contractuelle suit en parallèle le niveau de liquidité des marchés ainsi que la volatilité causée par la nature spéculative de la finance. L'existence d'un marché des titres d'actions actif et un essor des nouvelles *start-up* à forte valorisation augmentera le niveau de spéculation et par conséquent l'incertitude générale quant à l'investissement créateur de valeur. Dans ces conditions, seule la flexibilisation des contrats de financement permet de remédier à la pénurie dans l'alimentation du capital risque en particulier en phase d'amorçage. Au-delà de l'analyse institutionnelle formulée dans cette thèse, il est aussi important de compléter l'écosystème juridique flexible avec une abondance de professionnels du secteur de capital risque. Un pré-requit de l'efficience d'un écosystème fondé sur la flexibilité contractuelle reste la ressource humaine capable.

Chapitre V. L'inaliénabilité d'une gouvernance contractuelle flexible avec la liquidité financière

[735] Dans un développement à venir, le second pilier central du modèle de financement de capital risque – la liquidité financière – sera abordé. Mais auparavant, il sera intéressant de démontrer l'inséparabilité entre l'accompagnement pendant la phase développemental des entreprises découlant de la gouvernance contractuelle flexible et la liquidité. La pénurie en termes de financement par souscription en titres d'actions au Canada (*equity gap)* pour les petites et moyennes entreprises a incité le gouvernement Canadien dans les années 1980 à recopier le modèle américain des *Blind Pools/ Blank-Checks* ainsi qu'un ensemble de programmes facilitant l'introduction boursière. Un des programmes, le *Capital Pool Company Program (CPC)* , traduit comme le programme « société de capital démarrage » / SCD mérite d'être analysé[982]. Le programme se base sur trois postulats principaux[983] : (1) Il existe un nombre signifiant d'entreprises en besoin de financement externe mais exclues de l'emploi des instruments financiers conventionnels ; (2) les petites entreprises n'ont guère besoin des services financiers offerts par les pourvoyeurs de finance conventionnelle et (3) les entreprises individuelles sont capables d'évaluer d'une manière autonome les prix des actions des petits entreprises.

[736] En d'autres termes, le CPC/SCD réfute l'approche de l'institutionnaliste américain portant sur la nécessité d'une gouvernance contractuelle de la sélection et l'incitation des entrepreneurs par la voie de l'architecture financière et l'échelonnement des placements. En résumé, le programme CPC /SCD prétend contourner les phases de développement par la gouvernance contractuelle et tente de résoudre le problème des lacunes de liquidité (*liquidity gap).*

---

[982] La description du programme en français est accessible sur le site de la bourse de croissance de Toronto le TSX sur le lien suivant : https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/capital-pool-company-cpc-program

[983] Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, *Bypassing the Financial Growth Cycle: Evidence from Capital Pool Companies,* Séries Scientifique, Montréal Septembre 2004, Document de travail du Centre interuniversitaire de recherché en analyse des organisations (CIRANO) n° 2004s-48, P. 1

[737] La première programme CPC/SCD remonte à Novembre 1986 initié par Alberta Securities Commission et Alberta Stock Exchange suivi par British Columbia Securities Commission et Vancouver Stock Exchange en 1997 et à Ontario sur la plateforme TSX Venture Exchange depuis 15 Juin 2002[984]. Le programme CPC consiste en deux étapes principales[985] : (A) La création de la société de capital de démarrage et (B) L'exécution de l'opération admissible (*qualifying act).* L'étape de la création de la société de capital de démarrage est constituée des phases suivantes : (1) la création de la société de capital de démarrage en forme de coquille vide suivie d'une émission d'actions en échange de capital de lancement ; (2) Dépôt de prospectus auprès des autorités en valeurs mobilières compétentes et attente d'un visa permettant la vente des actions ; (3) Après obtention du visa définitif, le courtier vend les actions de la SCD à au moins 200 actionnaires sans lien de dépendance avec au minimum 1000 actions et au maximum 2% du placements. ; (4) L'inscription du SCD au marché secondaire. Par la suite, l'étape de l'exécution de l'opération admissible (*qualifying act)* consiste dans les phases suivantes : (1) Dans les 24 mois suivant l'émission des titres, la SCD devra identifier une entreprises appropriée afin de procéder à l'opération admissible et le publie dans un communiqué de presse ; (2) La SCD rédige un projet de déclaration de changement à l'inscription ou un prospectus sur l'entreprise visée par l'acquisition soumise à l'examen de la Bourse de croissance TSX ; (3) l'obtention de l'approbation des actionnaires par une assemblée générale précédée par une circulaire d'information affichée sur SEDAR ; (4) conclusion d'une entente comportant des éléments entre autres des changements de dénomination sociale et un placement privé au moment de la clôture de l'opération admissible.

[738] Les résultats de la recherche quantitative faite par Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret sur 450 émetteurs résultant du programme de CPC/SCD

---

[984] *Ibid,* P.6

[985] Les données sont élaborées dans la brochure du programme publié par la Bourse de Croissance TSX rattachée à la bourse de Toronto et accessible sur le site de TSX par le lien suivant : https://www.tsx.com/resource/fr/47

démontrent que le rôle de la gouvernance contractuelle par les intermédiaires financiers en particulier le capital-risque restent non-négligeables. La fonction de *screening* ou de filtrage des projets non-profitables et la méthode de gestion interventionniste par rapport aux décisions des entrepreneurs accroît la probabilité de survie des entreprises[986]. La recherche trouvait que (1) le CPC/SCD incitait des entreprises non-viables à procéder à une introduction en bourse exacerbant les problèmes d'anti-sélection et d'asymétrie d'information ; (2) les entreprises financées par le CPC/SCD affichent une performance médiocre attribuée au manque de la fonction de surveillance par les pourvoyeurs de fonds et finalement (3) un retour sur investissement négatif faisant preuve d'une évaluation imparfaite par les investisseurs non-professionnels pour cause d'asymétrie d'information substantielle au moment de l'exécution de l'opération admissible.[987] Le cas du programme CPC/SCD au Canada permet de confirmer le lien inséparable entre l'alimentation des *start-up* en liquidité par une injection en capital frais et la présence d'une gouvernance contractuelle flexible structurant par son intervention une gestion d'incitation et l'exercice de la fonction de surveillance dans l'allocation des placements financiers.

[739] Il convient maintenant d'examiner le dernier pilier de l'archétype de financement américain de l'innovation du capital risque : la liquidité financière.

---

[986] Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, *How Useful is Venture Capital ? Evidence from Capital Pool Companies*, Université Laval et Centre Interuniversitaire de recherche en analyse des organisations / CIRANO, Document de travail datant du 12 Septembre 2003, P.3

[987] *Op cit,* Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, *Bypassing the Financial Growth Cycle: Evidence from Capital Pool Companies,* P.22

Titre II. Droit, liquidité et réseautage de la société

Chapitre I. L'élément central de l'accumulation financière : la quête éternelle de la liquidité

[740] Dans les chapitres précédents, nous avons délimité deux aspects parmi les trois piliers du modèle de financement de capital risque élaborés par le Professeur Gilson. Le dernier pilier se révèle être le plus important puisqu'il représente l'essence de la logique opératoire du financement par les marchés des titres de participations financières. Il est pertinent de se rappeler que la gouvernance par la flexibilité contractuelle assurée par la structure du *limited partnership*, l'architecture financière (*securities design)* et l'échelonnement dans la libération des fonds (*milestone* et *financing round*) décrits dans le chapitre précédent permettent de remédier aux lacunes du financement par les marchés des titres financiers. Pour faire face aux lacunes propres à la méthode de financement par le capital-risque telles que le coût de transaction lié aux obligations juridiques de divulgation d'information et l'horizon à court terme des investisseurs il y a mise en place d'une interposition de gestionnaires institutionnelles *in casu* le capital-risque. Le modèle de financement par le capital-risque apporte une gouvernance en forme de surveillance et une intervention dans la gestion entrepreneuriale. En outre, le contrat de gestion entre les fonds institutionnels et le capital-risque assure juridiquement que les fonds sont libérés pendant une période de temps défini.

[741] Pourtant le dernier élément du modèle américain de financement de l'innovation (le capital-risque) s'ancre dans le cœur de la logique institutionnelle financière : la liquidité financière. Le caractère privé des titres d'actions des entreprises portefeuille dans lesquelles le capital-risque s'investit restreint d'une manière significative la liquidité financière. En contraste avec la liquidité assurée par les marchés financiers due à son échangeabilité au sein de la communauté financière boursière[988], la source de liquidité dans les investissements du capital risque repose justement sur les apports soutenus des associés commanditaires (*limited partners)* composés d'individus à valorisation patrimoniale importante

[988] Michel Aglietta et André Orléan, *La monnaie : entre violence et confiance*, 2002

(*high net individual)* ou d'investisseurs institutionnels[989]. La liquidité de capital-risque dépend donc des apports en liquidité monétaire faits par les investisseurs institutionnels ou les individus à valeur patrimoniale importante.

[742] L'élaboration du professeur Gilson accentue l'importance d'une voie de sortie nécessaire au redémarrage du cycle de financement et au fonctionnement du mécanisme d'évaluation propre au *private ordering.*[990] Par conséquent, la liquidité monétaire assurée par les investisseurs institutionnels ne se substitue pas à la liquidité des marchés financiers dédiés aux sociétés cotées. Pour cela, ce chapitre se réfère aux élaborations faites dans la première partie sur les différents courants de pensée économique pour déceler la logique opératoire de la liquidité financière. Pour éviter une répétition, seules les idées principales seront rapportées avec comme finalité l'identification des éléments ayant une influence sur la création et le maintien de la liquidité financière. Les éléments propres aux différents courants économiques permettront de formuler un postulat prescriptif résumant les mécanismes fondamentaux dans le maintien de la liquidité financière.

Section I. La liquidité dans le paradigme d'analyse économique de droit traditionnelle et néo-institutionnelle américaine contractualiste

[743] En renvoyant à l'élaboration faite dans la première partie de cette thèse, il est possible d'énumérer certains éléments essentiels de l'analyse économique du droit. Premièrement, l'analyse économique du droit adopte la vision d'efficience prévalant dans les marchés des biens. En résultat, la liquidité financière est primairement attribuée à la condition de l'alimentation et la demande (*supply and demand)* pour les services de gestion de capital risque dans

[989] John J. Moon. *Public vs. Private Equity*, Journal of Applied Corporate Finance: a Morgan Stanley Publication, Volume 18 Number 3, Summer 2006, Pp.76-82, P.79

[990] *Op cit,* Bernard S. Black et Ronald J. Gilson, Does *Venture Capital Require an Active Stock Market?* P.41

un marché. [991] L'établissement des voies de sortie représente le second aspect de la liquidité financière dans la littérature traditionnelle de l'analyse économique du droit.[992] Le maintien des voies de sortie par une sortie d'investissement par appel public à l'épargne ou *Initial public offering* sur les marchés boursiers devient une notion clé. Stefan Kühl identifie la logique d'investissement adoptée par les investisseurs en titres d'actions des entreprises en plein croissance (*growth company stock exchange)* comme structurée d'une série d'entrées d'investissements et de sorties[993]. Il décrit le mécanisme institutionnel de capital-risque comme une spirale inflationniste de la valorisation des titres d'actions sur les marchés supportée par un mécanisme de communication. [994] L'information relayée par les marchés sur l'augmentation rapide des titres suivie d'une augmentation d'alimentation de capital vers le secteur de capital risque en retour accroîtra la demande pour des titres des sociétés en pleine croissance en phase de sortie par la cote boursière (*going public).* [995] La notion centrale dans le financement du capital risque réside donc dans l'exploitation des biais d'évaluation positive en faveur d'une industrie particulière en vue de maintenir l'alimentation en capital de l'industrie de capital-risque[996].

[744] En dépit d'une construction théorique bien établie, le modèle de financement de l'innovation par capital-risque américain rencontre des problèmes structurels propres à un financement par souscription en titres financiers. Le cycle de financement se divise en plusieurs phases de levée de fonds. Certains périodes intermédiaires sont considérés comme des périodes de pénurie grave pour les entreprises. Ces périodes sont souvent désignées par le terme financier de *valley of death* ou vallée de la mort marquant la déficience en fonds vitale pour la survie de l'entreprise dans les phases préliminaires de son développement. Les périodes de pénurie sont constituées souvent des périodes de transition entre le capital

---

[991] Paul Gompers et Josh Lerner, The *Venture Capital Cycle*, Second edition, 2006, Massachussets : MIT Press, P.60

[992] *Ibid,* P.345

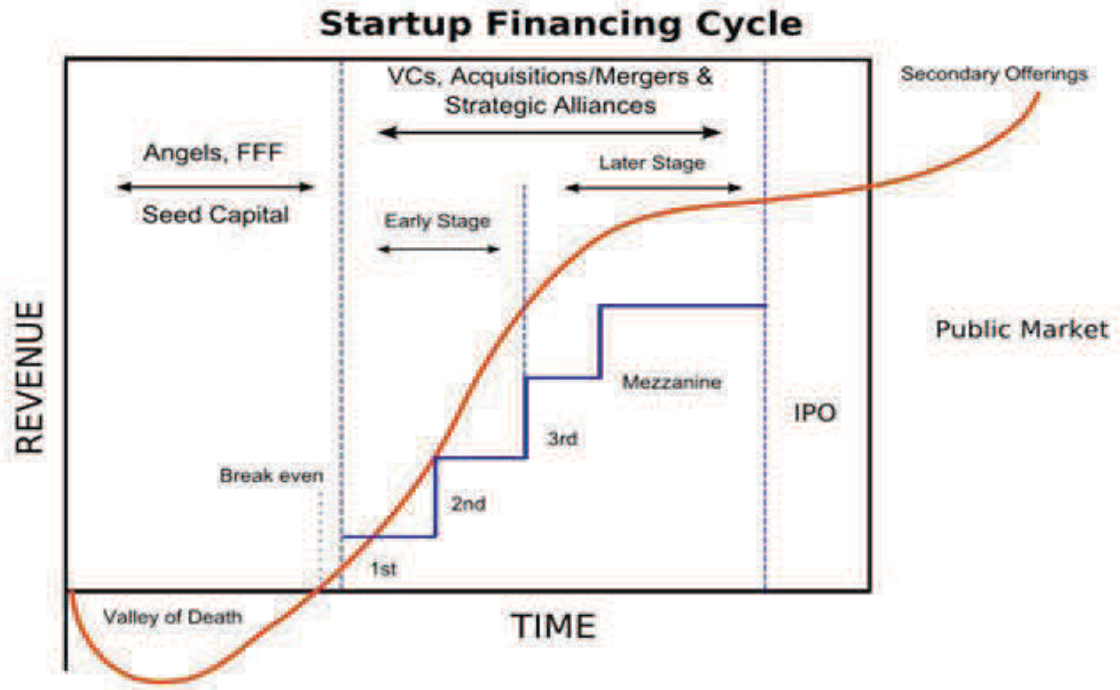
[993] Stefan Kühl, *Exit: How Venture Capital Changes the Laws of Economics*, Document de travail 3/2005, P.39

[994] *Ibid,* P.80

[995] *Ibid.*, P.80

[996] *Ibid,* P.83

d'amorçage et le capital risque ainsi que la période de capital-risque et la période de sortie. En d'autres termes, le cycle de capital risque est infligé par la nature fragmentée des cycles de financement. Les manques de financement sont comblés par l'illiquidité de financement causée par la nature privée des actions des entreprises. Cette condition dite « *liquidity gap* » ou « *financing gap* » devient la thématique des recherches de l'analyse économique de droit ayant comme sujet le capital-risque. Le graphique ci-dessus illustre d'une manière simplifiée les différentes phases dans le cycle de financement des sociétés poussins (*start-ups).*



Source : https://en.wikipedia.org/wiki/File:Startup_financing_cycle.JPG

Figure 21 Start up financing cycle

[745] Si l'alimentation en capital maintenue par un mécanisme de communication favorisant un biais positif en faveur d'investissements assure en théorie l'alimentation en capital, la réalité fragmentée rend la réalité plus subtile. Le mécanisme de communication et de signalement ne peut fonctionner efficacement que dans un marché efficient. L'analyse économique du droit propose donc d'observer un équilibre entre l'efficience et l'alimentation des marchés en capital. Pour cela, la littérature académique portant sur ce sujet est

dominée par l'oscillation entre la notion d'obligation de divulgation d'information couteuse mais centrale à la protection des investisseurs en droit financier et droit des valeurs mobilières, et le potentiel de l'apport de fonds par la dérégulation des marchés de titres d'actions.

[746] La position cruciale de la voie de sortie vers les marchés publics des titres d'actions en conjonction avec la régulation sur la divulgation d'information constitue donc le paradigme de l'analyse économique du droit traditionnelle sur la notion de liquidité. La disponibilité d'alimentation en capital vers le capital-risque, la facilité des sorties vers les marchés boursiers pour les entreprises financées par le capital-risque et le maintien d'une obligation de divulgation d'information devient donc des thématique centrales. En conséquence, il s'avère fondé de souscrire à l'hypothèse que l'analyse économique du droit proposera logiquement d'alléger les obligations de divulgation d'information et la multiplication des voies de sorties comme vecteurs générateurs de la liquidité.

[747] Le paradigme néo-institutionnaliste américain (contractualiste) reprend les mêmes fondations théoriques de la micro-économie que l'analyse économique de droit. Ainsi, par rapport à la liquidité, la position sur la thématique centrale et les prescriptions restent identiques.

Section II. La liquidité financière selon l'institutionnalisme français

[748] Le paradigme de l'institutionnalisme français ou conventionnaliste propose une vision plus proche des sciences sociales. En rappel, les idées principales de l'école conventionnaliste française se résument à trois points : (1) La concept de rationalité mimétique, (2) la notion étendue de la liquidité financière et (3) la notion conventionnelle de la valorisation financière et la stabilité des marchés.

[749] La liquidité financière constitue une notion centrale pour l'institutionnalisme français dans les œuvres d'André Orléan et Eric Pinault. Pour l'institutionnaliste français, la liquidité est une manifestation de puissance dans l'ordre marchand sur fond d'interdépendance et acceptation collective d'un bien attribué par la propriété liquide. La valeur économique pour l'institutionnaliste contrairement au paradigme néo-institutionnalisme américain contractualiste n'est guère essentialiste mais conventionnaliste. André Orléan conclut d'ailleurs que la liquidité financière est instituée par la communauté financière.[997] Les travaux d'Éric Pineault explicitent la notion de liquidité financière en explorant la théorie marxiste de la valeur. En synthèse les points importants de ce courant de pensée se résument ainsi :

- La rationalité mimétique : Les investisseurs se comportent d'une manière rationnelle mais autoréférentielle et mimétique plutôt que fondamentaliste pour cause de l'institution de la liquidité
- La liquidité financière est une création institutionnelle en vue de rendre les dettes négociables et de transformer une grandeur immobilisée en forme de capital productif en un actif librement négociable[998].
- Le capital financier se fonde sur une structure institutionnelle de transformation systématique de l'épargne en investissement financier[999].
- Les trois caractères de la liquidité financière sont : La réversibilité et l'Indétermination [1000]. La réversibilité est assurée par les dispositifs juridiques assurant la réversibilité des créances en valeurs monétaires.[1001] L'instauration de l'échangeabilité des titres

[997] André Orléan, Le Pouvoir de la Finance, 1999, Paris, Edition Odile Jacob, P.87

[998] *Ibid,* P.12

[999] Eric Pineault, *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*, Thèse Doctorat,2002, P.391

[1000] *Op cit,* André Orléan, Le Pouvoir de la Finance, 1999, P.29

[1001] *Op cit,* Eric Pineault, *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique*, Thèse Doctorat.Université de Montréal, 2002, P.395

de créances permet l'indétermination par rapport à l'immobilisation et le travail.

- La liquidité financière nécessite la reconnaissance de la valeur de l'épargne, un niveau important de monnayage des créances par les intermédiaires bancaires (liquidité monétaire) et la réification de la liquidité monétaire en forme de liquidité financière[1002].
- La constitution de la négociabilité dont l'échangeabilité se fait par la constitution d'un mécanisme d'évaluation en fonction du prix pour déterminer un cours de prix équilibre fondé sur l'offre et la demande[1003]. La forme de négociabilité le plus pure repose sur la liquidité monétaire de monnaie souveraine.
- Le prix est un reflet de croyances partagées (conventions) déconnectées des données économiques objectives[1004]
- Le marché financier permet à la communauté financière de gérer les engagements collectifs d'une manière autonome à travers l'échange.
- La spéculation par conséquent devient une dérivation de l'échangeabilité et de la négociabilité instituée par les marchés financiers.
- le maintien de la convention de stabilité se fait par un mécanisme endogène de la communication publique de valeur de titres de créance en capital et le mécanisme exogène des « teneurs de marchés »[1005].

[750] En somme, la vision institutionnaliste se livre à une approche conventionnelle de la liquidité financière rattachée à l'échange au sein de la communauté financière. Le maintien de la liquidité se fait par un

[1002] Éric Pineault, « Quand la finance réinvente l'aliénation et la réification », *Terrains/Théories* [En ligne], 1 | 2015, mis en ligne le 13 novembre 2014, consulté le 05 décembre 2016, URL : http://teth.revues.org/369 ; DOI : 10.4000/teth.369

[1003] Op cit André Orléan, Le Pouvoir de la Finance, 1999, Paris, P.12

[1004] *Ibid*

[1005] André Orléan, L'empire de la valeur: refonder l'économie, 2011, Paris, édition Seuil, P.477

mécanisme de communication publique et les opérations des teneurs de marchés ainsi que l'alimentation constante en liquidité monétaire des circuits financiers. L'école conventionnaliste éclaire ainsi la centralité de plusieurs éléments institutionnels pour assurer la liquidité : (a) la reconnaissance des titres de créances et la protection des droits des investisseurs par les dispositifs juridiques (réversibilité des investissements) ; (b) l'institution d'un marchés d'échanges des titres financiers ; (b) le maintien d'un mécanisme de communication publique des titres ; (c) la transformation de l'épargne salariale en titres financiers assurant l'apport de liquidité monétaire au circuit financier et (d) le maintien de la stabilité de la convention financière en particulier la convention haussière.

[751] Par la suite, il sera possible de formuler une hypothèse portant sur la liquidité financière en considérant les différents apports théoriques des courants de pensées économiques abordés.

Chapitre II. Les théories institutionnelles sur la liquidité : une synthèse

[752] La première partie élaborait les différences théoriques entre l'analyse économique de droit traditionnelle et les diverses analyses néo-institutionnelles. Pourtant, l'énumération des points principaux des différentes théories révèle autant de points de convergences. En premier lieu, la totalité des théories reconnaît l'autonomie des investisseurs dans les prises de décisions sur un fond cognitif rationnel. La vision institutionnaliste réfute la considération de la rationalité fondamentaliste en soulevant la saillance de la négociabilité des titres et la nature conventionnelle du prix. Néanmoins, les décisions sont rationnelles et permettent toujours une allocation du capital par rapport à un mécanisme de prix. À cet égard, l'analyse de Stefan Kühl s'approche des observations faites par les néo-institutionnalistes français. La seule voie de sortie attribuant un retour sur investissement important pour les investisseurs reste l'introduction des titres en

bourse. **La liquidité financière repose en tout état sur la négociabilité des titres donc sur l'échangeabilité et sur la massification des volumes d'échanges.** Eric Pinault conclut dans sa thèse qu'il existe trois grandes formes de régulation financière : la régulation par l'obligation financière, régulation par la liquidité monétaire et la régulation par la liquidité financière.[1006] La régulation par l'obligation financière renvoie à la protection des dispositifs juridiques quant à la réversibilité des titres de créances en liquidité monétaire (monnaie souveraine). La régulation par la liquidité monétaire désigne la transformation de l'épargne salariale en titres financiers. En d'autres termes, ceci désigne la centralité des volumes d'échanges. Finalement la régulation par la liquidité financière se réfère à l'accroissement des pouvoirs politiques de la communauté financière par la voie de la communication publique. La manifestation concrète serait la garantie d'un accès à la liquidité monétaire par une participation plus importante du secteur bancaire dans les activités financières.[1007]

[753] En second lieu, les marchés financiers fonctionnent sur un mécanisme d'émission et de déchiffrement des signaux par les entreprises et leurs gestionnaires. Ces signaux sont relativement forcés dans les phases de financement par les capitaux-risque par le mécanisme de gouvernance contractuelle. À l'occurrence d'une introduction en bourse, le mécanisme de signal sera fait par une divulgation périodique d'information obligatoire. Les investisseurs évalueront et réviseront ainsi le prix conventionnel de leurs investissements par rapport à la performance décrite à travers les rapports. Pour les investisseurs français, la nature mimétique et autoréférentielle de la rationalité des investisseurs financiers résultera d'une tendance haussière ou baissière des prix. **Le maintien d'une convention haussière par la communication constante des tendances de marché par les médias et la presse dédiés à l'investissement et aux marchés financiers remplira ce rôle.**

[754] En troisième lieu, le coût de transaction de nature juridique lié aux processus de divulgation d'information est un vecteur d'illiquidité. Néanmoins, le

---

[1006] Eric Pineault, *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une contribution Institutionnaliste à l'analyse des transformations de la régulation économique,* P.478

[1007] *Ibid,* P.477

moyen de protéger les investisseurs sans pour autant limiter l'autonomie de ces derniers repose toujours sur l'approche de la divulgation d'information.

Les trois points élaborés ci-dessus ramènent aux postulats suivants :

- Le maintien du cycle de financement de l'innovation par le capital-risque repose sur un mécanisme institutionnel. Ce mécanisme consiste en l'institution de la liquidité financière par l'attribution de la négociabilité des titres financiers à travers l'établissement des lieux d'échanges.
- La liquidité est maintenue par le mécanisme de communication publique ainsi que par une participation grandissante du secteur bancaire ayant accès à la liquidité monétaire par la détention de l'épargne et la franchise bancaire.
- Le rôle du droit se résume à assurer la réversibilité des titres en liquidité monétaire ainsi qu'à la protection des investisseurs. Une oscillation régulatoire constante prendra alors place entre l'objectif économique d'assurer la viabilité du financement de l'innovation par l'augmentation de liquidité financière et d'autre part la protection d'investisseurs.
- En tenant compte du fait que les mécanismes de divulgation d'information se révèlent toujours couteux, une solution serait d'ouvrir la possibilité aux investisseurs non-accrédités à resquiller sur les investissements des investisseurs accrédité sous forme de participation aux investissements faits par le capital risque ou les *business angels.* La gouvernance contractuelle conduite par ces investisseurs institutionnels permet de substituer la divulgation obligatoire de l'information privée par une gouvernance interventionniste et d'autres mécanismes de gouvernance contractuelle.

Chapitre III. L'apport du réseautage de la société : l'internet comme vecteur de la liquidité

[755] Le réseautage de la société par l'expansion de la connectivité de l'internet de l'architecture 2.0 vers l'architecture 4.0 transforme la configuration économique de la société. Il y a au moins quatre transformations principales observables : [1008]

- Une transformation structurelle vers une économie de savoir (*knowledge-based economy)* soutenue par la propagation et expansion des NTIC et la numérisation de différentes transactions.
- La transformation de la méthode de travail par l'émergence des nouveaux modes de collaboration, partenariat et gestion des ressources tels que par la réseautage ouvert, les *open sources* , et le développement par les masses populaires
- La rapidité des transformations en termes de technologies, de qualité de communication, d'innovation, d'organisation, du processus, de coordination, de transaction et du partage de savoir et des idées.
- La transformation de l'écosystème manifesté par l'altération constante de la politique et gestion des institutions, l'amélioration significative de l'infrastructure et des NTIC et finalement la disponibilité en abondance des applications spécifique pour l'intégralité des secteurs économiques.

[756] La transformation favorise l'émergence du phénomène de plateformisation des ressources aboutissant ainsi à la modularisation de ces derniers[1009]. En dépit des différents aspects de transformation citée ci-dessus. Elles s'inscrivent toujours dans un environnement marqué par un progrès constant de financiarisation et en subséquent subissant une forme de

[1008] Dr. Nagy K. Hanna et Rene Summer, *Transforming to a Networked Society: Guide for Policy Makers*, 2014, Research made for Ericsson P.5

[1009] Dr. Catherine Mulligan et Dr. Giaime Berti, *The Economics of the Networked Society*, Imperial College London sustainable Society Network, La recherché est finance par EPSRC EP/K003593/1, P.30

désindustrialisation. [1010] Le réseautage de la société et les différentes transformations citées ci-dessus exercent une influence en forme d'accentuation des différents aspects de la financiarisation. La liquidité et la poursuite constante de la liquidité comme étant une caractéristique de la financiarisation telle que décrite dans le première partie se voient attribués des outils techniques et un environnement adéquat. En conjonction avec les quatre postulats formulés ci-dessus, le réseautage de la société conduit à certains progrès institutionnel dans le financement de l'innovation *inter alia* :

- L'accroissement de la négociabilité des titres et la multiplication des nombres de lieux d'échanges
- L'amélioration des mécanismes de communication publique et l'expansion de la participation bancaire dans l'alimentation des circuits financiers en liquidité monétaire
- L'évolution du droit régulatoire pour accommoder les transformations techniques et la poursuite de la liquidité financière sous-jacente

Chapitre IV. L'état de lieux de l'écosystème du capital risque et l'apport des progrès des NTIC vis-à-vis de la liquidité financière

[757] Le moyen technique dérivé des progrès des NTIC jusqu'à présent avait bien été intégrés par l'industrie du capital risque. Cette interaction entre l'emploi d'une architecture d'internet révolue et une économie en pleine transformation conduit à plusieurs évolutions observables. Dans le chapitre précédent, nous avons abordé la thématique centrale soulevée par l'analyse économique du droit traditionnelle. L'augmentation significative des projets innovants par la banalisation des plateformes de *crowdsourcing* décrite en détail dans la première partie ne s'accompagne pas d'une manière équilibrée avec l'offre en capital de financement. Le problème de lacune de liquidité (*liquidity gap)* devient ainsi un des problèmes qu'affronte le modèle de financement par le capital-risque. Pour

[1010] *Ibid,* P.11

remédier au problème de *liquidity gap,* certaines dynamiques des marchés émergent en réponse. Le phénomène de *liquidity gap* est renforcé par la migration du capital risque vers le financement des entreprises matures et avancées laissant les entreprises aux stades de démarrage en état de disette en capital de financement[1011]. La topologie des innovations dans le cycle de financement de capital risque est résumable aux occurrences suivantes :

- L'émergence du capital risque micro dénommée *super-Angels.*[1012] Ces nouvelles structures de capital-risque pourvoyeurs en capital de démarrage se distinguent des *business angels* traditionnelles par le montant investi. Ces nouveaux acteurs sont normalement composés des ex-entrepreneurs en alliance avec un ensemble d'investisseurs individuels à haute valorisation patrimoniale ou des investisseurs institutionnels familiaux (*family offices).*
- L'émergence d'un modèle de capital risque industriel collaboratif.[1013] La collaboration entre différents fonds établis par des groupes industriels (*corporate venture capital / CVC)* établis en concert dans diverse projets innovants externes tels que le financement de Physic *Ventures* par *Unilever* , *PepsiCo* et l'assurance Humana représentent un nouveau modèle de retour du CVC dans le paysage du capital risque.[1014] Le paradigme institutionnaliste français expliquera ce phénomène par le fait que les CVC ont un accès direct à la liquidité monétaire dérivée du processus de production (A – M – A') et en conséquence de la consommation. Cet accès s'avère nécessaire dans le maintien de la liquidité financière dépendant d'une injection constante de liquidité monétaire dans le circuit financier.

[1011] Laura Bottazzi et Marco Da Rin, *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*, Economic Policy, Vol. 17, pp. 229-269, 2002, L'article est accessible sur SSRN par le lien suivant : https://ssrn.com/abstract=312213 , P. 7

[1012] Dittmer, Janke and McCahery, Joseph A. and Vermeulen, Erik P. M., *The 'New' Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms* (November 20, 2013), Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2013-7; Tilburg Law School Research Paper No. 021/2013 , Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2357771 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2357771 , P.22

[1013] *Ibid,* P.23

[1014] *Ibid,* P.24

- Une participation accrue du rôle de fonds publics en partenariat avec le secteur privé.[1015] Dans le chapitre précédent, nous avons décrit les différentes stratégies prises par les gouvernements pour combiner l'alimentation de fonds d'innovation publics avec la gouvernance par ordonnancement privé (*private ordering).* Le partenariat public –privé continue ainsi à s'accroître.
- L'émergence des plateformes de finance participative par souscription des titres.[1016] L'emploi de l'architecture de l'internet 2.0 et 3.0 facilite la coopération et la coordination entre différents investisseurs en capital de démarrage. Certaines plateformes telles que AngelList aux États-Unis rendent possible l'accès des entreprises poussins à un réseau social des investisseurs[1017]. La plateformisation des investisseurs à travers ces portails de financement augmente la transparence donc réduit l'asymétrie d'information et les coûts de transactions.
- L'émergence des plateformes de vente et d'achat de gré à gré des titres d'actions des entreprises privées (*Pre-IPO trading)*[1018]. Les sites tels que SecondMarket et SharesPost offrent des moyens alternatifs de sortie d'investissements avant une introduction boursière.[1019]

[758] La pénurie de financement se voit ainsi partiellement remédiée par le nouveau développement d'un cycle de capital-risque révolu. En outre, une forme de gouvernance partenariale est récemment apparue dénommée « Social+*Capital Partnerships* »[1020] Ce nouveau modèle d'arrangement partenarial représente un départ du modèle contractuel rigide prévalant dans l'industrie de capital-risque. Dans ce modèle, la relation entre associés commanditaires et associés

---

[1015] *Ibid,* P.27
[1016] *Ibid,* P.28
[1017] *Ibid*
[1018] *Ibid,* P.30
[1019] Jose Miguel Mendoza and Erik P.M. Vermeulen,., *The 'New' Venture Capital Cycle (Part I): The Importance of Private Secondary Market Liquidity* (May 3, 2011), Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1829835 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1829835 P.3
[1020] Joseph A. Mc Cahery et Erik P.M Vermeulen, *Venture Capital 2.0: From Venturing to Partnering*, ECGI Working Paper Series in Law N° 315/2016, May 2016, Le document de travail est accessible sur le lien suivant: http://ssrn.com/abstract=2773622 , P.40

commandités avec le 1% de prise de participation par l'associé commandité et l'emploi du *carried interest,* est substituée par une prise participation à la hauteur de 20% et un montant de salaire fixe.[1021] L'évolution vers une approche plus flexible dans la relation contractuelle a été abordée dans le chapitre précédent. En vue d'affronter l'incertitude, la théorie d'incomplétude contractuelle propose l'adoption de la flexibilité contractuelle compensée par un contrat plus relationnel. Ce développement s'inscrit toujours en ligne avec les projections de l'analyse institutionnelle. Dans le chapitre précédent, nous avons exposé la flexibilisation du droit français par l'introduction de la SLP rendant possible une forme d'activisme partenarial dans la gouvernance et gestion des investissements en capital-risque et capital investissement.

[759] Il est intéressant de souligner que la dynamique des marchés décrits ci-dessus suit les piliers fondamentaux du modèle de financement de capital-risque et se développe selon la logique opératoire propre à l'institution financière. Les postulats formulés par extrapolation des théories institutionnelles se voient ainsi validés. Le modèle de capital risque adapte les progrès techniques pour répandre le pouvoir de la communauté financière.[1022] Ceci est en accord avec la thèse de l'école institutionnaliste française selon laquelle la liquidité est instituée par la communauté de la finance ainsi que la thèse selon laquelle la création et maintien de la liquidité se fait par transfert de liquidité monétaire de l'épargne. L'adoption des nouveau progrès techniques des NTIC aura comme finalité d'accroître l'échangeabilité des titres et la multiplication des opérations d'échanges en vue de maintenir et d'augmenter la liquidité financière.

[760] Néanmoins, les progrès techniques dérivés de l'initiative des acteurs privés se heurtent souvent au *statu quo* juridique limitant la création de la liquidité. Pour cela, les législateurs interviennent par la dérégulation du droit financier et du droit des valeurs mobilières. Dans un développement suivant, nous allons aborder les différents types de réformes juridiques initiées par les législateurs dans différentes juridictions. Mais préalablement, il serait nécessaire

[1021] *Ibid,* P.41
[1022] *Op cit,* Alexander Styhre, *The Financialization of the firm*, P.42

d'aborder certains aspects économiques et juridiques de deux innovations créatrices de la liquidité financière : (a) le marché secondaire des titres d'actions d'entreprises privées et (b) le nouveau projet *block chain* de BNP Paribas.

Section I. Exemple des évolutions par initiative privée : Wallstreet 2.0

[761] Le modèle de financement délimité par le Professeur Gilson a mentionné d'une manière explicite l'importance d'une voie de sortie pour le redémarrage du cycle de financement de capital risque. Pendant la durée d'un cycle de financement d'une entreprise portefeuille, certains investisseurs, fondateurs ou employés clés de l'entreprise peuvent être en besoin de liquider leurs titres de participations avant une introduction boursière. Les marchés secondaires de titres d'actions des entreprises non-cotées telles que « Second Market » représentent un exemple de la création de liquidité par initiative privée par l'emploi des technologies d'internet 2.0.[1023] L'accès à ces marchés des titres des actions non-cotées est limité à des investisseurs institutionnels ou investisseurs accrédités. La plateforme Second Market exploite une construction juridique fondée sur une exemption au régime du Securities Act 1933 connu sous le terme Section 4 (1-1/2).[1024] En vertu de cette exemption, il est permis de procéder à une transaction sur des titres des actions d'une entreprise privée sous condition que (1) l'acquéreur soit un investisseurs professionnel (*sophisticate investor)* et capable de subir des pertes sur les investissements et (2) l'acquéreur soit conscient et reconnaisse les restrictions en termes de revente desdits titres. En outre, les opérations de cette plateforme sont soumises au régime de *safe harbor* des règles 144 et 144A du *Securities Act* concernant la revente des *restricted or control securities.* Sous le régime de la règle 144A, la revente de ces titres non cotés ne nécessitera pas un enregistrement auprès du SEC dans le cas où l'acquéreur est un *« qualified Institutional buyer »* ou QIB. Le QIB désigne tout

[1023] *Op cit,* Jose Miguel Mendoza and Erik P.M. Vermeulen,., The 'New' Venture Capital Cycle (Part I): The Importance of Private Secondary Market Liquidity, P.16

[1024] *Ibid,* P.18

investisseur institutionnel opérant régulièrement dans l'investissement d'au moins $100 millions en valeur mobilières sur des titres d'entreprises non-affiliées[1025].

[762] Une autre plateforme de vente en ligne des titres d'actions d'entreprises non-liquides est *Sharepost.* En termes de fonctionnement, la plateforme tente d'offrir des substituts aux mécanismes de communication endogène aux marchés boursiers. Pour cela, elle s'équipe d'un bulletin électronique ouvrant l'accès aux rapports préparés par une partie tierce sur les finances et opérations des entreprises *high growth.*[1026] En outre Shareposts prépare aussi une indexation des prix des titres d'actions non cotées : le *Venture-Backed Index ».*[1027] Cet index est formulé sur les informations diverses telles que les transactions faites sur les titres d'entreprises, les possibles transactions futures, les évaluations de valeurs contenues dans les rapports tierces ou la valorisation *pre-money* des tours de financement par le capital-risque.[1028] Tenant compte du fait que l'information représente un composant nécessaire dans le maintien de la liquidité financière, certains sites dédiés à l'évaluation, la valorisation et la rédaction des rapports sur le profil des entreprises privées comme le site « *CB Insight* » complémentent la pénurie en termes d'information sur les actions privées.[1029]

[763] « *Second Market* » et « *Sharespost* » sont des exemples validant les postulats institutionnels, en particulier le postulat du courant économique institutionnel français. La période d'engagement dans les contrats de gestion de capital risque conduit à l'illiquidité par une réduction significative de la négociabilité des titres. Dans d'autres cas les employés rémunérés par l'entreprise d'une façon complémentaire en titres d'entreprises n'auront point d'autres alternatives que d'attendre une introduction en bourse pour convertir leurs titres en liquidité monétaire. En d'autres termes, ces plateformes offrent une liquidité

[1025] *Ibid*
[1026] *Ibid,* P.19
[1027] *Ibid,* P.20
[1028] *Ibid,*
[1029] Les rapport et profils d'entreprises accompagnés par un détail des tours de financement, de valorisation actuelle et bien d'autres information privées sont disponibles sur le site de CB Insight accessible par le lien suivant : https://www.cbinsights.com/

aux détenteurs des titres au niveau individuel. L'émergence de l'architecture 2.0 permet la création de la liquidité par la plateformisation des acteurs de marchés. La carence en information pour cause du statut non coté des entreprises est ainsi contrebalancée par l'emploi des index non officiels. La communauté financière comble ainsi les lacunes institutionnelles affectant les titres d'actions d'entreprises privées par la création d'un mécanisme de communication endogène. La liquidité financière - bien que minime en comparaison avec les marchés boursiers réglementés - est ainsi instaurée. Toutefois, il existe encore des problèmes dans les marchés secondaires des titres non cotés. Elizabeth Pollman dans son article intitulé « *Information Issues on Wall Street 2.0* » énumère deux problèmes majeurs à caractère informationnel affectant les marchés secondaires : (a) la carence en information, l'asymétrie d'information, le conflit d'intérêt et (b) les délits d'initié.[1030]

[764] La carence en information, l'asymétrie d'information et le conflit d'intérêts sont le résultat logique du statut privé des titres d'actions. Les entreprises non cotées ne sont soumise à aucune obligation de transparence et de divulgation d'information. Il en résulte une asymétrie d'information grave pouvant démotiver les investisseurs dans le long terme.

[765] Le problème de délit d'initié résulte de la formulation étendue de la règle 10b-5 s'appliquant aussi bien à l'échange des titres d'actions non-cotée que d'actions cotée.[1031] Le seul critère employé pour évaluer l'occurrence d'un délit d'initié est que la vente et les achats se font en se fondant sur une information privée en violation de l'obligation fiduciaire (*fiduciary duty*). Le problème réside dans le fait que les vendeurs des titres dans les marchés secondaires ont accès à l'information privée.[1032] Les mesures de nature contractuelle visant à permettre

[1030] Elizabeth Pollman, Information Issues on Wall Street 2.0 (2012), University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, No. 179, 2012; Loyola-LA Legal Studies Paper No. 2013-1, Le Journal est accessible sur le lien suivant : https://ssrn.com/abstract=2186302, P.206

[1031] *Ibid,* P.216

[1032] *Ibid,* P.218

une certaine divulgation d'information ne protègent pas les parties pour autant des interventions de la SEC.[1033]

[766] L'article propose les solutions suivantes[1034] : (a) Par rapport à l'asymétrie d'information, une divulgation minimum d'information obligatoire par la SEC en guise de condition pour une vente sous le régime d'exemption s'avère nécessaire. La règle 701 concernant l'obligation de divulguer l'information sur l'état de risques et les états financiers des 180 jours passés pour les entreprises émettant plus de $5 million en *stock-options* peut servir de point de référence pour cette règle[1035] ; (b) Le maintien des actions contre les délits d'initié dans le contexte des marchés des titres d'actions privés par un plus grand souci de protection des investisseurs et les effets néfastes de délits d'initiés.[1036]

[767] En résumé, le caractère nouveau des plateformes en ligne nécessite encore des adaptations juridiques des règles du droit financier. Les règles du droit financier gouvernant l'échange des titres non cotés ont été rédigées à une époque n'ayant pas encore connu un tel niveau de connectivité. Malgré les problèmes d'ordres techniques, le phénomène de l'émergence des marchés secondaires prouve trois points importants. Premièrement, il valide les postulats et les projections théoriques sur l'évolution institutionnelle du financement par les titres de participation en actions. Un financement par titres de participation en actions nécessitera la création d'un lieu d'échange attribuant un degré – même faible – de liquidité. En second lieu, le réseautage de la société se développant en parallèle avec le processus de financiarisation globale conduit à l'adoption de la technologie pour accentuer les mécanismes institutionnels de la finance notamment dans la création de la liquidité financière. Finalement, les progrès techniques amèneront à la réadaptation du droit régulatoire pour faciliter la création de la liquidité au nom du progrès technique et du financement de l'innovation. Néanmoins, l'oscillation dichotomique entre une divulgation

[1033] *Ibid,* P.220
[1034] *Ibid,* P.222
[1035] *Ibid,* P.223
[1036] *Ibid,* P.235

d'information par la transparence informationnelle en vue d'une protection des marchés d'une part et la création de la liquidité construit sur un procès de déréglementation étendue demeure.

Section II. L'experimentation française

[768] Dans le domaine des marchés secondaires des titres non-cotés, la Banque Française BNP Paribas expérimente une nouvelle technologie combinant la finance participative par souscription de titres (*equity crowdfunding)* avec la technologie blockchain[1037]. En association avec une plateforme de *crowdfunding* « SmartAngels », le concept repose sur un double objectif : (1) ouvrir la possibilité aux entreprises non cotées d'émettre des titres sur le marché primaire par la voie d'investissement par financement participatif par souscription de titres et en parallèle (2) créer un marché secondaire s'appuyant sur la technologie blockchain. L'emploi de la technologie blockchain vise à fluidifier les échanges de flux monétaires et des titres financiers par l'émission des e-certificats.[1038] Le système de blockchain constitue ainsi le registre des actionnaires rendant possible l'échange direct et instantané et sécurisé des contrats, des titres de propriété et d'autres informations d'une manière ouverte et dématérialisée[1039]. L'idée serait de faciliter la gestion des titres financiers émis en tenant compte du fait que pour les sociétés non cotées la registre n'est pas détenu par un tiers de confiance. Les entreprises non-cotées financées par l'intermédiaire de la plateforme « SmartAngels » pourront d'une manière subséquente avoir accès à un marché secondaire de titres non-cotés liés au compte d'investissement de l'*equity crowdfunding*. Ceci permettra ainsi d'offrir une voie de sortie d'investissement pour les investisseurs en financement participatif par souscription de titres (*equity crowdfunding).* Un service similaire est nouveau en France (milieu 2016) mais

---

[1037] http://www.larevuedudigital.com/2016/04/05/bnp-paribas-teste-le-crowdfunding-securise-grace-a-la-blockchain/?doing_wp_cron=1481091957.7998900413513183593750

[1038] Communiqué de presse de SmartAngels et BNP Paribas du 5 Avril 2016 intitulé « *Première utilisation de la Blockchain en France au service du crowdfunding : BNP Paribas Securities Services et SmartAngels révolutionnent le financement des entreprises non cotées* », Le document est accessible sur le lien suivant : http://securities.bnpparibas.com

[1039] http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/industrie-financiere/le-crowdfunding-francais-s-essaie-a-la-blockchain-561747.html

aux Etats-Unis la Bourse des valeurs technologiques avait auparavant initié en 2015 sous la norme « Nasdaq Linq »[1040] . Au moment de la rédaction de cette thèse, le projet de BNP Paribas et SmartAngel est encore au stade de projet de pilote.

[769] L'établissement des marchés secondaires des titres non-cotés démontre la tentative des marchés de remédier au défaut naturel s'attachant aux entreprises non cotées. L'association de la plateforme de financement participatif par souscription de titres SmartAngels avec BNP Paribas est une stratégie en accord avec les postulats institutionnalistes. La participation des établissements ayant un accès direct ou indirect à la liquidité monétaire permettra d'assurer la transformation de l'épargne en actifs financiers et d'assurer ainsi la viabilité de la liquidité financière. L'emploi de la technologie *blockchain* pour faciliter cette coopération confirme ainsi l'adaptation de la technologie des NTIC pour accentuer le processus de la financiarisation de l'économie et l'expansion de l'institution financière. D'un point de vue juridique, la plupart des plateformes de financement participatif par souscription des titres évitent la constitution d'un marché secondaire en raison de la lourdeur des habilitations règlementaires[1041]. Pour cela, il est nécessaire que les plateformes aient recours à l'exploitation d'un système multilatéral de négociations soumis à l'obtention d'un agrément de prestataire de service d'investissement[1042]. En outre à l'heure actuelle, l'état boursier pour les titres des entreprises non cotées reste étroit et limité rendant l'initiative de l'établissement de SMN dédié moins attrayante. La coopération entre une banque renommée tel que BNP Paribas et une plateforme de financement participatif par souscription de titres actifs tel que SmartAngels permettra d'élargir les marchés secondaires des titres non cotés.

[1040] "*Nasdaq Linq enables first-ever private securities issuance documented with blockchain technology*" datant du 30 Décembre 2015 et accessible sur le lien suivant: http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=948326

[1041] Dominique Stucki, *Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdinvesting*, 2014, Paris, Edition Revue Banque, P.103

[1042] L'article L424-1 conditionne la gestion d'un SMN par un prestataire de services d'investissement dont le champ de service fourni est délimité dans l'Article D. 321-1 du Code Monétaire et Financier

[770] Dans le chapitre suivant, nous procéderons à l'examen des différentes réformes juridiques introduites par les gouvernements en vue d'accommoder la création de la liquidité financière. Cette description des différentes politique et réformes juridiques confirmera qu'en effet la trajectoire du développement futur de la régulation tournera autour de la création de la liquidité financière par l'institution de l'échangeabilité et la multiplication des lieux d'échanges.

Chapitre V. Droit financier et liquidité financière : un regard juridique comparatif

[771] Dans les chapitres précédents, il a été clairement démontré que le modèle américain de financement d'innovation sous la forme du financement par capital risque dépendait de l'accès de liquidité financière. L'investissement de capital risque est exercé par la prise de participation directe en titres d'actions accompagnée d'une forme de gouvernance contractuelle flexible par recours à l'architecture financière et l'échelonnement des placements. Cette forme particulière d'investissement est particulièrement exposée à un défaut d'illiquidité naturelle. La création de la liquidité financière représente par conséquent la seule solution pour remédier à ce défaut. L'extrapolation des différentes théories institutionnelles formulées dans le chapitre précédent permet de confirmer que seule l'attribution de la négociabilité et la circulation par vente et achat des titres permet d'instaurer la liquidité financière. La garantie de la réversibilité des titres financiers en liquidité monétaire et la possibilité de sortir des investissements en obtenant une plus-value (indétermination) devient le vecteur corollaire de la liquidité financière. Le seul moyen d'assurer la viabilité de la liquidité financière reste donc le maintien d'un échange stable assuré par une convention haussière ainsi qu'une alimentation en liquidité monétaire. Ainsi, le gouvernement se trouve dans l'obligation de supporter l'institution de la liquidité financière dans l'ordre de reproduire l'archétype de financement prévalant au États-Unis *in casu* le modèle de capital risque américain tel que décrit par le Professeur Gilson.

[772] Le caractère institutionnel de la finance dicte la nécessité de la constitution de la négociabilité des titres et une multiplication d'échanges de titres ou en d'autres termes l'échangeabilité. Pourtant en réaction à plusieurs crises financières en particulier la crise des valeurs internet de l'année 2000 et la crise de subprime de l'année 2007, l'état des lieux du droit financier à travers le monde reste restrictif à la liquidité financière. L'occurrence d'une crise bascule l'oscillation de la pendule régulatrice en faveur d'une règlementation financière plus restrictive. La reprise économique et l'explosion de la valorisation internet dans l'ère d'architecture internet 2.0-4.0 remettent en cause les mesures règlementaires prudentielles et incitent les législateurs à favoriser la restauration de la liquidité financière. La tendance vers la création de la liquidité coïncide avec la transformation économique par l'usage généralisé des NTIC et le développement dérivé des nouvelles technologies dans la création de la liquidité. Ce chapitre tentera de décrire d'une manière synthétique les réformes ou projets de réformes principales dans les juridictions variées visant à faciliter la création de la liquidité financière. L'intermédiation de financement par de nouvelles technologies en général devient un fond de raisonnement pour initier une série de déréglementation. La finalité de la politique de déréglementation reste par nature institutionnelle rattachée à la nécessité d'instaurer la liquidité financière. L'usage des nouvelles technologies sert à justifier les différentes mesures créatrices de liquidité et à supporter l'infrastructure générale de la création de liquidité elle-même.

Section I. La dérégulation financier américaine : Le *Jumpstart Our Business Start-ups Act (JOBS Act)* et Le *Private Placement*

[773] La première juridiction abordée sera les Etats-Unis. En tant que pays historiquement à l'origine du modèle de financement par Capital risque, les programmes de dérégulation financière se relèvent être un agenda cyclique dans le paysage règlementaire du pays. Il est rappelé que l'émergence du capital risque connaissait une orientation décisive par une politique de dérèglementation faite à travers la révision de la règle de *« prudent man »* gouvernant les investissements des fonds de pensions aux Etats-Unis en 1979.[1043] Cette modification du règle par la suite rendait possible l'investissement des fonds de pension dans des actifs à haut risque en particulier le capital-risque. L'alimentation des circuits financiers de capital risque en liquidité monétaire énorme des fonds de pensions rendait les investissements en capital-risque liquide. Dans un esprit institutionnel similaire, la régulation promulguée en début 2012 sous l'acronyme JOBS Act ou *Jumpstart Our Business Start-ups Act est* entrée en application. Cette législation servait à la création de l'emploi en facilitant l'accès des Petites et Moyennes Entreprises au capital en réduisant les restrictions sur certains aspects du droit des valeurs mobilières[1044]. Toutefois, une analyse d'économie politique démontre que la législation visait simplement à soulager les Petites et Moyennes Entreprises des coûts engendrés par des régulations financières au niveau fédéral.[1045] Le JOBS Act est divisé en six titres (*Titles)* dont chacun représente une forme de dérégulation financière en vue d'instaurer une forme de liquidité financière.

[774] Le premier Titre du JOBS Act s'intitule officiellement « *The IPO on-ramp »* ou conceptuellement « le mécanisme d'Offre Publique d'épargne progressive ». Le titre crée une nouvelle catégorie d'entreprises dénommée

---

[1043] *Op cit,* Paul Gompers et Josh Lerner, 2006, *The Venture Capital Cycle*, P. 8

[1044] *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), Pub. L. NO. 112-106, 126 Stat. 306 (2012)*

[1045] John P. Fargnoli, The JOBS Act: *Investor Protection, Capital Formation, and Employment in an Increasingly Political Economy*, 8 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law (2013) Volume 8 Issue 1 Article 6, Pp.134-157, P.153

« *emerging growth company* » s'appliquant aux entreprises avec un revenu annuel brut en dessous de 1 Milliard de Dollars américain. [1046] La catégorie institue une période de prorogation ou d'indulgence en termes d'exigence de déclarations précédentes, pendant le processus d'IPO ou la période après l'IPO. Une caractéristique propre au titre I réside dans la possibilité de proposer l'IPO aux investisseurs institutionnels avant de subir l'obligation de compléter les documentations au sein du SEC (*testing the waters process).* Le titre ouvre en outre l'option d'initier le processus d'IPO d'une manière confidentielle ainsi que d'exclure l'application de certaines provisions de transparence en matière de comptabilité et de rémunération des dirigeants sous la législation Sarbanes-Oxley *et Dodd-Frank.* Le titre I a pour but d'augmenter l'attractivité d'une introduction boursière. La provision de *« testing the waters »* permet aux entreprises de calculer la profitabilité d'un appel public à l'épargne en considération du coût substantiel d'une déclaration auprès de la SEC et le risque en termes de compétitivité d'une divulgation d'information fondamentale nécessaire au processus d'introduction boursière[1047].

[775] Le deuxième Titre du JOBS Act est intitulé *« private placements »* ou placement privé. Ce titre se révèle être d'une importance particulière pour l'industrie de capital-risque. Les réformes sur le régime des placements / investissement privés du titre II consistent en une modification de la règle de démarchage et de publication des investissements aux investisseurs potentiels et dans le marché secondaire. Le Titre II annule la prohibition sur le démarchage (*general solicitation)* et la publication pendant les offres privées des titres sous la régulation D sous condition que les acquéreurs soient catégorisés en tant qu'investisseurs accrédités. La régulation D (*Regulation D)* définit un régime de *safe harbor* délimitant les conditions suivant lesquelles les actes sont définis dans le régime d'offre non-publique donc privée. La règle 506 promulgue que des offres à titre privé sont permises à un maximum de 35 investisseurs non-accrédités

[1046] *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)(* 2012) *paragraph 77-78*

[1047] Thaya Brook Knight. *A Walk Through the JOBS Act of 2012: Deregulation in the Wake of Financial Crisis*, Policy Analysis of the Center for Monetary And Financial Alternative May 3 2016 Number 790, P.7

et un nombre infini d'investisseurs accrédités. Les investisseurs accrédités sont les investisseurs institutionnels, un directeur ou dirigeant de l'entreprise émetteur ou un individu ayant un patrimoine excédent 1 Million de Dollars américain ou ayant un revenu annuel de 200.000 dollars seul ou 300.000 avec son épouse.[1048] La Cour suprême des Etats-Unis définit une offre n'entrant pas dans le champ d'une offre publique de titres à travers la décision du SEC v. *Ralston Purina Co., 346*U.S. II9 de l'année 1953 dans laquelle une offre privée désigne une offre dans laquelle les investisseurs sont dans la capacité de « se défendre » financièrement. La règle 506 imposait des restrictions sur les moyens de démarchage, interdisant le démarchage généralisé se résumant à toute forme d'offre au public avec lequel l'offreur n'avait pas de relation préexistante ou substantielle.[1049] Cette restriction réduisait d'une manière signifiante l'étendue de l'offre. L'emploi d'un courtier (*broker)* s'avère décourageante en considération du montant élevé et de la rémunération prélevée par les courtiers.

[776] Le Titre II modifie aussi certaines règles relatives au marché secondaire des titres offerts à travers un placement privé. Le paragraphe 4 du *Securities Act* 1933 impose une obligation d'enregistrement sur les offres ainsi que les titres offerts. Tout titre non-enregistré est ainsi interdit (*restricted)* à la revente dont font partie les titres émis dans le cadre d'une offre privée ou placement privé cités auparavant. Une exemption existe pour les transactions n'ayant pas recours à un assureur (*underwriter)*[1050] mais tenant compte du fait que le paragraphe 2 (a) (II) du *Securities Act* 1933 définit un *underwriter* comme une personne achetant en vue d'une distribution alors l'exemption se révèle inutile. La règle 144 permet la revente d'un titre privé (*restricted securities)* après 6 mois pour les entreprises cotées (*reporting company)* et 1 an pour les autres entreprises sans être en risque d'être qualifiées d'assureur (*underwriter)*. Par souci d'attribuer un minimum de liquidité, la SEC promulgue la règle 144A en 1990 octroyant la vente des titres privés (*restricted securities)* aux acheteurs institutionnels qualifiés

[1048] 17 Code of Federal Regulation (C.F.R) Paragraph 230.501(a)
[1049] 17 Code of Federal Regulation (C.F.R) Paragraph 230.502(c)
[1050] *ibid*

(*qualified institutional buyers / QIBs)* sans imposer une période de rétention. [1051] Malgré cela, le problème d'interprétation de la notion d'offre d'une manière étendue rend difficile l'acte d'offre en lui-même. Le Titre II altère ainsi la règle 506 par la levée sur l'interdiction d'une offre généralisée et la publicité et maintient seulement la restriction aux qualifications des acquéreurs en tant que QIBs. Les règles d'implémentation de ce titre publié par la SEC en Septembre 2013 différencient la Règle 506 (b) ou ancienne règle 506 avec la règle 506 (c) instituée par JOBS Act. [1052] En résumé, les règles d'implémentation obligent les émetteurs des titres à vérifier que les investisseurs remplissent les qualifications d'investisseurs accrédités.

[777] Le Titre III du JOBs Act établit une fenêtre d'exemption pour la finance participative (*crowdfunding)* définie comme la levée des fonds par l'intermédiation d'un portail en ligne avec un plafond de 1 million de dollar. Les mesures de protection des investisseurs sont ainsi déléguées à l'émetteur et au portail intermédiaire. Le Titre accumule une série d'exemption tel que[1053] : (a) une exemption de l'obligation d'enregistrement sous la Section 5 du *Securities Act of 1933* ; (b) Une exemption de souscrire sous l'obligation du Securities Exchange Act of 1934 malgré un dépassement potentiel des nombres d'actions souscrites ainsi que (c) une exemption pour une demande d'agrément en tant que courtiers-négociants (*broker-dealer)* pour les portails de finance participative.[1054]

Le titre III impose des restrictions sur la levée des fonds par la finance participative suivantes[1055] :

- Le document de levée de fonds devra être rédigé par un avocat et offert à travers des portails souscrits ou réglementés ou des

[1051] Op cit, Thaya Brook Knight, *A Walk Through the JOBS Act of 2012: Deregulation in the Wake of Financial Crisis,* P.12

[1052] *Ibid,* P.13

[1053] *Ibid, P.17*

[1054] Le *Securities Exchange Act of 1934* dans le paragraphe 3(a)(4)(A) et paragraphe 3 (a)(5)(A) définit un courtier-négociant (*broker dealer)* comme « *Tout personne s'engageant dans l'acte d'échanges de titres financiers pour le compte tiers, impliquée dans le commerce d'achat et vente des titres* »

[1055] Paul M. Getty, Dinesh Gupta et Roberty R. Kaplan Jr.2015, *Regulation A+ : How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors*, California: Apress media, P.13-14

courtiers-négociants (*broker-dealers)* soumis à certaines conditions.

- Les émetteurs seront sous l'obligation de déclarer leur bilan financier annuellement ainsi qu'un bilan des opérations de levée de fonds
- Les émetteurs seront réduits à une catégorie d'entreprises limitées excluant les entreprises étrangères et les entreprises d'investissements
- Une restriction sur le montant autorisé à être investi pour les investisseurs individuels à la hauteur de 2.000 dollars américains ou 5% des revenus annuels pour les investisseurs modestes ou 10% des revenus annuels ou de la valeur patrimoniale d'un investisseur avec un plafond de 100.000 dollars dans le cas où le revenu annuel ou la valeur patrimoniale nette dépasse 100.000 dollars.
- Une obligation de déclaration de bilan (*reporting)* maintenue auprès de la SEC mais avec des éléments réduits comparés à un IPO intégral.

[778] Le Titre IV (Régulation A+ / *Regulation A+)* modifie les règles de la Régulation A (*Regulation A)* comme suit[1056] :

- Le Titre IV augmente le plafond de levée de fond de 5 million dollars américains à 50 millions de dollars par année sans une autre limite.
- Les actions sont négociables (*unrestricted)* et directement échangeables sans une période de rétention
- Le démarchage et la publication sont généralement permis
- Les investisseurs non-accrédités sont autorisés à investir sous ce régime
- Un nombre élevé d'entreprises sont éligibles pour la levée de fond sous ce régime

[1056] *Ibid,* P.14-15

- Une obligation de déclaration annuelle de bilan financier auprès de la SEC
- Les offres de titres qualifiables sous l'offre de Tiers 2 (égales ou plus que 20 Million de dollars) seront exemptées d'obligations de déclarations requises sous les règlements fédéraux (*blue sky law).* Ce point représente une réforme majeure par rapport à l'ancien Régulation A puisque l'obligation de se soumettre aux règlements fédéraux accroît le coût juridique dans l'exercice de levée de fonds.

[779] Trois point principaux constituant la compétitivité du Titre IV par rapport au Régulation D sont la négociabilité des titres dans le marché secondaire, la possibilité d'offrir des titres aux investisseurs non-accrédités. [1057]

[780] Le Titre V augmente le plafond de actionnaires inscrits (*shareholder of record)* de 500 à 2000 dont seulement 500 peuvent être des actionnaires non-accrédités. Avant l'entrée en vigueur du JOBS Act, un dépassement de seuil d'une valorisation d'actif à la hauteur de 10 Million de dollars américains et un nombre d'actionnaires inscrits au-delà de 500 suffisaient à requalifier l'entreprise en entreprise publique nécessitant la souscription subséquente auprès de la SEC.[1058] Le cas échéant l'entreprise est considérée comme étant en transgression du droit financier en vigueur. L'actionnaire inscrit est normalement composé des courtiers pouvant détenir des actions pour plus de 100 clients bénéficiaires.[1059] Le Titre VI permet à une banque ou un holding bancaire de renoncer à l'obligation de rapport sous le régime de *1934 Exchange act* si le nombre d'actionnaires inscrits (*shareholder or record)* est réduit en dessous du seuil de 1200 actionnaires inscrits[1060]. Les titres V et VI permettent aux entreprises de rester privées pour une période plus étendue permettant ainsi de mieux préparer une introduction boursière complète. En d'autres termes les deux titres accordent une flexibilité en

---

[1057] Op cit, Thaya Brook Knight, *A Walk Through the JOBS Act of 2012: Deregulation in the Wake of Financial Crisis,* P.25

[1058] *Ibid,* P.28

[1059] *Ibid, P.28*

[1060] *Op cit,* Paul M. Getty, Dinesh Gupta et Roberty R. Kaplan Jr.2015, *Regulation A+: How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors*, P.15-16

termes de gouvernance tenant compte du fait qu'une entreprise cotée (entreprise publique) sera sous la surveillance constante des marchés financiers.

[781] Le JOBs Act est ainsi une loi modèle visant à la création de la liquidité financière en attribuant une forme de négociabilité donc échangeabilité accrue aux titres des entreprises privées. La pression exercée par les marchés financiers en conjonction avec l'amélioration de l'asymétrie d'information et les moyens de coordination des investisseurs conduit à l'adoption de mesures moins rigides favorisant la liquidité Financière.

Section II. Le modèle industriel et bancaire européen

[782] Dans un document de travail publié par la banque centrale européenne, l'hégémonie des banques – vue de la valorisation et capitalisation - en tant qu'intermédiaires dans la structure de financement en Europe ne cesse de croître[1061]. Le document argumente que cette réalité présente un risque systémique et un ralentissement de la croissance pour cause du mécanisme d'amplification selon lequel les banques ont une tendance à augmenter l'allocation de crédit suivant une inflation des prix et limitent les crédits suivant une chute.[1062] Le document conclut que l'environnement régulatoire de l'Europe favorise l'hégémonie bancaire au détriment des marchés financiers rendant urgente une diversification de la topologie de financement.[1063] Une approche historique et comparative entre l'économie Allemande, Japonais et des Etats-Unis démontre que la position centrale des banques après la seconde guerre mondiale dans les structures de financement dépend grandement du niveau d'intervention de l'Etat après les années 1930 et 1940.[1064] Les Etats-Unis présentaient un sentiment plus

---

[1061] Sam Langfield et Marco Pagano, *Bank bias in Europe: effects of systemic risk and growth*, European Central Bank Working Paper Series No 1797 May 2015, Le document est accessible sur le site la banque centrale européenne par le lien suivant: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1797.en.pdf?21971652ba3f7c1925aaadb3b5a5ae2f

[1062] *Ibid,* P.22

[1063] *Ibid,* P.23

[1064] Sigurt Vitols, *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States*, January 2001 ISSN N° 1011-9523, Discussion Paper for n° FS I 01-302. L'article est accessible sur le lien suivant: https://www.researchgate.net/publication/228816690_The_origins_of_bank-based_and_market-based_financial_systems_Germany_Japan_and_the_United_States . P.21

adapté à la dynamique des marchés et incitent à une approche plus libérale dans la délimitation et l'exécution des règles d'efficience des marchés par des acteurs privés à travers le système judiciaire (*adversial legalism).*[1065] Dans la première partie, nous avons mis en lumière le penchant du système américain pour un pluralisme juridique par une attribution plus importante des pouvoirs régulatoires et administratifs aux acteurs privés. L'autonomie des parties est interprétée d'une manière que la source majeure du droit des affaires est établie par les juridictions plutôt que par voie statutaire malgré une importance grandissante des sources statutaires du droit.[1066]. D'autre part en Allemagne, l'Etat adoptait une approche corporatiste défendant la centralité de l'institution bancaire couplée d'un rationnement de l'allocation des ressources financière par l'Etat.[1067]

[783] Pour le Japon, une dynamique anti-marchée influencée par une politique supportant une mobilisation pour la guerre ainsi que les efforts de reconstruction ramènent l'état Japonais à s'immiscer dans la gestion bancaire par un système d'agrément et de dirigisme administratif[1068]. Un point intéressant soulevé par l'analyse historique institutionnelle est que la domination des banques est fortement influencée par la limitation des flux de l'épargne salariale vers les actifs financiers ainsi qu'une structure salariale plus égalitaire ainsi qu'un système de pension non fondé sur une capitalisation privée.[1069] Cette vision sur la relation étroite entre le flux de la liquidité monétaire de l'épargne salariale vers les circuits financiers rejoint le cadre théorique et analytique de l'institutionnalisme français portant sur la croissance des institutions financières. La prédominance des institutions bancaires en Europe engendre une problématique par rapport à la tentative de reproduire un système de financement d'innovation similaire au système américain. L'économie américaine est fondée sur l'institution de financement par les marchés des titres de participations (*equity)* rendant l'opération de financement par le capital-risque efficient. Le modèle du professeur

---

[1065] *Ibid,* P.16

[1066] *Op cit,* Peter Hay, *Law of the United States: Introduction au droit américain*, 2010, P.7

[1067] *Op cit,* Sigurt Vitols, *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States* P.13

[1068] *Ibid,* P.15

[1069] *Ibid,* P.22

Gilson décrivait qu'en effet le rôle d'un marché financier des titres d'actions ayant un niveau d'activité d'échange élevé est inaliénable au cycle de financement de capital-risque. L'emploi des mécanismes d'architecture financière (*security design)* ainsi que l'échelonnement des financements nécessite une pierre angulaire institutionnelle : la liquidité financière.

[784] Les postulats du courant institutionnaliste français mettent en relief l'importance d'un transfert de liquidité monétaire normalement de sources d'épargne salariale afin d'alimenter les circuits financiers de la liquidité financière. L'expérience américaine démontre que la relance de l'industrie de capital-risque a été rendue possible par la modification des règles prudentielles des fonds de pensions. La possibilité d'investir dans des fonds à risque, incluant le capital-risque assurait une abondance de liquidité monétaire pour l'industrie de capital-risque américain. Le problème qu'affronte le secteur de capital-risque Européen s'inscrit dans ce contexte. La prédominance de l'épargne détenue par le secteur bancaire indique que la création de la liquidité financière en Europe se fera essentiellement par une plus grande participation du secteur bancaire. La coopération entre les portails de finance participative avec souscription des titres tels SmartAngels avec BNP Paribas en France abordé auparavant démontre cette tendance.

[785] Au niveau Européen, il existe deux réformes juridiques et un projet potentiellement créateur de la liquidité financière. Les deux réformes juridiques sont les suivantes : (a) la proposition de révision sur le règlement de l'Union Européen N° 345/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens ; et (2) Les modification apportées par le Règlement délégué complétant la directive concernant les marchés d'instruments financiers MiFID 2. Pour ce qui concerne un projet européen encore en cours d'élaboration, il y a le projet Européen portant sur la Finance Participative. Les trois développements cités représentent les tentatives de création d'un marché financier de titres d'actions liquide en vue de répliquer ou du moins de s'approcher du modèle de financement d'innovation américain.

[786] La première réforme régulatrice au niveau Européen consiste dans le Règlement N°345/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le Règlement N0 346/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens. Malgré le régime attractif offert par les règlements, le taux faible des applications est considéré comme un échec.[1070] Par conséquent, une proposition de modification est actuellement en cours. [1071]

[787] L'entrée en vigueur de la Directive 2011/61/UE du 8 Juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM) encadre les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (FIA) et surveille et limite les risques systématiques. [1072] Elle soumet les gestionnaires des FIA à une obligation d'agrément, des règles harmonisées concernant la gestion de FIA et établit des obligations de *reporting* détaillées auprès des régulateurs nationaux couvrant les investissements, les leviers et le niveau d'exposition aux risques.[1073] L'article 4 (1) (a) de la Directive AIFM intègre clairement les fonds de capital-risque dans la définition d'un FIA.[1074] En dépit de cela, la Directive AIFM adopte certaines exceptions applicables au capital-risque. Par exemple, l'article 3 (2) de la Directive AIFM dispose que :

« *Sans préjudice de l'application de l'article 46, seuls les paragraphes 3 et 4 du présent article s'appliquent aux gestionnaires suivants:*

[1070] La proposition précise qu'en Avril 2016, il y avait seulement 70 fonds de capital-risque européens enregistrés par ESMA et seulement quatre fonds d'entreprenariat social enregistrés en deux états-membres avec un actif géré de 32 millionsd'euros.

[1071] La proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens datant du 14.7.2016 est accessible sur le site de Commission Européenne par le lien suivant http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/venture_capital/160714-proposal_fr.pdf

[1072] Autorité des Marchés Financiers, Guide AIFM Société de gestion, Avril 2013 P.4

[1073] *Ibid*

[1074] L'article 4 (1) (a) de la directive AIFM définit les FIA en ces termes : « *[..] des organismes de placement collectif, y compris leurs compartiments d'investissement, qui: i) lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs; et ii) ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE*; »

a) les gestionnaires qui gèrent, directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une société avec laquelle ils sont liés dans le cadre d'une communauté de gestion ou de contrôle, ou par une importante participation directe ou indirecte, des portefeuilles de FIA dont les actifs gérés, y compris les actifs acquis grâce à l'effet de levier, ne dépassent pas un seuil de 100 000 000 EUR au total; ou

b) les gestionnaires qui gèrent, directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une société avec laquelle ils sont liés dans le cadre d'une communauté de gestion ou de contrôle, ou par une importante participation directe ou indirecte, des portefeuilles de FIA dont les actifs gérés ne dépassent pas un seuil de 500 000 000 EUR au total si les portefeuilles des FIA sont composés des FIA qui ne recourent pas à l'effet de levier et pour lesquels aucun droit au remboursement ne peut être exercé pendant une période de cinq ans à compter de la date de l'investissement initial dans chaque FIA. »

[788] De la rédaction de l'article 3 (2) de la Directive AIFM, il y a une grande probabilité que les plupart de gestionnaires de capital-risque seront exemptés de l'application de la Directive AIFM en prenant compte que (a) ils gèrent un fonds ne dépassant point 500 millions d'euros, (b) le capital-risque a rarement recours à l'effet de levier ou à des (c) droit de rédemption.[1075]

[789] Toutefois, l'obligation allégée s'appliquant aux fonds gérant un FIA en dessous du seuil de 500 millions d'euros sans recours à l'effet de levier limite le potentiel d'investissements des fonds de capital-risque. La possibilité d'obtenir un régime de passeport Européen s'avère plus prometteuse puisqu'elle élargit les opportunités de levée de fonds et mitige l'effet de fragmentation régulatrice. Les législateurs Européens en considération des coûts importants engendrés par les fonds de capital-risque en cas d'une adoption complète de régime d'AIFM ainsi que la nature des fonds de capital-risque posant un risque systémique limité ont décidé d'accorder la possibilité d'opter pour le régime de passeport européen sans l'obligation de souscrire au régime de la Directive AIFM.

[1075] *Op cit.*Erik P.M Vermeulen et Diego Pereira Dias Nunes, *The Evolution and Regulation of Venture Capital Funds,* P.6

[790] En conséquence, le régime du capital-risque européen et les fonds d'entrepreneuriat social européens sont promulguée le 25 Avril 2013 et sont entrés en vigueur le 22 Juillet 2013. En résumé, les deux régulations établissent un régime dédié aux fonds de capital-risque et des fonds d'entreprenariat social qualifiés.

[791] Le régime sous les deux régulations propose des avantages tels que la possibilité d'un démarchage auprès des investisseurs non-professionnels, un accès au régime du passeport européen, un régime de surveillance allégée, une absence de capitalisation minimum pour les FIA souscrits, l'absence d'obligation de publier un prospectus, l'absence d'avoir recours à la publication d'un prospectus et une absence de règles sur les évaluations des actifs. Le régime du capital-risque européen s'ouvre aux fonds d'investissements voulant investir au moins 70% des investissements pour supporter des entreprises jeunes et innovantes. Malgré cela, le dispositif avait connu un échec avec une faible souscription aux deux régimes. Au mois d'avril 2016 il y avait seulement 70 fonds EuVECA enregistrés dans la base de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et seulement quatre fonds EUSEF dans seulement deux Etats membres.[1076]

[792] Les échecs du régime des deux règlements sont attribués au plafond maximum imposé par le seuil de 500 millions d'Euros ainsi que le ticket d'entrée de 100 000 Euros pour les investisseurs non professionnels ainsi que les restrictions spécifiques relatives aux investissements éligibles[1077]. La proposition reconnaît que pour le ticket d'entrée, les investisseurs non professionnels préfèrent avoir recours aux moyens alternatifs tels que le financement participatif tandis que pour les fonds professionnels, la période de blocage de 5 ans minimum nécessite que les seuils soient plus importants que les 500 million actuellement imposés. Au stade de l'application, la commission découvre qu'au niveau national des Etats-membres, une disparité en termes de frais d'établissement et des coûts supplémentaires persiste.

[1076] Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) n°346/2013 relatifs aux fonds d'entreprenariat social européens, Datant du 14-7-2016, P.10

[1077] *Ibid,* P.9

[793] En vue de diversifier le paysage de financement européen en introduisant des alternatives au financement non-bancaire, une déclaration d'une Union des marchés de capitaux a été déclarée. L'échec du régime a conduit à une proposition de modification du texte de règlement par la commission datant du 14 Juillet 2016 *inter alia*[1078] :

- Ouvrir la possibilité à tous les Fonds d'Investissements Alternatifs (FIA) de souscrire au régime de fonds de capital-risque européens et de fonds d'entreprenariat social européens jadis limités aux fonds gérant un fonds en dessous de 500 million Euros.
- La proposition d'élargir le champ d'investissement au-delà du régime actuel limitant les investissements dans des PMEs. Les fonds seront autorisés à investir dans des entreprises plus larges ayant moins de 500 salariés et des SMEs cotées dans des bourses de croissance avec une capitalisation en dessous de 200 million d'euros.
- La délégation des responsabilités de rédiger les standards règlementaires portant sur la définition des 'fonds suffisants' (*sufficient own funds)* pour les gestionnaires des fonds de capital-risque européens et les fonds d'entreprenariat social européens avec la finalité d'assurer l'harmonisation des standards au niveau européen
- Fluidifier le démarchage et l'enregistrement transfrontalier en tenant compte du fait que les Etats membres imposent encore des commissions pour le démarchage des fonds dans différents Etats membres et le coût de procédures administratives dans les Etats membres respectifs.

[794] En second lieu, les réformes essentielles pour le financement des entreprises *start-up* innovantes en Europe en termes de création de liquidité se poursuivent avec la création d'un nouveau cadre juridique harmonisé pour les exigences applicables aux entreprises d'investissements, aux marchés réglementés, aux prestataires de services de communication de données et aux

[1078] *Op cit,* Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) n°346/2013 relatifs aux fonds d'entreprenariat social européens, P.18-28

entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissements dans l'Union. Ceci est fait sous la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II) modifiant la Directive 2002/92/EC et la Directive 2011/61/EU et le règlement n° 600/2014 du Parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n0 648/2012 (MiFIR). Le point d'intérêt apporté par ce nouveau cadre juridique réside dans la création d'un Label « marché de croissance des PME » en vue de faciliter l'accès des PME aux capitaux et au marché financier européen. La directive procède à la création d'un marché spécialisé dénommé « marché de croissance » ou « jeune marché ». Le mécanisme préconise que les systèmes multilatéraux de négociations (MTF) voulant accéder à ce régime sollicitent une inscription auprès des autorités compétentes de leur Etat d'origine. Le marché de croissance des PME possède comme double finalité d'ouvrir l'accès des PME Européen au financement et d'améliorer la formation et la détermination des prix pour les instruments financiers émis par les PME. La directive confine la négociation d'un instrument financier déjà admis à la négociation sur un marché de croissance des PME à seulement cet marché au moins d'obtenir le consentement de l'émetteur pour les négociations sur une autre marché de croissance.

[795] L'article 33 de la Directive MiFID II encadre les conditions relatives à la création du marché de croissance. Pour un MTF voulant bénéficier d'une souscription auprès du marché des PME les conditions suivantes devront être remplies[1079] :

- Un seuil minimum de 50% des émetteurs admis à la négociation sur le marché des PME devra être des PME au moment de la souscription du MTF en tant que marché de croissance des PME et pour l'année civile ultérieure précédant la souscription
- Les émetteurs devront être des PME avec une capitalisation boursière moyenne au-dessous de 200 million d'euros.

[1079] Article 33 de la Directive 2014/65/UE

- Les émetteurs devront publier un document approprié ou un prospectus au moment de l'admission initiale à la négociation des instruments financiers. Le document ou prospectus doit obligatoirement contenir des informations rendant possible une prise de décision par l'investisseur pour investir dans les instruments financiers offerts en connaissance de cause.
- La publication d'informations financières périodiques en continu par ou au nom d'un émetteur sur le marché
- La conservation et diffusion auprès du public des informations règlementaires relatives aux émetteurs sur le marché

[796] Il est clair que la création de la nouvelle catégorie de marché au sein de la catégorie des marchés MTF vise à améliorer le profil et la visibilité des PME ainsi que d'initier un mouvement vers la création d'un cadre régulatoire commun pour les marchés des PME. [1080] La souscription au régime de ce marché est volontaire tenant compte du fait que des modèles des marchés de valeurs de *start-up* existent déjà avant l'entrée en vigueur de ce nouveau cadre juridique tel que l'Alternext français, le marché d'entrée de Frankfurt Stock Exchange (NYSE-Euronext) et le AIM. Des objectifs sont fixés dans l'élaboration des règles techniques pour que ce marché reste à l'équilibre entre la protection des investisseurs et l'allègement en termes de contraintes administratives pour les émetteurs[1081].

[797] Le régime des règlements sur les fonds Européens de capital-risque (EuVECA) et les fonds d'entreprenariat social européens (EuSEF) ainsi que MIF II s'inscrivent dans une tentative poursuivie par l'Union européenne pour établir le plan d'action mis en place par la Commission européenne en vue d'établir une

[1080] Eversheds, "*MIFID II and SME growth markets : A new category of markets to facilitate access to capital for SMEs*" publié le 30 Juillet 2014 sur le lien suivant: http://www.eversheds.com/global/en/what/articles/index.page?ArticleID=en/Financial_institutions/MIFID_II_and_SME_growth_markets_-_a_new_category_of_markets

[1081] Communiqué de presse de la Commission Européenne N° Statement/14/129 datant du 15 Avril 2014, *"Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Question"*, Le communiqué de presse est accessible sur le lien suivant: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_fr.htm

union des marchés de capitaux.[1082] Pour cela, la commission européenne formule une série de plans d'actions proposant des mesures clés en vue de créer un véritable marché unique pour le capital en Europe[1083]. Dans le contexte de la stratégie de création de la liquidité financière poursuivie par l'Union des marchés certains points intéressants méritent d'être soulignés[1084] :

- Les réformes dans le cadre de l'union des marchés cherchent à rendre disponibles des investissements à long terme sur les marchés de capitaux.
- Le projet tente de remédier au problème de fragmentation des marchés financiers ainsi que la dépendance des économies européennes au secteur bancaire en matière de financement
- La publication par la commission des propositions législatives visant à mettre en place un cadre réglementaire pour les titrisations simples, transparentes et standardisées
- La proposition de la modification des cadres réglementaires relatifs au capital-risque et le soutien au financement en fonds propres
- Facilitant les formes innovantes de financement des entreprises (financement participatif cité comme exemple); l'accès aux marchés boursiers
- Le projet de modernisation de la directive sur les prospectus pour réduire le coût de levée de fonds des PME

[798] Le projet de l'Union des marchés financiers européens démontre que l'Europe commence à réaliser la nécessité d'adopter un financement par fonds propres en vue de supporter les projets innovants. Les réformes citées ci-dessus délimitent les efforts européens consistant en une stratégie d'allègement réglementaires, une facilitation de flux de capital transfrontalier, une diversification de moyen de financement autres que le financement bancaire en

[1082] Le communiqué de presse publié par la commission européenne datant du 30 Septembre 2015 est accessible sur le site de la commission européenne par lien suivant : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5732_fr.htm?locale=fr

[1083] Les documents relatifs aux différents plans d'actions sont accessibles sur le site de la commission européennes par le lien suivant : http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm#action-plan

[1084] *Op cit*

particulier le financement par fonds propres et par intermédiaire de la technologie NTIC tel que le financement participatif. La tendance règlementaire européenne valide ainsi l'analyse institutionnaliste postulée dans les développements précédents. Pour terminer cette analyse de la réglementation de l'Union Européenne, il est utile d'aborder le projet d'encadrement du financement participatif européen en particulier le *crowdinvesting* ou la finance participative avec souscription des titres.

[799] Le *crowdinvesting* ou l'investissement d'entreprises par la foule désigne un mode de financement d'un projet entrepreneurial réalisé auprès d'un large public avec participation directe des investisseurs à sa sélection[1085]. Dans l'introduction de notre thèse, nous avons abordé d'une manière descriptive la topologie de la finance participative ainsi que le nouvel encadrement juridique en France. Le développement de la finance participative s'inscrit dans le renouvellement du cycle de capital-risque par l'émergence des nouveaux types d'investisseurs et des moyens de financement alternatif pour les PME ou *start-ups.* [1086] L'emploi des portails de *equity crowdfunding* apporte des bénéfices signifiant pour l'industrie de capital-risque compte tenu du fait qu'elle ouvre l'accès pour les entreprises à un réseau social de *business angels* et d'autres investisseurs accrédités.[1087] Elle permet aussi un suivi du développement en temps réel de l'entreprise par les investisseurs ainsi qu'une facilité dans la négociation des investissements en phase de capital d'amorçage. Dans le développement de la coopération précitée entre BNP Paribas avec le portail de *crowdinvesting* SmartAngels en France, l'emploi de l'architecture de l'internet 3.0 et la technologie facilitant le traçage des prises de participations en fonds propres pourra multiplier le nombre des micros placements privés. Il convient de rappeler que l'essor de la finance participative (*crowdfunding)* s'explique par trois

[1085] Dominique Stucki, *Financer une entreprise par le crowdfunding*, 2014, Paris, édition revue banque, P.21

[1086] Janke Dittmer and Joseph A. McCahery, and Erik P.M. Vermeulen, *The 'New' Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms* (November 20, 2013), Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2013-7; Tilburg Law School Research Paper No. 021/2013 , Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2357771 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2357771 , P.32

[1087] *Ibid,* P.28

facteurs[1088] : (a) L'émergence des fonctionnalités communautaire et collaborative en vertu de l'évolution de l'architecture de l'internet ; (b) Le développement du *crowdsourcing* ou l'approvisionnement par la foule ; et (c) Le manque de ressources financières présent aux premières étapes d'un projet. La finance participative représente donc une évolution logique et subséquente du modèle de financement d'innovation américain en alliance avec le progrès technique des NTIC.

[800] La plupart de la littérature sur le *crowdinvesting* place le financement par les portails de la finance participative au début du cycle de capital-risque ou pour la phase de capital démarrage ou capital d'amorçage. Les littératures mettent donc en opposition binaire le financement par les *business Angels* avec le financement par les portails de *crowdinvesting.* Toutefois, certains chercheurs en finance d'entreprise placent le *crowdinvesting* comme substitut au financement sur Series A (*Series A gap)* ou *Bridgefunding.*[1089] Les portails de financement devraient ainsi être dirigés par encadrement juridique vers les investissements faits préalablement par les *busines angels.* En d'autres termes, les portails deviennent la phase d'investissement suivant pour comble la carence en capital après la phase d'investissements par les *business angels.* Ce paradigme prend en considération le caractère de la foule connectée en tant qu'investisseur ayant accès au partage d'information directe et en temps réel en ligne rendant un niveau de transparence aux transactions.[1090]

[801] Le financement participatif a pris place au sein du cycle de capital-risque. La Commission Européenne avait reconnu l'importance d'apporter un soutien au développement de la finance participative en Europe. [1091] Certains

---

[1088] Véronique Bessière et Eric Stéphany, *Le Crowdfunding : Fondements et Pratiques*, 1ere édition , 2014, Louvain-La-Neuve: De boeck Supérieur, P.7

[1089] Seth C. Oranburg, Bridgefunding*: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance* (February 23, 2015), Cornell Journal of Law and Public Policy, Vol. 25, 2015; FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 724; FSU College of Law, Law, Business & Economics Paper No. 15-2, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2544365 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2544365 , pp. 397-452, P.422

[1090] *Ibid,* P.426

[1091] Commission Européenne, *Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Unleashing the potential of crowdfunding in the European Union*, Brussels 27.3.2014 COM(2014) 172 final, Le communiqué est accessible sur le site de la commission européenne par

Etats-membres avaient depuis l'année 2013 respectivement promulgué un cadre régulatoire national destiné à attribuer une sécurité juridique aux opérations des portails de finance participative[1092]. Pour ce qui concerne la finance participative par souscription de titres, les Etats-membres légifèrent en accord avec la possibilité d'exempter certaines opérations de l'application de la Directive Prospectus pour les levée de fonds entre 100.000 Euros jusqu'à 5.000.000 Euros[1093]. Néanmoins, l'absence d'un cadre réglementaire spécifique au niveau Européen amène au déroulement d'une proposition règlementaire Pan-Européenne. Sebastian N. Hooghiemstra et Kristof de Buysere proposent dans un article intitulé « *The Perfect Regulation of Crowdfunding : What should the European Regulator do ?* » des moyens pour réguler la finance participative au niveau Européen[1094]:

- L'emploi de l'auto-certification par les investisseurs en forme de questionnaires stipulant la prise de conscience des risques de s'engager dans les investissements par placement en fonds propres et une garantie personnelle de la suffisance en terme de valeur patrimoniale.
- L'imposition d'une limite aux investissements possibles par année et par émetteur faite par catégorie d'investisseurs
- La rédaction d'un minimum de divulgation d'informations clés
- La création d'un régime d'entreprise européen à structure allégée possédant à bas coûts un accès à l'offre transfrontalière des titres par des portails de finance participative par souscription de titres
- Un encadrement sur l'enregistrement des portails de finance participative avec souscription des titres ainsi qu'à une organisation standard requise

---

le lien suivant: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf

[1092] Crucial, Crowdfunding *for Enterprise: an examination of the crowdfunding landscape in Europe*, January 2016, Erasmus+ project, P. 13

[1093] *Ibid,* P.28

[1094] Sebastiaan N. Hooghiemstra et Kristof de Buysere, 2015, '*The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?'*, dans le mélange D. Brüntje et Gadja O et eds, *Crowdfunding in Europe*, FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship, Springer Link, Pp. 135-165. L'article est accessible sur le site de Springer link par le lien suivant: http://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-3-319-18017-5_10

- La création d'un régime transfrontalier - similaire au régime de passeport Européen sous la Directive AIFM et les régimes EUveca et EUsef - pour les plateformes de finance participative par souscription de titres simplifiant l'obtention d'un agrément unique pour une offre au niveau Européen.

[802] La prise de conscience de l'importance de la diversification des moyens de financement en Europe en particulier par le développement du financement par fonds propres démontre qu'un nouvel élan vers l'adoption du modèle américain prend place. Les solutions requises pour une telle transition sont identifiables dans la réponse soumise par l'Association Européenne du Capital Investissement et du Capital-risque (EVCA) à la Commission Européenne en réponse au *Green Paper* sur la construction d'une Union des Marchés de Capitaux Européen (COM/2015/063final). Dans ce *green paper,* EVCA souligne que le principe directeur d'une Union des Marchés de Capitaux réside dans la rédaction d'une régulation visant un encadrement approprié du processus de prises de risques.[1095] L'importance des actions de prise de risques par la suite est associée dans le document avec la matérialisation de l'innovation et de la croissance. EVCA considère que le cadre règlementaire ne devrait point se substituer à l'interaction entre les investisseurs et les fonds ou entre les fonds et les entreprises portefeuille représentant le centre de l'entrepreneuriat privé. En outre, EVCA relève que les actions les plus importantes que la commission devrait privilégier consistent à supporter le développement des marchés des placements privés, une réévaluation de la Directive Prospectus ainsi que l'élargissement de la composition des investisseurs en PME en termes d'investisseurs en fonds propres[1096].

[803] La réponse rédigée par EVCA par rapport au projet d'établissement d'un marché de capital européen démontre l'importance d'une gouvernance par ordonnancement privé et contractuel en faveur d'un retrait progressif de l'intervention des autorités publiques dans l'encadrement des financements. La

[1095] *EVCA PEA Response to the European Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union (COM/2015063Final)*, 13 Mai 2015, Point 4. P.4

[1096] *Ibid,* Point 6. P.4

constitution d'un marché de sortie ainsi que l'allègement régulatoire en vue de supporter une prise de participation en placement en fonds propres par les investisseurs non accrédités est proposée en parallèle et complète le modèle de référence avancé par EVCA. La prise en compte du financement par l'intermédiaire des portails électronique comme la finance participative permet de combler les *« liquidity gap »* persistant à travers le cycle de financement de capital-risque. Ceci confirme que les professionnels du capital investissement et capital-risque Européen sont en accord sur l'importance du modèle de couplage « capital risque-marché de sortie pour titres de participations en fonds propres ». La finalité poursuivie en Europe reste ainsi la création et le maintien de la liquidité financière dans un marché financier encore fragmenté. Néanmoins, l'Europe oscille toujours entre une dérégulation et donc un amoindrissement du niveau de protection nécessaire dans l'accomplissement d'un tel projet créateur de liquidité financière, et le maintien des mesures prudentielles nécessaires pour éviter une crise systémique.

Section III. Le modèle évolutionnaire Israélien

[804] Le modèle de création de liquidité Israélien représente une véritable innovation stratégique en termes d'ingénierie financière. La marché boursier d'Israël (*Tel Aviv Stock Exchange / TASE*) est structuré en segmentation composée d'un segment pré-IPO sur le marché des titres non cotés *SecondMarket* (bureau d'Israël), le segment d'entrée en IPO préliminaire sur le TASE et la phase IPO complète avec un accès à un marché international par le biais du mécanisme de « *dual listing* » ou une cotation sur deux marchés en parallèle.[1097] Le programme de support aux entreprises s'opérant dans le domaine de titres de développement est composé de trois parts : (a) un régime d'introduction en bourse allégé, (b) un taux variable de flottation et finalement (c) un accès à une cotation parallèle en Israël et aux Etats-Unis.

[1097] *Op cit,* Jose M, Mendoza et Erik P.M Vermeulen.*The « New » Venture Capital Cycle (part I) The Importance of Private Secondary Market Liquidity*, 2011, P.27

[805] Premièrement une entreprise *start-up* devra avoir investi un montant de NIS 3 millions sur une période d'au moins 3 ans en prenant en compte des fonds obtenus du bureau du directeur des chercheurs (*Office of the Chief Scientist / O.C.S)* rattaché au ministère de l'industrie et de la commerce[1098]. Une attestation sur les investissements en Recherche et Développement devra être obtenue du directeur des chercheurs.

[806] En second lieu, après l'obtention de l'attestation auprès de l'O.C.S qualifiant l'entreprise en tant qu'entreprise de recherche et de développement, l'entreprise pourra ainsi souscrire à une Offre Publique d'Epargne sur le TASE sous un régime simplifié sans l'obligation de présenter un bilan d'activité ou un rapport sur le nombre d'actionnaires. L'entreprise émettrice devra maintenir un niveau de flottation variable prédéterminé d'environ 10% si la valorisation de la flottation publique dépasse NIS 16 million et 7.5% si elle dépasse NIS 50 millions[1099]. Le système de flottation variable vise à prévenir une dilution des actionnaires titulaires (*incumbent shareholders)* pour maintenir l'attractivité d'une introduction boursière pour les entreprises *start-up.*[1100]

[807] En troisième lieu, l'entreprise cotée sur TASE bénéficiera du régime de cotation parallèle ou *dual listing* sur les places boursières américaines ou Anglaises tel que le New York Stock Exchange (NYSE), le NASDAQ, l'AMEX et le London Stock Exchange.[1101] Selon ce régime, les entreprises optant pour une cotation parallèle sur les marchés américains ou britanniques pourront réduire les coûts en adoptant les règles comptables prévalant sur les juridictions étrangères choisies dans les rapports aux autorités boursières Israéliennes.[1102] Une exemption à l'application des règles de cotation, de règles de maintenance et des

---

[1098] Les critères administratifs et juridiques pour une qualification en tant qu'entreprise en Recherche et Développement sont accessibles sur le site du TASE par le lien suivant : http://www.tase.co.il/Eng/Listings/IPO/ResearchandDevelopmentCompanies/

[1099] *Ibid*

[1100] *Op cit,* Jose M. Mendoza et Erik P.M Vermeulen, *The « New » Venture Capital Cycle (part I) The Importance of Private Secondary Market Liquidity*, 2011, P.26

[1101] Une explication courte mise à disposition par la bourse de Tel Aviv (*Tel Aviv Stock Exchange / TASE*) sur le système de *dual listing intitulé « The Dual-Listing Law : An Important step towards Globalization of the Israeli Capital Market »* est accessible sur le site suivant : http://www.tase.co.il/resources/pdf/booklets/booklet_duallistings_eng_104186.pdf

[1102] Tel-Aviv Stock Exchange, *« The Dual-Listing Law :An Important step towards Globalization of the Israeli Capital Market »,* P.1

commissions de cotation est aussi accordée aux entreprises optant pour une cotation parallèle.[1103] L'exemple de la stratégie du TASE enrichit le postulat du professeur Gilson en démontrant que la relation entre l'industrie de capital-risque et une sortie par introduction boursière ne devrait point être confinée aux frontières nationales.[1104] Ce phénomène s'explique par la préexistence des réseaux d'entrepreneurs « Israéliens » dans la *Silicon Valley* facilitant la connexion entre le marché de capital-risque Israélien et américains.[1105] Toutefois il existe un désavantage en termes règlementaire et en économie politique. La poursuite pour un accès à un marché boursier plus liquide et énorme conduit à une réduction des pouvoirs règlementaires des autorités Israéliennes. En pratique, le régulateur Israélien se trouve dans l'obligation de s'aligner sur une version simplifiée de la régulation américaine s'appliquant aux émetteurs non-américains.[1106] Les régulations de *corporate gouvernance* Israéliennes visant à attribuer une protection accrue aux actionnaires devraient ainsi s'adapter au niveau de protection médiocre mais moins couteux du régime de droit financier américain s'appliquant aux émetteurs étrangers en vue de maintenir la faisabilité du régime de la cotation parallèle (*dual listing)*.[1107]

[808] La stratégie de la place boursière Israélienne permet ainsi d'exploiter les réseaux d'entrepreneurs Israéliens aux Etats-Unis et par conséquent de faciliter l'accès à une émission de titres en parallèle sur les places américaines et Israéliennes. Cette stratégie de création de liquidité financière par le resquillage sur une place financière étrangère plus active et liquide est innovante d'un point de vue de coûts économiques. Au lieu d'une ingénierie économique, politique et juridique sur le marché national, la stratégie règlementaire Israélienne exploite un marché financier étranger établi et actif par une adaptation des règles nationales. Néanmoins, l'harmonisation aboutit aussi à l'obligation de réduire d'une manière

---

[1103] *Ibid*

[1104] Edward B Rock, *Greenhorns, Yankees and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms & U.S. Markets, Theoretical Inquiries in Law*, Forthcoming, Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=269340 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.269340 , P. 9

[1105] *Ibid,* P.10

[1106] Amir N. Licht, *David's Dilemma: A Case Study of Securities Regulation in a Small Open Market* (October 20, 2000), Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=240888 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.240888 ; Pp.663-710; p.702

[1107] *Ibid,* P.703

significative la mainmise règlementaire sur le marché national pour le bénéfice d'un accès au marché étranger cible.

Section IV. Les réformes Chinoises

[809] Le marché de sortie du capital risque en Chine dépend principalement des sorties par une introduction boursière. La Chine a adopté un marché financier à plusieurs niveau (*multi-tiers stock market).* Main board (SME board inclus); Second board (parmi d'autres, le Chi Next) et Third board.[1108] La sortie des investissements pour le capital-risque par un accès au marché d'introduction boursière se révèle être difficile pour cause de l'adoption d'un système dénommé « *examen et agrément* » par la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC), l'équivalant de l'Autorité Monétaire et Financière ou le *Securities and Exchange Commission* Chinoise. Le CSRC évalue cinq aspects d'une société émettrice : le statut juridique, l'indépendance, la légalité des opérations commerciales, la finance et la comptabilité ainsi que la finalité et le projet de l'usage des fonds.[1109] La procédure administrative est réglementée dans les « *Mesures pour l'administration des Appels Publique à l'épargne et les cotations des titres* » promulguées par le CSRC en Mai 2006 et modifiées le 30 Décembre 2015 [1110] Le contrôle extensif des organes administratifs gouvernementaux non seulement sur la conformité mais aussi sur la potentialité de croissance conduit à une difficulté accrue pour les entreprises d'accéder librement à une introduction boursière.[1111] En plus des difficultés administratives visant les entreprises demandant une introduction boursière, le CSRC exige que la société émettrice ait une « structure d'actions claires » (*clear equity structure*) remettant en cause un mécanisme couramment utilisé par le capital-risque : le

[1108] Op cit, Ji Li, *Alternative Investment Fund Industry in China, 2015,* .P.133
[1109] *Ibid,* P.124
[1110] *Measures for the Administration of Initial Public Offering and Listing of Stocks* (2015Amendment), Le Texte en langue anglaise est accessible sur le site suivant: http://en.pkulaw.cn/display.aspx?cgid=262012&lib=law
[1111] *Ibid,* P.130

valuation adjustment mechanism). [1112] Ce mécanisme de gouvernance contractuelle par l'architecture financière permet un réajustement des nombres des titres par rapport à une valorisation future de l'entreprise soumise à la condition de l'occurrence d'un événement.

[810] La principale voie de sortie (*Main Board)* réside dans le *SME Boards* établi en 2005. Le succès du *SME Board* est fortement limité par les exigences restrictives pour une émission de titres. Les critères de cotation obligent les entreprises voulant s'inscrire d'avoir un bilan financier lucratif avec un bénéfice consécutif pour les trois années passées d'au moins 30 Millions de RMB et une valeur comptable annuelle agrégat des trois dernières années de 300 million RMB minimum.[1113] La seconde voie de sortie en Chine se situe dans *ChiNext* ou *China Next* dédié aux entreprises de croissance initiée en 2009 à Shenzhen Stock Exchange (SZSE). Cette voie de sortie reconnaît un plus grand succès évalué par un plus grand nombre de cotation. Les règles de cotation sont plus flexible en comparaison avec la voie principale avec un bilan profitable pour les deux dernières années passées consécutives à la hauteur de minimum RMB 10 million et obligatoirement accrue dans les années suivantes[1114]. Le taux de revenu est en outre fixé à RMB 50 millions sur l'année la plus récente.

[811] En considération des difficultés dans le processus de listage décrit et les exigences d'inscriptions contraignantes pour une cotation sur la Main Board et le *ChiNext*, le marché de gré à gré (*Over The Counter / OTC)* New Third Board ou *National Equities Exchange and Quotation (NEEQ) system* représente une nouvelle source de liquidité en Chine. Les critères de cotations sont plus bas par rapport aux autres voies citées, avec seulement une obligation générale de maintenir un taux de profitabilité et une absence d'exigence de flux de revenu ou de valeurs minimum d'actif.[1115] Néanmoins, les critères imposés aux potentiels

---

[1112] Jing Li, *OTC Stock Market in China – The New Venture Capital Exit ?*, Asian Journal of Law and Economics Volume 6, Issue 2, June 2015 DOI: 10.1515/ajle-2014-0002, pp. 167-230, ISSN (Online) 2154-4611, ISSN (Print) 2194-6086, P.188

[1113] *Op cit,* Lin LIN, Re-engineering a Venture Capital Market: The Case of China, P.44

[1114] *Ibid*

[1115] *Ibid,* P.45

investisseurs sont relativement élevés avec pour les investisseurs individuels, un critère de détention d'actifs financiers ayant une valorisation d'un minimum de 3 millions RMB ainsi qu'au moins deux années d'expérience en investissement ou une expérience professionnelle dans le domaine de la finance et la comptabilité. [1116] Les investisseurs en forme sociétale devront détenir une capitalisation de 5 millions RMB. [1117] Toutefois, il existe encore des lacunes règlementaires restreignant la liquidité financière présente telle que l'obligation d'avoir au moins 7.6 années entre l'incorporation et la cotation des titres sur les *New Third Board*.[1118]

[812] Par la description synthétique de l'écosystème de capital-risque chinois, nous avons découvert que le gouvernement chinois favorise le maintien de la stabilité des marchés sur la création de liquidité. Malgré cela, le système des marchés structurés en plusieurs niveaux avec quelques réformes règlementaires représente un mécanisme équilibré en termes de création et maintien de la liquidité financière.

Section V. Le processus du Japon

[813] Le Japon avait opté pour une création de la liquidité par l'établissement d'un marché à critère de cotation allégé dédié aux *start-up.* Les marchés exclusivement dédiés aux titres des entreprises poussines (*start ups)* commencent avec l'établissement du *Mothers* en 1999. Une série d'évolutions règlementaires prend place comme suit[1119] :

- En Novembre 2000, le modèle de cotation pour entreprises étrangère est établi [1120] . La surveillance pour une émission

[1116] *Ibid*
[1117] *Ibid*
[1118] *Op cit,* Jing Li, *OTC Stock Market in China – The New Venture Capital Exit* , P.229
[1119] Japan Securities Research Institute, *Securities Market in Japan*, 2014, Tokyo, Tokyo Shoken Kaikan, P.176
[1120] Op cit, Ji Li, *Alternative Investment Fund Industry in China,* 2015, P.124

consistait en une vérification de la faisabilité du business de l'entreprise entre l'entreprise et l'assureur suivie d'une augmentation dans la surveillance surtout sur les possibles relations avec des forces antisociales.

- En Mai 2002, la règlementation se développe autour des règles de sortie des cotations, le standard de capitalisation et des nouvelles règles pour la première offre publique à l'épargne. En Septembre 2003, lndex TSE *Mothers* a été lancé.
- En Décembre 2006, une nouvelle règle obligeant les émetteurs potentiels à obtenir une lettre de recommandation de la part du chef assureur (première phase d'amélioration de système de cotation).
- En Novembre 2007, une réification sur la position de marché *Mothers* comme étant dédié aux *start-ups* avec l'abolition des règles de transfert de la *« main board »*.
- En Novembre 2009, des nouveaux critères visant à assurer les marchés par l'introduction de règles du business plan adéquate, des règles relatives aux sorties de bourse et les prix des titres et une obligation d'une tenue de session de rencontre informationnelle deux fois par an.
- En Mars 2011, des mesures de stimulation des marchés prennent place avec une obligation d'évaluation (*audit)* par une entreprise d'évaluation agréée par la bourse. Les entreprises peuvent aussi choisir de maintenir ou sortir de la cotation *Mothers* après une période de 10 ans.

[814] La bourse *Mothers* permet une cotation avec un niveau de critères de cotation relativement allégé jusqu'à une période 10 ans après laquelle l'entreprise devrait se soumettre à des critères plus contraignants tels qu'avoir un minimum de capitalisation de 4 Milliards de Yen ou se soumettre à un audit pour démontrer le potentiel de croissance élevé[1121].

[1121] *Ibid,* P.177

Chapitre VI. La Poursuite de la liquidité financière par l'encadrement règlementaire : Un résumé

[815] Dans les développements précédents, nous avons extrapolé l'essence théorétique de l'institution de la liquidité financière. Elle repose sur l'attribution d'une négociabilité des titres donc sur l'échangeabilité et sur la massification des volumes d'échanges. En outre, la liquidité est maintenue par le mécanisme de communication publique ainsi que par une participation grandissante du secteur bancaire ayant accès à la liquidité monétaire par la détention de l'épargne et la franchise bancaire. Le rôle du droit se résume à assurer la réversibilité des titres en liquidité monétaire ainsi qu'à la protection des investisseurs. Une oscillation régulatoire constante prendra alors place entre l'objectif économique d'assurer la viabilité du financement de l'innovation par l'augmentation de liquidité financière et d'autre part la protection d'investisseurs.

[816] Le regard comparatif sur les différents projets règlementaires à travers le monde permet de confirmer les postulats institutionnalistes et de confirmer la trajectoire de l'évolution règlementaire. Les législateurs procèdent à la création de la liquidité financière par l'adoption d'une ou plusieurs des mesures suivantes :

- L'attribution d'une plus grande négociabilité des titres des entreprises privés en ouvrant l'accès au financement des entreprises privées auprès d'une foule d'investisseurs non accrédités par l'intermédiaire d'un portail de *crowd investing* par internet 2.0 ou 3.0.
- L'allègement des exigences règlementaires pour un démarchage des titres privés auprès des investisseurs professionnels ou accrédités ainsi que des investisseurs non accrédités néanmoins avec une plafonnement des investissements
- L'accroissement de l'échange en titres de fonds propres par l'adoption d'une architecture boursière à plusieurs niveaux chacun ayant une exigence règlementaire différente.

- L'institution d'un pont de connections entre différentes places boursières par l'introduction en bourse parallèle rendant possible le resquillage dans l'offre publique des titres des entreprises sur des places financières plus actives dans d'autres juridictions.
- La prise en compte de la nécessité des actes de spéculation et les transactions à risques dans les investissements minimalisés par une gouvernance contractuelle privée des gestionnaires de fonds de capital risques.
- L'attribution d'une liquidité financière pour les titres privés sans nécessiter un recours au régime d'offre publique à l'épargne en instaurant juridiquement une échangeabilité des titres d'entreprises privées sur des marchés secondaires ou des marchés de gré à gré. Les entreprises *start-up* peuvent ainsi maintenir le statut d'entreprises privées pour une période plus longue tout en garantissant un minimum de liquidité aux investisseurs.

[817] En résumé, en vue de soutenir l'évolution du modèle américain de financement de l'innovation ou le financement par le cycle de capital-risque sous l'écosystème technique (NTIC) en pleine évolution, les pouvoirs publics procéderont à (a) une dérégulation du droit régulatoire (règlementaire) relative à la négociabilité des titres des entreprises privées, (b) la création des marchés secondaires prolongeant le statut privé des entreprises Pré-IPO et (c) une expansion du rôle bancaire en support au financement des PME par financement en fonds propres.

Conclusion de la Deuxième Partie

[818] Il est rappelé que le modèle proposé par le Professeur Gilson pour assurer le financement de capital risque est construit d'une manière cyclique et repose sur trois éléments principaux : (1) Un financement exogène de l'innovation ; (2) Une fusion entre une structure de contrat explicite stratégiquement incomplète et un contrat implicite de nature relationnelle ainsi que (3) Un marché financier liquide en guise de moyen de sortie. Il est ainsi possible de réduire le postulat à un couplage entre une flexibilité contractuelle et marché financier actif.

[819] Cette thèse maintient l'idée selon laquelle l'évolution du modèle de financement suit un développement de nature institutionnelle. La transformation de l'économie mondiale d'un modèle industrialiste supporté par un secteur bancaire prépondérant vers une modèle fondé sur l'accumulation de savoir et les innovations technologiques affecte la marche des institutions économiques. Le secteur bancaire corollaire de la productivité en Europe et dans d'autres pays industrialisés se trouve désarmé face à un modèle économique dominé par un fort niveau d'incertitude et un caractère sporadique ou disruptif. La financiarisation de l'économie depuis les années 80 impose une pression sur les économies bancaires et introduit une logique économique et de gouvernance axée sur l'accumulation financière. La financiarisation s'accompagne d'une montée des nouvelles technologies d'information et de communication. Les deux conjectures socio-économiques conduisent à la transformation de l'institution économique marquée par la domination et l'expansion des institutions financières. Le capital-risque se place en intermédiaire entre la création industrielle et l'accumulation financière rendant ainsi le modèle attractif. En outre, le capital-risque avait permis l'émergence des nouvelles entreprises à forte croissance octroyant une réputation d'estime à travers le monde. La thèse a identifié à travers l'élaboration de différentes écoles institutionnalistes portant sur le modèle de financement de capital-risque, une taxinomie institutionnelle propre au capital-risque : une externalisation du processus d'innovation, une gouvernance par ordonnancement

privé (*private ordering)* facilitée par un régime contractuel flexible, couplé par un marché financier des titres d'actions actif.

[820] La description des différents systèmes juridiques dévoile des modifications mineures mais tout au moins importantes dans différents juridictions en vue d'accommoder les trois piliers de ce modèle de financement. L'avènement des nouvelles technologies à effet plateformisant ne fait qu'accentuer et faciliter les éléments du modèle de financement. En premier lieu, l'externalisation des moyens de financement se développe en conjonction avec la modularisation des ressources de production à travers des portails de *crowdsourcing*. En second lieu, la baisse du coût de démarrage d'un projet aboutit à la flexibilisation du régime contractuel en vue d'un apport en financement en fonds propres. Ceci s'améliore encore plus avec l'expansion des portails dédiés aux *business angels* et les portails de *crowdinvesting*. Finalement, un processus de dérégulation des cadres réglementaires s'appliquant aux entreprises innovantes ainsi que la multiplication des nouveaux lieux d'échanges des titres d'actions privées prend place avec pour finalité de faciliter l'accès au financement par la création de la liquidité financière.

[821] La deuxième partie conclut ainsi par une validation de la nature institutionnelle de l'évolution du modèle de financement de l'innovation. Le cadre règlementaire en vigueur dans différentes juridictions à travers le monde cité dans la recherche procédé à la facilitation et continuer ainsi à soutenir les nécessité propre à la logique institutionnelle du financement de l'innovation dont au centre se trouve les notions principales suivants : la flexibilité et la liquidité financière.

L'essence d'un cadre régulateur optimal pour le financement de l'innovation

[822] La thèse prend comme point de départ une problématique tentant de définir les effets véritables d'une évolution des moyens techniques des NTIC par rapport au modèle de financement de l'innovation et par conséquent la stratégie la plus optimale dans la construction d'un cadre règlementaire adéquat. Pour pouvoir comprendre l'essence de l'architecture de financement de l'innovation, nous avons exploré le modèle de financement de l'innovation reconnu comme le modèle par excellence et prévalant dans les lieux d'innovation aux Etats-Unis tel que la Silicon Valley. Le modèle de financement de l'innovation est défini comme le financement par capital-risque. Il s'appuie sur un mode de financement en fonds propres sur une base de gouvernance contractuelle flexible avec un objectif d'une valorisation rapide complétée par une sortie par introduction boursière ou rachat. Pour pouvoir capturer l'essentiel de la structure de capital risque, nous avons exploré d'une manière synthétique les concepts et outils de l'analyse économique du droit couramment utilisés pour décortiquer les institutions économiques dans les écoles de droit anglo-saxonnes. En réalisant que l'analyse économique du droit traditionnelle restreint la déconstruction théorique, nous avons étendu l'élaboration à deux autres écoles économiques : l'institutionnalisme américain ou l'école contractualiste et l'institutionnalisme français connu sous le terme de l'école conventionnaliste.

[823] Après une élaboration concise des différents courants institutionnalistes, il est clair que la nature disruptive des nouvelles technologies alimentées par des nouvelles idées générées d'une manière exogène et de nature sporadique et non-linéaire nécessite une forme de financement particulier. Le taux d'incertitude des résultat des projets ainsi que la commerciabilité des produits combler par une manque en actifs appartenant à l'entreprise pouvant servir de collatéraux barrent tout possibilité de financement par voie bancaire ou même une levée de fonds sur les marchés financiers. La méthode idéale de financement des nouvelles technologies réside donc dans le financement par fonds propres avec une gouvernance contractuelle et flexible. Le modèle proposé par le Professeur

Gilson par la déconstruction du modèle de capital-risque met sous lumière les éléments essentiels d'un financement de l'innovation. Les éléments sont résumables à trois piliers centraux : l'externalisation du procès d'innovation, la gouvernance par ordonnancement privé accordant une primauté à la flexibilité contractuelle et un marché financier actif dédié aux titres d'actions. Le courant institutionnaliste français en particulier offre une explication sociologique relative à logique institutionnelle de la finance. Le courant permet d'explorer le concept de la flexibilité contractuelle et de la liquidité financière comme cœur du modèle américain de financement par capital risque.

[824] L'essor de la technologie des NTIC conduit à la modularisation des ressources de production et de la production par effet plateformisant de l'architecture de l'internet 2.0-4.0. Les résultats notables sur le modèle de financement se résument à l'accentuation et l'expansion des éléments institutionnels de la finance. La modularisation permet l'externalisation par rapport à la firme du processus de recherche et d'innovation ainsi qu'une externalisation du capital de démarrage à travers les portails de *crowdinvesting*. La technologie permet aussi l'attribution d'une liquidité aux titres privés par la création des portails de vente des actions des sociétés non cotées. En résumé, le progrès des NTIC ne conduit pas à un modèle de financement nouveau radicalement différent de l'état actuel mais facilite l'expansion du modèle de financement par fonds propres en particulier le modèle de capital-risque.

[825] L'analyse comparative des différents systèmes juridiques abordés dans cette deuxième partie permet d'observer une politique de modification juridique et règlementaire en vue de rapprocher le système juridique de différents Etats aux mêmes niveaux de flexibilité contractuelle et de liquidité financière qu'aux Etats-Unis. En rejoignant les conclusions de William L Megginson, l'état actuel de l'industrie du capital-risque au niveau mondial reste fragmenté et influencé suivant des spécificités du système juridique national mais une convergence des niveaux de financement, des configurations ou modèles

d'investissements ainsi que le niveau des retours sur investissement démontrent qu'une tentative de reproduire le modèle américain est en cours[1122].

[826] Toutefois, en vue de reproduire un cadre régulateur optimal pour le financement de l'innovation, l'élément central reste en premier lieu le respect de la gouvernance par ordonnancement privé caractérisé par un retrait graduel de l'Etat et une expansion de l'autonomie contractuelle. En second lieu, la création, le support et le maintien de la liquidité financière par une plus grande participation des secteurs bancaires comme pourvoyeurs de liquidité monétaire dans le circuit financier. En d'autres termes, les législateurs devraient rendre prioritaire un modèle de financement par fonds propres et soutenir l'émergence d'un marché financier actif pour les titres d'actions des entreprises innovantes. L'initiative européenne pour une union des marchés financiers européens s'inscrit dans ce mouvement de soutien règlementaire. L'accroissement de la liquidité financière ne peut se faire que par l'acceptation de la nature spéculative de l'institution financière et l'importance de l'échangeabilité et l'échange des titres financiers en support d'un modèle de financement par capital risque. La dérégulation conditionnée au support du capital risque et aux institutions complémentaires telles que les marchés financiers secondaires pour les actions privées devrait être une priorité. L'emploi de la nouvelle technologie devient une opportunité pour les législateurs d'introduire et de démocratiser le financement en fonds propres des projets et entreprises innovants au niveau national ou régional. Les législations nationales dédiées au financement participatif sont une piste à développer.

[1122] *Op cit,* William L. Megginson, *Toward a Global Model of Venture Capital ?* P.106

Conclusion Générale

[827] Pour conclure cette recherche, il est nécessaire de répondre à la problématique formulée dans l'introduction. En rappel, la problématique est encadrée par les questions suivantes :

- Est-ce que l'usage des outils et des plateformes 2.0 dans l'intermédiation de la finance aboutit à un nouvel archétype de financement des idées et des projets d'innovation ?
- Quelles sont les dynamiques structurant le financement de l'innovation du capital-risque conventionnel et du capital-risque dans l'environnement 2.0 ?
- Comment construire un environnement juridique adapté aux changements techniques et juridiques introduit par les outils 2.0 dans le financement de l'innovation ?

[828] À travers l'élaboration dans cette thèse, l'emploi des plateformes 2.0 dans l'intermédiation de la finance n'aboutit pas à un nouvel archétype de financement des idées et des projets d'innovation. Néanmoins, elle met sous lumière le modèle de financement par fonds propres et accentue l'efficacité institutionnelle de ce dernier. Le financement par fonds propres assorti d'une gouvernance contractuelle par recours à l'architecture financière et l'échelonnement des placements adopté dans le modèle de capital-risque subit une expansion. Un nouveau cycle désigné comme cycle de capital-risque 2.0 émerge caractérisé par des nouveaux acteurs de financement en fonds propres ainsi que l'apparition des nouvelles venues de liquidité générées par l'architecture d'internet 2.0-4.0. Cette nouvelle architecture d'internet favorise l'externalisation de l'innovation et une modularisation des ressources de production. Le support accordé au capital-risque permettra l'apparition des nouvelles entreprises à forte croissance financées à travers le cycle de capital-risque.

[829] En abordant différents courant institutionnalistes, il a été possible de réduire les dynamiques structurant le financement de l'innovation du capital-risque conventionnel et du capital-risque dans l'environnement 2.0. La dynamique structurant le modèle de financement de capital risque est de nature institutionnelle. Les deux éléments institutionnels importants du modèle de financement de capital-risque en particulier et le modèle de financement par fonds propres sont la gouvernance par flexibilité contractuelle et la liquidité financière. Le soutien à la négociabilité des titres et la multiplication des échanges actifs s'alignent avec la centralité des notions de réversibilité et de l'indétermination propres à la logique de l'accumulation financière. L'environnement crée par l'internet 2.0-4.0 accroit les éléments institutionnels en contribuant à l'essor des démarrages des nouvelles entreprises par la modularisation des ressources productives, la facilitation d'accès au capital risque au niveau de démarrage par biais des portails en ligne ainsi que la création des marchés secondaires pour les titres financier non cotés.

[830] Pour soutenir la création d'un environnement juridique adapté aux changements techniques et juridiques introduits par les outils 2.0 dans le financement de l'innovation, il est nécessaire d'accepter la spécificité institutionnelle du financement par fonds propres : la spéculation et la circulation des titres. Pour cela, le gouvernement devrait favoriser un processus de dérégulation des mesures restrictives vis-à-vis de la liquidité financière et accorder une plus grande autonomie au secteur privé dans la construction d'un mode de gouvernance contractuelle. A cet égard, la phrase employée par EVCA en réponse au communiqué public sur le projet d'une Union des marchés financier européen décrit bien le principe important : « *la rédaction d'une régulation attribuant à l'encadrement approprié du processus des prises de risques* ».

[831] L'introduction des nouvelles technologies de l'internet 2.0-4.0 de nature plateformisant facilite la formation des portails de *crowdinvesting*. Ceci correspond à la démocratisation du financement par fonds propres pour les entreprises. Au lieu d'un encadrement sur fond de considérations protectrices, les législateurs devraient remédier à la formation des *liquidity gap* en employant ces nouvelles sources de liquidité. Le maintien d'une liquidité financière depuis la phase d'amorçage jusqu'à la maturation des entreprises représente un principe directeur important. Une protection des investisseurs par des mesures d'auto-certification et des mises en garde pourra être une alternative aux restrictions généralisées imposées aux placements privés par des investisseurs non accrédités. L'oscillation réglementaire restera toujours entre la création de la liquidité financière et un marché financier actif et plus spéculatif d'une part et la protection des investisseurs d'autre part. Néanmoins, une protection exagérée des investisseurs pourra aboutir à une protection contre la croissance et l'innovation et non contre les risques courants dans l'économie.

BIBLIOGRAPHIE

Monographies

Aglietta, Michel et Antoine Rebérioux. *Dérives du Capitalisme Financier*. Paris : Editions Albin Michel Economie, 2004, 394 p.

Aglietta, Michel et André Orléan. *La Monnaie entre Violence et Confiance*. Paris : Odile Jacob économie, 2002, 384 p.

Aglietta, Michel. *Macroéconomique financière*. 5e édition. Paris : La Découverte, 2008, 256 p.

Albertini, Jean-Marie et Ahmed Silem. *Comprendre les théories économiques.* Nouvelle édition. Paris : Editions du seuil, 2011, 744 p.

Amesse et Cohendet. "*Technology transfer revisited in the perspective of the knowledge based eonomy* ». Research Policy, vol.30 , no.9, 2001. Pp.1459-1478

Arthur Brian. « *Increasing Returns and Path Dependance in the Economy* » Michigan: The University of Michigan, 1994

Auckenthaler et Pierre d'Huy. *L'imagination Collective*. Rueil-malmaison : Editions Liaisons, 2007

Auvray, Tristan, Thomas Dallery et Sandra Rigot. *L'entreprise liquidée : La finance contre l'investissement*. Paris : Michalon Editeur, 2016, 318 p.

Baldwin, Carliss Y. et Kim B. Clark. 2006. *Modularity in the Design of Complex Engineering Systems. Chapitre 9* dans mélanges de Dan Braha, Ali A. Minai, et Yaneer Bar-Yam ed. 2006.*Complex Engineered Systems : Science Meets Technology*. Cambridge : Springer.

Batsch, Laurent. *Le Capitalisme financier*. Collection Repères. Paris : La Découverte, 2002, 128 p.

Baudry, Bernard et Virgile Chassagnon. *Les théories économiques de l'entreprise*. Collection Repères. Paris : La découverte, 2014, 128 p.

Bazzi, Israa. La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur. Collection Bibliothèque de l'IRJS – André Tunc. Tome 53. Paris : édition IRJS, 2014

Bénassy-Quéré, A., C. Chavagneux, E. Laurent, D. Plihon et al. *Les enjeux de la mondialisation les grandes questions économiques et sociales III*. Nouvelle Edition. Paris : La Découverte, 2013

Berle, A. et Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World, 1932

Bessière, Véronique et Eric Stéphany. *Le Crowdfunding Fondements et Pratiques*. Louvain-La-Neuve: de boeck, 2014

Berman, Bruce. *From Ideas to Assets: Investing Wisely in Intellectual Property*. New York : John Wiley & son, 2002

Biasutti, Jean-Pierre et Laurent Braquet. *Comprendre le système financier : De la croissance à l'instabilité*. 2e édition. Paris : Les éditions Bréal, 2014

Bruno, Amann. *Ingénierie financière et innovation*. Encyclopédie de l'innovation. Toulouse : Economica, 2013

Bonneau, Thierry. *Droit bancaire*. 10e édition. Paris : éditions lextenso, 2013, 810 p.

Boubaker, Sabri, Bang Dang nguyen et Duc Khuong Nguyen et ed. *Corporate Governance : Recent Developments and New Trends*. Paris : Springer, 2012

Bouquillion, Philippe et Yolande Combes. *Les Industries de la Culture et de la communication en mutation*. Paris : L'Harmattan, 2007

Boyer, Robert. *Une Théorie du Capitalisme Est-Elle Possible ?*. Paris : Odile Jacob, 2004

_____. *Economie politique des capitalisms: Théorie de la regulation et des crises*. Paris : La Découverte, 2015, 384 p.

_____. *Théorie de la Régulation*. Paris : La Découverte Repères, 2004

Bouquillion, Philippe et Jacob T. Matthews. *Le web collaboratif : Mutations des industries de la culture et de la communication*. Grenoble : Presses Universitaire de Grenoble, 2010

Boutang, Yann Moulier. *Le Capitalisme Cognitif : La Nouvelle Grande Transformation*. Paris : Edition Amsterdam, 2007

Bouteiller, Christophe et Catherine Karyotis. *L'essentiel du Private Equity et des LBO*. Paris : Gualino lextenso éditions, 2015, 136 p.

Brabham, Daren C. *Crowdsourcing*. Massachusetts Institute of Technology Press Knowledge Essential Series, 2013

Brasseul, Jacques. *L'entrepreneur, figure centrale du capitalisme de marché*. Problèmes économiques: comprendre le capitalisme. Numéro 5. La documentation française, Edition Mars 2014

Brender, Anton, Florence Pisani et émile Gagna.. *Monnaie, finance et économie réelle*. Paris : La Découverte, 2015

Brewster, Linda Sterns and Allan, Kenneth D. *Economic behavior in institutional environments : the merger waves in 1980s*, American Sociological Review , 61 (4) : pp. 699-718

Brousseau, E. et, Glachant, J-M. 2002, *The Economics of Contracts; Theories and Application*, Cambrigde University Press, United Kingdom, 584 pp

Busenitz, Lowell W.. *Innovation and Performance implications of venture capital involvement in the ventures they fund*. Dans mélanges Hans Landström ed. "*Handbook of Research on Venture Capital"*. Pp. 219-235. Massachusetts: Edward Elgar.

Cardon, Dominique et Antonion A. Casilli. *Qu'est-ce que le Digital Labor ?*. Bry-sur-marne : INA Edition, 2015

Casamatta, Catherine. *Capital-risque et Innovation*. In : Encyclopédie de l'innovation. Toulouse : Eonomica, 2013, PP.197-212

Champeil-Desplats, Véronique. *Méthodologies du Droit et des Sciences du Droit*. 2e édition. Paris : Dalloz, 2016, 438 p.

Chabaud, D., Glachant, J_M, Parthenay, C. et Perez, Y. (2008), *Les grands auteurs en économie des organisations*, ems Management & Société, Coll. Grands Auteurs, Paris

Chacornac, Jérôme. *Essai sur les fonctions de l'Information en Droit des Instruments Financier* – Oscar 2014 du Droit des Sociétés et de la Bourse. Paris : Editions Dalloz, 2014, 664 p.

Chandler, Alfred. *Strategy and Strcuture.*Cambridge, Massachussetes : MIT Press, 1962

_____. *The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Busines*, Harvard University Press, Cambridge, 1977.

Cherif, Mondher. *Le Capital-risque*. Les essentiels de la banque. 2e édition. Paris : Edition Revue Banque, 2008, 128 p.

Chouraki, Lison. *Guide de la Jeune entreprise innovante*. Paris : Editeur Dunod, 2015

Cobbaut, Robert, Roland Gillet et Georges Hübner. *La gestion de portefeuille : Instruments, stratégie et performance*. 2e édition. Paris :de boeck, 2015, 557 p.

Cohendet, Patrick. *Innovation et théorie de la firme*". In : "Encyclopédie de l'innovation" sous la direction dephilippe Mustar et Hervé Penan. Paris: Economica. Pp. 383-402, 2003

Corcos, Anne et François Pannequin. « *Les asymétries d'information* » In : La documentation Française. Problèmes économiques. Février 2015 numéro 7 intitulé « *Comprendre L'économie 1. Concepts et mécanismes* » pp.58-64

Cordonnier, Laurent, Thomas Dallery, vincent Duwicquet et al. *Le Surcoût du capital : la rente contre l'activité*. Villeneuve d'Ascq : Presses Universitaires du Septentrion, 2015

Cortada, James. *Information and the Modern Corporation*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology Press Knowledge Essential Series, 2011

Cousin, Capucine. *Tout sur le web 2.0 et 3.0*. 2e édition. Paris : Dunod, 2010

Colin, Nicolas et Henri Verdier. *L'Âge de la Multitude. Entreprendre et gouverner après la révolution numérique*. Paris : Armand Colin, 2013

Corriéras, Jean-Louis. *Les fondements cachés de la théorie économique : la science économique à l'épreuve des sciences sociales*. Paris : L'Harmattan, 1998, 288 p.

Cornu, Gérard. *Vocabulaire juridique*. Paris: Presse Universitaire de France, 2012, 1024 p.

Couret, Alain, Hervé Le Nabasque et al. *Droit Financier*. 1er édition. Paris : Dalloz, 2008

Crampes, Claude et David Encaoua. 2003. *Encyclopédie de L'Innovation. Micro-économie de l'innovation*. Paris : Economica

Craswell, Richard. *Foundations of Contract Law: General Theories*, 1999, Foundation Press

Cumming, Douglas.. "*Venture capital financing contracting: an overview of the international evidence"* dans mélange Hans Landström et Colin Mason et ed..2012.*Handbook of Research on Venture Capital: Volume 2 A Globalizing Industry*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing .pp.70-97

Cumming, Douglas, Grant Fleming and Armin Schwienbacher. 2007. "*The Structure of Venture Capital Funds"*. Dans mélanges Hans Landström ed. "*Handbook of Research on Venture Capital"*. Massachusetts: Edward Elgar. Pp.155-176

Danmayr, Florian. *Archetypes of Crowdfunding Plateformes*: a multidemensional comparison. 2014, Steyr, Gabler Verlag

Deakin, Simon. « *Le modèle anglo-américain de l'entreprise : mythe et réalité* ». In : *« L'entreprise dans un monde sans frontières Perspectives économiques et juridiques* ». 2015. Mélanges sous la direction d'Alain Suiot.PP.179-189. 344 p.

De Brouch, Hervé. *L'intérêt de l'approche "Law & Management" pour le développement de l'enseignement du droit dans les écoles de commerce*. Penser Les Relations du Droit et Des Sciences de Gestion: Quelle Formation Juridique Pour les Managers du XXI e Siécle. PP.185-193

De Grauwe, Paul. *Les Limites du Marché : L'oscillation entre l'état et le capitalisme*. 1er édition. Paris : de boeck, 2015, 200 p.

Delort, Pierre. *Le Big Data. Que Sais-je ?* . 1er édition. Paris : Presses Universitaire de France, 2015

Demaria, Cyril. *Introduction au private equity : Les bases du capital-investissement*. 4e édition. Paris : Edition Revue Banque, 2003

Deneault, Alain. *« Gouvernance » Le management totalitaire*. Québec : Lux éditeur, 2013

Deschamps, Christophe. *Les outils de l'intelligence compétitive 2.0.* In : *Traité des sciences et techniques de l'information « Intelligence compétitive 2.0 : Organisation, innovation et territoire »* sous la direction de Luc Quoniam et Arnaud Lucien. 2010. Paris : Lavoisier. Pp.159. pp.159-180

Denis, Jean-Philippe, Alain Charles Martinet et al. *Gouvernance et Stratégies des groupes*. Paris : Lavoisier, 2011

Desreumaux, Alain. *Théorie des organisations*. 3e édition. Cormelles-le-Royal : Editions EMS, 2015

Digimind. *Le Web 2.0 pour la veille et la recherche d'information Exploitez les ressources du web social*. White Paper. Juin 2007. INFOthéque Pôle Universitaire Léonard de Vinci.

Dimitrijévic, Natacha. *L'économie d'entreprise : Repères pratiques*. Paris : Nathan, 2005, 159 p.

Dugage, Martin Roulleaux. *Organisation 2.0 Le Knowledge Managment Nouvelle Génération*. Paris : Editions Eyrolles, 2008

Durand, Cédric. *Le Capital Fictif : Comment la finance s'appropie notre avenir*. Collections Essais. Paris : Les Prairies Ordinaires, 2014, 224 p.

English-Lueck, J.A. *Silicon Valley reinvents the company town*. Elsevier Futures. Volume 32, Issue 8, Octobre 2000, pp 759-766. Le Journal est accessible sur le lien suivant : http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0016328700000264.

Epstein, Gerald A et ed *« Introduction : Financialization and the world economy »* dans le mélange *« Financialization and the world economy »*. Cheltenham : Edward Elgar Publishing, 2005

Fabre-Magnan, Muriel. *De l'obligation d'information dans les contrats : Essai d'une théorie*. Anthologie du Droit. Paris : LGDJ éditions Lextenso, 2014

Favereau, Olivier. « *La fin de l'entreprise privée* » In : « *L'entreprise dans un monde sans frontières Perspectives économiques et juridiques* ». Mélanges sous la direction d'Alain Suiot, 2015,pp.305-320. 344 p.

Fayon, David. *Web 2.0 et au-delà Nouveaux internautes : du surfeur à l'acteur*. 2e édition. Paris : Economica, 2010

Finet, Alain et al. *Gouvernance d'entreprise : Nouveaux défis financiers et non financiers.* Bruxelles: de Boeck, 2009

Fligstein, Neil. *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalists Societies*. Princeton : Princeton University Press, 2002

Fox, Justin. *Le mythe des marchés efficients*. Hendaye : Valor éditions, 2013

Getty, Paul M, Dinesh Gupta et Roberty R. Kaplan Jr.2015. *Regulation A+ : How the JOBS Act Creates Opportunities for Entrepreneurs and Investors*. California: Apress media

Gomez, Pierre-Yves. *Le Travail invisible : Enquête sur une disparition*. Paris : François Bourin éditeur, 2013

Gompers, Paul et Josh Lerner. *The Venture Capital Cycle*. Seconde édition. Massachussetts : MIT Press, 2006, 582 p.

Granstrand, Ove et ed. *Economics, Law and Intellectual Property: Seeking Strategies for Research and Teaching in a Developing Field*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers, 2003

Green, J. « Information in economics » in Kenneth Arrow and Seppo Honkapohja. Edition Frontiers of Economics. London : Basil Blackwell, 1984

Green, Ken, Marcela Miozzo, et Paul Dewick et ed.*Technology, Knowledge and the Firm: Implications for Strategy and Industrial Change*. Cornwall : Edward Elgar Publishing, 2005

Groshoff, David. *Kickstarter My Heart: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowdfunding constraints and Bitcoin Bubbles*. SSRN Draft per 1 Mars 2014. Le journal est accesible sur le lien suivant : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2313396

Grossman, S.J et O.D Hart.1986. « The Costs and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration. ». Journal of Political Economy 94. Pp.691-719.

Guilhon, bernard et Sandra Montchaud. *Le Capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation*. Paris: Lavoisier, 2008

Hardt, Michael et Antonio Negri. *Empire*, Harvard University Press, Cambridge MA, 2000, 496 p.

Hay, Peter. Law of the United States. 3e édition. I. Introduction au droit américain. *Paris : Dalloz,* 2010, 444 p.

Hirschman, Albert O. *Exit, Voice and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge: Harvard University Press, 1970, 176 p.

Institut de Recherche en Propriété Intelectuelle. *Colloque IRPI du 28 Novembre 2012 : Vers une rénovation de la propriété intelectuelle.* 30e anniversaire de l'IRPO. Paris : Lexis Nexis, 28 Novembre 2012

Islin, Philippe. « *L'Intelligence compétitive 2.0 : une relation à trois* » dans « Intelligence compétitive 2.0 : organisation, innovation et territoire sous

la direction de Luc Quoniam et Arnaud Lucien. 2010. Paris : Lavoissier. Pp. 29-45

Japan Securities Research Institute. *Securities Market in Japan*. Tokyo: Tokyo Shoken Kaikan, 2014

Kapp, Karl William. *Les coûts sociaux de l'entreprise privée*. Paris : édition Les Petits matins, 2015, 468 p.

Keynes, J.M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan et Cambridge University Press : Cambridge, 1936

Kornhauser,Lewis. *Economic Rationality in the Analysis of Legal Rules and Institutions*. Martin P. Golding & William A. Edmundson (eds.). The Blackwell Guide to the Philosophy of Law and Legal Theory Blackwell Pub.. 67--79 (2005)

Landström et Colin Mason. *Handbook of Research on Venture Capital Volume 2: A Globalizing Industry*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2012, 304 p.

Langlois et Foss. "*Capabilities and governance: The Rebirth of production in the theory of economic organization*". Kyklos, 52,2,1996, pp.201-218

Lawton, Kevin et Dan Marom. *Crowdfunding Revolution: How to Raise Venture Capital Using Social Media*. New York: McGrawHill, 2013, 256 p.

Lebraty, Jean-Fabirce et Katia Lobre-Lebraty. *Crowdsourcing One Step Beyond*. London: ISTE John Wiley, 2013, 144 p.

Le cannu, Paul et Bruno Dondero. .*Droit des sociétés*. 5e edition.Paris : Lextenso éditions, 2013, 1172 p.

Lefèvre, Fantine et Bogdan Filip Popescu. *Le Crowdfunding à la française*. Libres Opinions. Paris : Presses des Mines, 2015, 128 p.

Lemma, Valerio. *The Shadow Banking System: creating Transparency in the Financial Markets*. New York: Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, 2016

L'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE). *Manuel d'Oslo Principes Directeurs Pour Le Recueil et l'interprétation des Données sur l'innovation.* 3e édition. Editions OCDE.

Mackaay, Ejan et Stéphane Rousseau. *Analyse Economique du Droit*. *Méthodes du Droit*. Paris : Dalloz Editions, 2008, 728 p.

Magnan-Fabre et Muriel. *De l'obligation d'information dans les contrats: essai d'une théorie*. Paris: LGJ-Lextenso, 2015, 596 p.

Malaurie, Philippe, Laurent Aynès et Philippe Stoffel-Munck. *Droit des Obligations*. 7e édition.Paris : éditions lextenso, 2015, 912 p.

Mandard, Matthieu. *Les réseaux inter-organisationnels*. Collection Repères. Paris : La découverte, 2015, 128 p.

Martin, Thomas A. *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*. Willamette University College of Law. Version du 2 Novembre 2014. L'article est accessible sur le lien suivant: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2040953

McCraw, Thomas K.. *Prophet of innovation. Joseph Schumpeter and creative destruction*. Belknap Press, 2007

Ménard, Claude. *Institutions, Contracts and Organizations: Perspectives from New Institutional Economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2000

Merville, Anne-Dominique. *L'essentiel du Droit Financier*. 3e édition. Paris : Gualino lextenso éditions, 2013, 158 p.

Metrcik, Andrew et Ayako Yasuda. 2011.*Venture Capital & the Finance of Innovation*. Second edition. New Jersey: Wiley Publications

Moore, Marc T. ,*Private Ordering and Public Policy : The Paradoxical Foundation of Corporate Contractarianism*. Oxford Journal of Legal Studies, vol. 34, NO. 4 (2014), pp.693-728. Publié le 7 Mars 2014.

Marteau, Didier. *Les marches de capitaux*. 2e édition. Paris : Armand Colin, 2016, 289 p.

Mougenot, Gilles. *Tout Savoir sur le Capital Investissement*. 5e édition. Paris : Gualino lextenso édition, 2014, 584 p.

Moati, P. et Mouhob. 1994. *Information et organisation de Production : vers une division cognitive du travail*. Economie appliqué, tome XLVI, n°1

Morin, Edgar. *Introduction à la pensée complexe*. Paris: Éditions de seuils, Morin

Moulin, Florence et Daniel Schmidt. Les *Fonds de Capital Investissement : Principes juridiques et fiscaux*. Paris : Gualino éditions lextenso, 2015

Mulcahy. Dian. May 2013. Six Myths about Venture Capitalists. Harvard Business Review. Entrepreneurial Finance. L'article est accessible sur le lien suivant : https://hbr.org/2013/05/six-myths-about-venture-capitalists

Murray N, Rothbard. *Toward a Reconstruction of Ultility and Welfare Economics*, Mary Sennholz (ed.). On Freedom and Free Enterprise, Princeton D. Van Nostrand Company, 1956

Mustar, Philippe et Hervé Penan et ed. *Encyclopédie de l'Innovation*. Paris: Economica, 2003

Naim, Moises. *The End of Power.* New York: Basic Books, 2013

Neil, Fligstein. Le mythe du marché. In: Actes de la recherche en sciences sociales. Vol. 139, septembre 2001. L'exception américaine(2) pp. 3-12

.Nelson, Richard R et Sidney G. Winter. *An Evolutionary Theory of Economic Change.*Cambridge : The Belknap Press of Harvard University Press, 1982

Nizet, Jean et François Pichault. *Les critiques de la gestion*. Collection Repères. Paris : La découverte, 2015

Richard R. Nelson et Sidney G. Winter. *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge: Belknap Press of Harvard University, 1982, 454 p.

O'Reilly, Tim, *What is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software*. Communications & Strategies, No. 1, p. 17, First Quarter 2007. Available sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1008839

Orléan, André. *Analyse économique des conventions*. 2e édition. Paris : Press Universitaire de France, 1994

_____ . *De L'Euphorie à la Panique : Penser La Crise*. Paris : Edition Rue d'Ulm, 2009, 111 p.

_____ . *L'Empire de la Valeur : Refonder l'économie*. Paris : Editions du Seuil, 2011, 340 p.

_____ . *Le Pouvoir de la Finance*. Paris : Odile Jacob, 1999, 275 p.

_____. *Vers un modèle Général de la Coordination Economique Par les Conventions*. Dans mélanges sous la direction de André Orléan intitulé « *Analyse économique des convention* 2e édition. Paris : Presse Universitaire de France. 2000.

Parrat, Frédéric. *Théories et Pratiques de la Gouvernance d'entreprise : Pour les conseils d'administrations et les administrateurs*. Paris : Editeur Maxima Laurent du Mesnil, 2015, 300 p.

Plihon, Dominique. *Le nouveau capitalisme*. 3e édition. Collection Repères. Paris : La Découverte, 2009, 126 p.

Poitrinal, François-Denis. Le Capital-Investissement : Guide Juridique et Fiscal. 5e édition. Paris : Revue Banque édition, 2015, 836 p.

Polinsky, A. Mitchell, Steven Shavell et ed. *Handbook of Law and Economics Vol.1*. Oxford : North-Holland Elsevier, 2007

_____ . *Handbook of Law and Economics Vol. 2*. Oxford : North-Holland Elsevier, 2007

Quoniam, Luc et Arnaud Lucien. *Intelligence compétitive 2.0 Organisation, innovation et territoire*. Paris : Lavoisier, 2010

Rebillard, Franck. *Le Web 2.0 en perspective Une analyse socio-économique de l'internet*. Paris : L'Harmattan, 2007

Ricordeau, Vincent. *Crowdfunding Le financement participatif bouscule l'économie.* Paris : Editions Fyp, 2013, 96p.

Rifkin, Jeremy. *The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things, The Collaborative Commons, and The Eclipse of Capitalism*. New York: Palgrave Macmillan, 2014

Röthler, David et Karsten Wenzlaff. 2011. *Crowdfunding Schemes in Europe : EENC* Report September 2011. European Expert Network on Culture (EENC)

Sayer, Patrick et Maxime de Bentzmann. *Les 100 Mots du Capital-Investissement. Que Sais-je ?*. 1re édition. Paris : Presses Universitaire de France, 2013, 128 p.

Schropp, Simon A.B. *Trade Policy Flexibility and Enforcement in the WTO: A Law and Economics Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009, 380 p.

Schumpter, Joseph. *Théorie de l'évolution économique : Recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*. Collection « Les Classiques des Sciences Sociales » Bibliothèque Paul-Émile-Boulet Université de Québec, 1935

---------- . *Capitalism, Socialism & Democracy*. Taylor and Francis e-Library. London : Routledge, 2003

Scialom, Laurence. *Economie bancaire*. 3e édition Collection Repères. Paris : La Découverte, 2007

Sell, Susan K. *Private power, Public Law : The Globalization of Intellectual Property rights*, New York : Cambridge University Press, 2003

Steiber, Annika et Sverker Alänge. 2016.*The Silicon Valley Model. Management for Entrepreneurship*. Berkeley : Springer.

Stein, Judith. *Pivotal Decade : How the United States Traded Factories for Finance in the Seventies*, New Haven : Yale University Press, 2011

Stucki, Dominique. *Financer une entreprise par le crowdfunding : les nouvelles règles du crowdinvesting*. Paris : Revue-Banque Edition, 2014

Styhre, Alexander. *The Financialization of the Firm: Managerial and Social Implications*. Massachussets: Edward Elgar Publishing, 2015, 274 p.

Supiot, Alain. *L'entreprise dans un monde sans frontières : perspectives économiques et juridiques*. Paris : Editions Dalloz, 2015, 344 p.

Surowiecki, James. *The Wisdom of Crowds*. Premiere edition. New York: Anchor Books , 2005

Teece, David J. *The Transfer and Licensing of Know-How and Intellectual Property: Understanding the Multinational Enterprise in the Modern World*. Singapore: World Scientific, 2008, 488 p.

Tel-Aviv Stock Exchange. *« The Dual-Listing Law :An Important step towards Globalization of the Israeli Capital Market »*

Thirion, Nicolas. *Crise et Droit Economique*. Bruxelles : Edition Larcier, 2014, 306 p.

Tran, Sébastien. *L'impact du web 2.0 sur les organisations*. Paris: Springer-verlag France, 2013, 168 p.

Triantis, George G. *Financial Contract Design in the world of Venture Capital*. The University of Chicago Law Review, Vol. 68. No.1 (Hiver, 2001), pp. 305-322

van der Zwan, Natascha . *State of the Art : Making sense of financialization*. Socio-Economic Review. Oxford University Press and the Society for the Advancement of Socio-Economics, 12, 2014, pp.99-129

Varian, Hal. R., Joseph Farrell, et Carl Shapiro. *The Economics of Information Technology: An Introduction*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, 116 p.

Welch, Ivo. « Herding among security analysts ». *Journal of Financial Economics, 58(3), p.369-396, 2000*

Williamson, Olivier. *The Economic institutions of capitalism*, New York : Free Press, 1985

Wright, Mike, Donald S. Siegel et ed et al. *Corporate Governance*. 1er édition. Oxford : Oxford University Press, 2013, 788 p.

Yildilzoglu, Murat. *Introduction à la micro-économie*. Université Paul Cézanne. Marseille : Edition libre, 2009, 244 p.

Zara, Olivier. *Le management de l'intelligence collective : vers une nouvelle gouvernance*. Paris: M2 Editions, 2005, 195 p.

Thèses

Arsac-Ribeyrolles, Audrey. *Essai sur la notion d'économie du contrat.* Thèse de Doctorat en droit Privé à l'Université Clermont I - Université d'Auvergne – Clermont-Ferrand I, UFR de Droit et de Science Politique, Soutenue le 24 Mai 2005. French. <NNT : 2005CLF10285>. <tel-00662822>. L'article est accesible sur le lien suivant : https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00662822.

Churakova, Inna et Remilja Mikhramova. *Software as a Service: Study and Analysis of SaaS Business Model and Innovation Ecosystems*. Thèse de mastère, "*Faculty of Economics and Business Administration*" de l'université de Gent Année académique 2009-2010 défendu en Juin 2010. 155 p.

Lanneau, Régis. *Les fondements épistémologiques du mouvement Law & Economics*. Law. Thèse de Doctorat en Science de l'Homme et Société/ Droit publique, Université de Nanterre – Paris X, soutenue le 10 Décembre 2009, Français **<**tel-00498026**>.** 1006 p.

Li, Ji. *Alternative investment fund industry in China : Essays on the positioning and developments under the overarching governmental influence. Thèse de Doctorat en droit (Doctor of Laws),* Tilburg University. Défendu le 25 Février 2015 à Tilburg.

Pineault, Eric. *Capital Financier et Financiarisation du Capitalisme : Une Contribution Institutionnaliste à l'analyse des Transformations de la Régulation économique*. Thèse de Doctorat en cotutelle dans la discipline de l'Economie des Institutions à l'Ecole des Hautes études en Sciences Sociales et de Sociologie à l'Université du Québec à Montréal. Défendu le 7 Octobre 2002 à l'Université du Québec à Montréal. 443 p.

Gael Imad'Eddine. *Analyse Institutionnelle et Organisationnelle des Logiques et des Fonctions du Capital-Risque Au Japon*. Thèse de Doctorat en Science de Gestion, Business administration. Université du Droit et de la Santé – Ecole Supérieure des Affaires - Lille II, 2007. French. <tel-00340615>. Défendu le 14 Décembre 2007, 344 p.

Guillaume Guhur. 2003. *L'évolution du capital investissement en Europe et en France*. Mémoire de DESS Ingénierie Financier.2003, 34 p.

Slimani Mohand, M. Nait. *Finance Islamique et Capital-Risque (Capital Investissement) : Perspectives de Financements Participatif pour la création et le développement des PME*. Mémoire de magistère d'Economie et Finance International. Université Moloud Mammeri de Tizi Ouzou en Algérie. Soutenu en 22 Decembre 2013, 246 p.

Varian, Hal. R., Joseph Farrell, et Carl Shapiro. 2004. *The Economics of Information Technology: An Introduction*. Cambridge: Cambridge University Press

Journal, *Working Papers,* et Dossiers de Travail

Aghion, Philipe et Patrick Bolton. *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*. The Review of Economic Studies, Vol. 59, No. 3 (July;, 1992), pp.473-494. Accédé le 27/10/2009 12:42. Le journal est accessible sur http://www.jstor.org/stable/2297860

Anne Mulligan, Catherine Ellen et Dr. Giaime Berti. 2015. *The Economics of The Networked Society: Industry Transformation*. Imperial College London. Recherche sous financement de EPSRC EP/K003593/1; 4e document de travail de la *sustainable Society Network* +. Le document est librement accessible sur le lien suivant : https://www.ericsson.com/networked-society/essentials

Anthony, Scott. Harvard Business Review. *Disruptive Innovation: Kodak's Downfall Wasn't about technology*. 15 Juilliet 2016. L'article est accessible sur le lien suivant : https://hbr.org/2016/07/kodaks-downfall-wasnt-about-technology

Aoki, Masahiko. *Information and Governance in the Silicon Valley Model*. Document de travail de Standford University Department of Economics. Octobre 1998. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www-siepr.stanford.edu/workp/swp99028.pdf

Arrow, Kenneth J. « Informational Structure of the Firm ». American Economic Review. Papers and Proceedings 75. Pp. 303-307, 1985

Ariely. Dan. *The End of Rational Economics*. Harvard Business Review July-August Issue 2009. L'article est accessible sur le lien suivante: https://hbr.org/2009/07/the-end-of-rational-economics

AudretschR., David B., Thurik, Ingrid Verheul, Sander Wennekers. 2002. *Entrepreneurship: Determinants and Policy in a European-US Comparison.*2002. Economics of Science, Technology and Innovation. Dordrecht : Kluwer Academic Publisher

Auvray, Tristan *et al., « Comment relancer l'investissement »,* L'Economie politique 2015/1 (n°65),. P.86-99. DOI 10.3917/leco.065.0086. L'article est accessible en ligne par le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2015-1-page-86.htm.

Ausiandra, Yusuf. *Indonesian Venture Capital Industry : ASEAN Economic Community (AEC) Strategic Perspecvtive*. Opinio Juirs Journal of the Indonesian Ministry of Foreign Affairs. Volume 18 Mei-September 2015. Pp. 9-43.

Avidor, Jonathan. *Building an Innovation Economy : Public Policy Lessons from Israel* (June 1, 2011). Northwestern Law & Econ Research Paper No. 11-18. Accessible sur le lien suivant https://ssrn.com/abstract=1856603 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1856603 .

Avnimelech, Gil *VC Policy: YOZMA Program 15-Years Perspective*. DRUID. Paper to be presented to the Summer Conference 2009 on Copenhagen Business School 17th – 19th June 2009. L'article est accessible sur le lien suivant: https://www.researchgate.net/.

Avnimelech, Gil et Morris Teubal. *Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries*. October 2002. Le document de travail est accessible sur le site de Research gate à travers le lien suivant: https://www.researchgate.net/publication/253934035

Bakkour, Darine. *L'approche contractuelle du concept de gouvernance*. Etudes et Syntheses Laboratoire Montpelliérain d'Économie Théorique et Appliqué Unité Mixte de Recherche (LAMETA UMR). ES n°2013-04

Beck, Thorsten et Ross Levine. *Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter ?*. Journal of Financial Economics 64. (2002) pp.147-180

Bernstein, Lisa, "*The Silicon Valley Lawyer as Transaction Cost Engineer?*",74 University of Oregon Law Review PP. 239-255 (1995).

Bessière, Veronique et Eric Stéphany, « *Le financement par crowdfunding. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ?* ». En ligne. *Revues française de gestion* 2014/5 (N°242), p. 149-161. URL: http://www.cairn.info/revue-francaise-de -gestion-2014-5page-149.htm

Batt, Rosemary L. et Eileen Appelbaum. *The Impact of Financialization on Management and Employment Outcomes*. 2013. Upjohn Institute for Employment Research Working Paper; pp. 13-191

Bettis, R.A.,Bradley S.P et Hamel G. "*Outsourcing and industrial decline*". 1992. Academy of Management Executive, vol. 6, n°1, P. 7-16

Black, Bernard S. et Ronald J. Gilson. Does *Venture Capital Require an Active Stock Market?* Journal of Applied Corporate Finance. Hiver 1999. Volume 11.4. pp.36-48.

_____. *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*. Journal of Financial Economics 47 (1998) pp.243-277

Bolton, Patrick, Wei Xiong et Jose A. Scheinkman. *Executive compensations and Short-termist Behavior in Speculative Markets* (November 13, 2005) L'article est accessible sur le SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=391881 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.391881

Bottazzi, Laura et Marco Da Rin. *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*. En ligne. Economic Policy, Vol. 17, pp. 229-269, 2002. L'article est accessible sur SSRN par le lien suivant : https://ssrn.com/abstract=312213

Bower, Joseph L. et Clayton M. Christensen. « *Disruptive Technologies: Catching the Wave* ». En ligne. Harvard Business Review January-February 1995 Issue. L'article est accessible en ligne par le lien suivant: https://hbr.org/1995/01/disruptive-technologies-catching-the-wave#

Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas. *Hedge Fund Activism, Corporate Governance,and Firm Performance*. The Journal of Finance. Vol. LXIII, NO. 4 August 2008

Brousseau, Eric.*Did the common Law Bias The Economics of Contract ... And May It Change?*. Law and Economics in Civil Law Countries, vol 6. Of "The Economics of Legal Relationship", 2001. N. Mercuro (ed.), JAI Press

Brousseau, Eric. *L'Economiste, Le Juriste et le Contrat*. Juin 2000. A paraître dans « Le Contrat au début du XXIe Siècle ; Mélanges en l'honneur de M. Jacques Ghestin », sld. M. Fabre-Magnan et C. Jamin.,2000. Le texte est accessible sur le lien suivant : https://www.researchgate.net/publication/297418421_L%27Economiste_Le_Juriste_et_le_Contrat

Brousseau, Eric et Jean Michel Glanchant.. *Contract Economics and the Renewal of Economics*. Septembre 2001. In: *Forthcoming in The Economics of Contracts: Theories and Applications, Cambridge University Press, 2002*

Brynjolfsson, Erik. *An Incomplete Contracts Theory of Information, Technology and Organization*. Center for Coordination Science MIT. Version Juin

1993. Le Journal est accessible sur le lien suivant : http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2398/SWP-3407-27478657-CCSTR-126.pdf?sequence=1

Burger-Helmchen, Thierry, Julien Pénin. "*Crowdsourcing: definition, enjeux, typologie*", Management & Avenir 2011/1 (n°41). DOI 10.391/mav.041.0254. Pp 254-269

Carlton,D.W. 1979. "Vertical integration in competitive markets under uncertainty, "Journal of Industrial Economics, 27 Mars. Pp. 189-209

Carolin, Häussler et Harhoff, Dietmar et Mueller, Elisabeth. *To be financed or Not… - The Role of Patents for Venture Capital-financing*. (2012). ZEW – Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 09-003. Accèsible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1393725 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1393725

Carpentier, Cécile et Jean-Marc Suret. *How Useful is Venture Capital ? Evidence from Capital Pool Companies*. En ligne. Université Laval et Centre Interuniversitaire de recherché en analyse des organizations / CIRANO. Document de travail datant du 12 Septembre 2003.

CB Insights. *The 2015 Global Tech Exit Reports*. Le rapport est disponible sur le site suivant https://www.cbinsights.com

Chassagnon, Virgile. *Consummate cooperation in the network-firm : Theoretical insights and empirical findings*. European Management Journal (2014) 32, pp. 260-274

Chassagnon, Virgile, « *The law and economics of the modern firm : a new governance structure of power relationships* ». *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 134 2e trimestre 2011, document 2, mis en ligne le 15 juin 2013, consulté le 06 janvier 2015, URL : http://rei.revues.org/4983

Chassagnon, Virgile. *The Network-firm as a Single Real Entity: Beyond the Aggregate of Distinct Legal Entities*. DRUID 25th Celebration International Conference 2008 on « Entrepreneurship and Innovation: Organizations, Institutions, Systems and Regions, June 2008, Copenhague, Denmark. Pp.22 <halshs-00374978>. Mis en ligne le 10 Avril 2009. URL : https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00374978

Chaserant, Camille. "*Les Fondements incomplets de l'incomplétude: Une revue critique de la théorie des contrats incomplets*". L'Actualité économique, vol.83,n°2,2007, pp.227-253. DOI:10.7202/01757ar. Le Journal est accessible sur http://id.erudit.org/iderudit/017518ar

Christense, Clayton M., Michael E. Raynor et Rory McDonald. *« what is Disruptive Innovation ?* » Harvard Business Review December 2015 Issue. L'article est accessible en ligne sur le lien suivant: https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation

Chuung, Hoe Hoon. *Lessons from the Korean Venture Industry Development.* Rapport déclassifié de la Banque Mondiale datant du 1er Janvier 2007. N° 39379 de l'unité ECR Transition Unit (ECRTU). Le Rapport est librement accessible sur le lien suivant: http://documents.banquemondiale.org/curated/fr/899691468276868141/Lessons-from-the-Korean-venture-industry-development

Coase,R.H. *The Nature of the Firm*. Economica,New Series, Vol. 4, No.16. (Nov., 1937), pp.386-405. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/2626876

Cornelli, Francesca et Oved Yosha. *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*. Review of Economic Studies (2003) 70, 1-32. Le journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/3648609.

Crucial. Crowdfunding *for Enterprise: an examination of the crowdfunding landscape in Europe*. January 2016. Erasmus+ project

Coyle, John F. et Joseph M. Green. *Contractual Innovation in Venture Capital* (March 28, 2014). Hastings Law Journal, Vol. 66, 2014; UNC Legal Studies Research Paper No. 2417431. Accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2417431Pp. 133-183.

Dana, Leo Paul. *A Framework for the Classification of Government Policy on Entrepreneurship: Contrasting Six Models*. 1985, Volume 10 Issue 1, Journal of Small Businesses and Entrepreneurship.

Davis, Gerald F.. *After the Corporation*. Journal of Politics & Society 41 (2). Sagepub Journals. .2013. DOI: 10.1177/0032329213483110. pp.283-308

_____. *New Directions in Corporate Governance*. Annual Review of Sociology Vol. 31 pp. 143-162. Date de publication Août 2005. DOI: 10.1146/annurev.soc.31.041304.122249. L'article est accessible sur le lien suivante : http://www.annualreviews.org.scd-rproxy.u-strasbg.fr/doi/10.1146/annurev.soc.31.041304.122249

De Boer, Victor, Michiel Hildebrand, Lora Aroyo, Pieter de Leenheer et al. Nichesourcing : *Harnessing the Power of Crowds of Experts.* Volume 7603 of the series Lecture Notes in Computer Science pp.16-20 Springer Link. L'article est accessible sur le lien suivant: http://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-642-33876-2_3

Den Ende, Jan Van et W. Dolfsma. *Technology Push, Demand Pull and the Shaping of Technological Paradgims – Patterns in the Development of Computing Technology* (22, 2002, 10), ERIM Report Series Reference No. ERS-2002-93-ORG. L'article est accessible sur SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=371035.

Denglos, Grégory. « *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise. Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ? »*, *La Revue des Sciences de Gestion* 2007/2 (n°224-225), p. 103-112. DOI 10.3917/rsg.224.0103 L'article est disponible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-103.htm.

Diamond, Stephen F., *Beyond the Berle and Means Paradigm: Private Equity and the New Capitalist Order* (July 9, 2010). En ligne. THE EMBEDDED FIRM, Cynthia Williams and Peer Zumbansen, eds., Cambridge University Press, Forthcoming; Santa Clara Univ. Legal Studies Research Paper No. 10-01. Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1544599 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1544599

Dittmer, Janke and McCahery, Joseph A. and Vermeulen, Erik P. M., *The 'New' Venture Capital Cycle and the Role of Governments: The Emergence of Collaborative Funding Models and Platforms* (November 20, 2013). Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2013-7; Tilburg Law School Research Paper No. 021/2013 . Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2357771 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2357771

Doh, Hyun Soo Jae-hong Park, Ryan Russell et Kim & Chang. *Venture capital Investment in South Korea: market and regulatory overview.* Mise à jour le 1er Mars 2015. Practical Law Thomson Reuters Legal Solution. Le rapport est accessible en ligne sur le lien suivant: http://uk.practicallaw.com/2-521-5400

Dutraive, Véronique et Georges Gloukoviezoff. « *Financiarisation et le lien social : une analyse de l'exclusion bancaire à partir de l'institutionnalisme de J.R. Commons* », Revue Interventions économiques

[en ligne], 42/ 2010, mis en ligne le 01 décembre 2010, consulté le 31 août 2016. URL : http://interventionseconomiques.revue.org/1242.

Eisenberg, Melvin A.. *The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm.* 24 J. Corp. L. 819 (1998) pp.819-836. L'article est disponible sur le lien suivant: http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/547.

Emmanuelle, Dubocage, et Revest Valérie. *Une analyse conventionnaliste du prix d'offre des start-up sur le Nouveau Marché français*. In : Revue d'économie financière, n°96, 2010. L'euro en 2019. Pp. 215-231. Doi : 10.3406/ecofi_0987-3368_2010_num_96_1_5386.

Ergungor, O. Emre. *Market vs. Bank-based financial systems : Do rights and regulations really matter?*. Journal of Banking & Finance 28 (2004) pp.2869-2887.

EVCA PEA Response to the European Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union (COM/2015063Final). 13 Mai 2015

Fama, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, Paper and Proceedings of the Twenty-Eight Annual Meeting of the American Finance Association New York, December 28-30, 1969 (May,1970), pp.383-417. Jstor

Farès, M Hand et Stéphane Saussier. Coûts *de Transactions et Contrats Incomplets*. Revue Française de l'économie. Volume 16 N°3, 2002. Pp.193 – 230. P.198 accesible sur http:// Persee.fr

Favereau, Olivier. « *Marché internes, marchés externes* ». 1989. En ligne. Revue Economique, volume 40 Numéro 2, mars p. 273-328. Disponible sur le site de Persée par le lien suivant: http://www.persee.fr/doc/reco_0035-2764_1989_num_40_2_409141

Fiss, Peer C.. *Institutions and Corporate Governance* (April 25,2007). L'article est accessible sur SSRN sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=1003303 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1003303

Foss, Nicolai J. Incomplete *Contracts and Economic Organization: Brian Loasby and The Theory of the Firm*. Danish Research Unit for Industrial Dynamics (DRUID) Working Paper No. 97-11, 1997

Fligstein, Neil. *Le mythe du marché. In: Actes de la recherche en sciences sociales*. Vol. 139, septembre 2001. L'exception américaine (2) pp. 3-12. Doi : 10.3406/arss.2001.3351. L'article est accessible sur le site de Persee par le lien suivant : http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/arss_0335-53322_2001_num_139_1_3351

Friedman, Milton. « *The Social responsability of business is to increase profits* », The New-York Times, 13 Septembre 1970

Gagnon, Marc-André. "*Penser le capitalisme cognitive selon Thorstein Veblen; connaissance, pouvoir & capital*", Revue Interventions économiques [En ligne], 36/2207, mis en ligne le 01 octobre 2007, consulté le 06 août 2016. URL : hhtp://interventionseconomiques.revues.org/569

Goodfriend, Marvin et Robert G. King. *The Incredible Volcker Disinflation*. Novembre 2004. Document de travail préparé pour la conférence de Carnegie-Rochester sur la politique publique (*public policy).* Accessible en ligne sur le lien http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/nov04-pdfs/gk.pdf

Gorton, Gary B. et Andrew Metrick. *Regulating the Shadow Banking System* (October 18, 2010). L'article est accessible sur le site de SSRN par le lien suivant https://ssrn.com/abstract=1676947 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676947

Guilhon, Bernard et Sandra Montchaud. 2008. *Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation*. Paris : Lavoisier

Gulinello, Christopher John. *Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering: Lessons from the Taiwan Experience.* En ligne. George Washington International Law Review, Vol.37, NO.4, pp.845-883, 2005. Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=836504.

Gilson, Ronald J. *Locating Innovation : The Endogeneity of Technology, Organizational Structure, and Financial Contracting*. *Columbia Law Review*, Vol. 110. No. 3 (April 2010), pp. 885-917. Consulté le 19-06-2015 09 :02 UTC, URL : http://www.jstor.org/stable/27806635

Gilson, Ronald J, Charles F. Sabel et Robet E. Scott. 2008. *Contracting for Innovation : Vertical Disintegration and Interfirm Collaboration*. Law Working Paper N°118/2008 Decembre 2008. European Corporate Governance Institute (ECGI). Forthcoming 109 Colum. L. Rev. (Avril 2009). Le Journal est accessible sur http://ssrn.com/abstract=1304283

Gilson, Ronald J, Charles F. Sabel, et Robert E. Scott. *Braiding : The Interaction of Formal and Informal Contracting in Theory, Practice, and Doctrine*. Columbia Law Review, Vol. 110, No. 6 (October 2010), pp. 1377-1447. Consulté le 19-06-2015 09 :02 UTC, URL : http://www.jstor.org/stable/27896300

Gilson, Ronald J. *Engineering a Venture Capital Market : Lessons from the American Experience*. Stanford Law Review, Vol. 55, No. 4 (April 2003). Pp. 1067-1103. URL : http://www.jstor.org/stable/1229601

Gilson, Ronald J. et Reinier Kraakman. *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later : The Hindsight Bias.* Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Discussion Paper No. 486. , 29 Novembre 2003

Gilson, Ronald et Schizer D. *Venture capital structure : a tax explanation for convertible preferred stock'* Harvard Law Review, vol. 116 No. 3 (Janvier 2003), pp.857-916. L'article est accessible sur http://www.jstor.org/stable/1342584

Gorton, Gary et Matthias Kahl. *Blockholder Identity, Equity Ownership Structures and Hostile Takeovers*. The Wharton Scholl University of Pennsylvania Working Paper no. 99-19, 1999

Griffiths, John. *What is legal Pluralism?*. Journal of Legal Pluralism No.24. 1986. Document accessible sur le lien suivant : http://commission-on-legal-pluralism.com/volumes/24/griffiths-art.pdf

Gu, Xian et Oskar Kowalewski. *Law and Structure of the capital markets*. Institute of Economics of the Polish Academy of Science. INE PAN Working Paper Series December 2014. Working Paper #14-04. Le document de travail est accessible sur le lien: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/61003

Guittard, Claude et Eric Schenk. *Le Crowdsourcing: Typologie et enjeux d'une externalization vers la foule*. Document de Travail n°2011-02 Janvier 2011.

John Gulinello, Christopher. *Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering : Lessons from the Taiwan Experience.* George Washington International Law Review, Vol.37, NO.4, pp.845-883, 2005. Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=836504.

Hanna, Nagy K et Rene Summer. *Transforming to a Networked Society: Guide for Policy Makers*. Research made for Ericsson, 2014

Hienerth, Christoph et Frederik Riar. T*he Wisdom of the Crowd vs. Expert Evaluation : A Conceptualization of Evaluation Validity.* Journal présenté au 35e Conférence de DRUID 2013 à Barcelone, Espagne Juin 17-19

Hooghiemstra, Sebastiaan N. et Kristof de Buysere. 2015. '*The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?'*, dans le mélange D. Brüntje et Gadja O et eds. *Crowdfunding in Europe*, FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship. Springer Link. Pp. 135-165. L'article est accessible sur le site de Springer link par le lien suivant: http://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-3-319-18017-5_10

Jolls, Christine, Cass R. sunstein et al. *A Behavioral Approach to Law and Economics*. Standford Law Review. 1998. Vol. 50: 1471. Pp. 1471 – 1150

Kim, Jongwook et Joseph T. Mahoney. *A Strategic Theory of the Firm as a Nexus of Incomplete Contract: A Property Approach*. Journal of Management Sagepub. Vol. 36 No. 4, Juillet 2010 806-826.

Knight, Thaya Brook. *A walk Through the JOBS Act of 2012 : Deregulation in the Wake of Financial Crisis*. Policy Analysis NO.790. Center for Monetary and Financial Alternative. 13 Mai 2016. La publication est accessible sur le lien suivant: https://www.cato.org/publications/policy-analysis/walk-through-jobs-act-2012-deregulation-wake-financial-crisis.

Hall, Thomas W. Law, *Finance and Venture Capital: The Cost of Capital for High-Tech Firms* (July 16, 2012). L'article est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2109358 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2109358

Hart, Olivier and John Moore. *Foundations of Incomplete Contracts*. The Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 1, Special Issue : Contracts (Jan.,1999) pp.115-138. 1999. Le Journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/2566951

_____. *Property Rights and the Nature of the Firm*. Journal of Political Economy, 98 (6): 1119-1158. Doi:10.1086/261729. 1990.. Le journal est accessible sur http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:3448675

Hanna K., Nagy et Rene Summer. *Transforming to a Networked Society: Guide for Policy Makers*. Research made for Ericsson, 2014

Harris, Milton et Artur Raviv. *The Theory of Capital Structure*. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 1, Mars 1991. pp. 297-355. Le journal est accèsible sur le lien suivant : http://www.jstor.org/stable/2328697

Jacques, Ghestin. *Le Contrat en tant qu'échange économique*. In : Revue d'économie industrielle, vol. 92, 2e et 3e trimestres 2000. Economie des contrats : bilan et perspectives. Pp.81-100. Doi : 10.3406/rei.2000.1039. l'article est accessible sur le lien : http://www.persee.fr/doc/rei_0154-3229_2000_num_92_1_1039.

Jagd, Søren.. Economics of Convention and New Economic Sociology : Mutual Inspiration and Dialogue. Current Sociology: Mutual Inspiration and Dialogue vol. pp.75-91. 2007 DOI: 10.1177/0011392107070135. URL : http://csi.sagepub.com/content/55/1/75.

Jensen, Michael C. et William H. Meckling. *Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, (July 1, 1976), Michael C. Jensen. A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms, Harvard University Press, December 2000, Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976, Accesible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=94043 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.9403

Jensen, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. The American Economic Review, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eight Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1986), pp.323-329. Le journal est accessible sur le lien suivant : http://www.jstor.org/stable/1818789

J.-F., Lebraty. *Vers un nouveau mode d'externalisation : le crowdsourcing*, 12ème Conférénce del'AIM, Lausanne, 2007

Kaplan, Steven N. et Per Strömberg. *« Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, »* Review of Economic Studies, 2003 , v70 (2 april), 281-315. Le numéro de Doi est le suivant: 10.3386/w7660. L'article est accessible sur http://www.nber.org/papers/w7660.

Kenney, Martin et John Zysman. *The Rise of the Platform Economy*. Issues in Science and Technology. Volume XXXII Issue 3, Spring 2016. L'article est accessible sur le lien suivant: http://issues.org/32-3/the-rise-of-the-platform-economy/

Kettani, Ghizlane . Université Paris-Dauphine. *Hedge funds* activists, *private equity* et *corporate governance*. Complément D du Rapport du Conseil d'Analyse Economique realisé en PAO par Chirstine Carl. Paris: La Documentation Française. 2008 Pp.167-178.

Kim, Jongwook et Joseph T. Mahoney. *A Strategic Theory of the Firm as a Nexus of Incomplete Contracts : A Porperty Rights Approach*. Journal of Management Vol. 36 No. 4, July 2010 pp. 806-826 DOI : 10.1177/0149206310363731. Consulté le 3 Février 2015

Kim, Kab Lae, *Implication of U.S Venture Capital Theories for the Korean Venture Ecosystem*, 2 J. Bus. Entrepreneurship & L. Iss. 1. 1 (2008). Vol. 2. Article 5. URL : http://digitalcommons.pepperdine.edu/jbel/vol2/iss1/5

Kirat, Thierry. *L'Allocation des Risques dans les Contrats : De L'Economie des Contrats « Incomplets » à la Pratique des Contrats Administratifs*. , Revue Internationale de droit économique 2003/1 (t. XVII, 1), p. 11-46. DOI 10.3917/ride.171.0011. L'article est accessible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-internationale-de-droit-economique-2003-1-page-11.htm

Kirat, Thierry et Laurent Vidal. *Le droit et l'économie : étude critique des relations entre les deux disciplines et ébauches de perspectives renouvelées*. Article à paraître dans les Annales de L'Institut André Tunc (Université de Paris I). 2005. <halshs_00004883>. L'article est accessible sur le lien : https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00004883

Korobkin, Russell. *Daniel Kahneman's Influence on Legal Theory*, Volume 44 Loyola University Chicago Law Journal Issue 5 Summer pp. 1349- 1356 (2013). 9p. Accesible sur le site: http://lawecommons.luc.edu/luclj/vol44/iss5/4

KPMG et CB Insights. Venture Pulse Q3 2016. Global Analysis of Venture Funding Octobre 13, 2016

Krippner, Greta. « *What is financialization ?* », mimeo, Departement of Sociology, UCLA, 2004

Kühl, Stefan. *Exit: How Venture Capital Changes the Laws of Economics*. Document de travail 3/2005. Le journal est accesible sur le lien suivant : http://www.thesis.xlibx.info/th-economy/4471701-1-stefan-k-hl-stefankuehl-hsu-hhde-working-paper-3-2005-stefan-kueh.php

Hayne Leland E. et David H. Pyle, *« Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*. No. 32. Journal of Finance pp. 371 -387, 1977

James, Daniel. "*The Modern Corporation and Private Property*, *and A.Berle Jr. et Gardiner C. Means*," Indiana Law Journal: Vol.8:Iss.8, Article 11. 1933

Langevoort, Donald c.. *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*. University of Pennsylvania law review vol.140 N°3 (1992). pp.851-920.

Langfield, Sam et Marco Pagano. *Bank bias in Europe: effects of systemic risk and growth*. European Central Bank Working Paper Series No 1797 May 2015. Le document est accessible sur le site la banque centrale européen par le lien suivant: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1797.en.pdf?21971652ba3f7c1925aaadb3b5a5ae2f

La Porta, Rafael, Florencio Lopez de silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny. Legal Determinants of External Finance. The Journal of Finance. Vol. LII, No. 3. Juillet 1997. Pp. 1131-1150

Lazonick, William et Mazzucato, Mariana.2013. *The risk-reward nexus in the innovation-inequality relationship : who takes the risks ? who gets the rewards* , 2013. Industrial and Corporate Change, 22 (4) : pp. 1093-1128.

Lebraty, Jean-Fabrice, Katia Lobre. *Créer de la valeur par le crowdsourcing : la dyade Innovation-Authenticité.* Systèmes d'Information et Management, Eska, 2010, 15 (3), pp.9-40. <halshs-00545780>.

Le group de travail Européen sur les IPO. « *EU IPO Report : Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in Euroepan capital markets* » . 23 Mars 2015. Le document est accessible sur le lien suivant : http://www.fese.eu/images/documents/speeches-reports/2015/Final_report_IPO_Task_Force_20150323.pdf

Lerner, Josh et Joacim Tag. *Institutions and Venture Capital*. Oxford Journal of Industrail and Corporate Change. Volume 22, Issue 1 pp. 153-182. Doi: 10.1093/icc/dts050. L'article du journal est accessible sur le lien suivant : http://icc.oxfordjournals.org/content/22/1/153.full.

Levine, Ross. *Bank-Based or Market-Based Financial Systems : Which is Better ?*. Journal of Financial Intermediation 11, (2002). Pp 398-428. Doi :10.1006/jfin.2002.0341

Li, Jing. *OTC Stock Market in China – The New Venture Capital Exit ?*. Asian Journal of Law and Economics Volume 6, Issue 2, June 2015 DOI: 10.1515/ajle-2014-0002. pp. 167-230, ISSN (Online) 2154-4611, ISSN (Print) 2194-6086

Licht, Amir N.. *David's Dilemma: A Case Study of Securities Regulation in a Small Open Market* (October 20, 2000). Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=240888 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.240888 ; Pp.663-710

Lin, Lin. *Re-Engineering a Venture Capital Market : The Case of China* (July 29, 2015), En ligne. Accepted paper for the Standford International Junior Faculty Forum 2015 ; NUS – Centre for Law & Business Working Paper No. 15/04; NUS Law Working Paper No. 2015/007; NUS – Centre for Asian Legal Studies Working Paper No. 15/07. Accessible sur le lien https://ssrn.com/abstract=2643311 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2643311 .

Lütz, Susanne. *From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition*. Max-Planck-Institut für Gessellschaftsforschung (MPIfG) Discussion Paper 00/2 May 2000 ISSN O944-2073. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/dp98-02_en.asp#2000.

Macey. Jonathan R. *Public and Private Ordering and the Production of Legitimate and Illegitmate Legal Rules,* 82 Cornell L. Review. 1123 (1997). PP.1123-1149. L'article est disponible sur le lien suivant: http://scholarship.law.cornell.edu/clr/vol82/iss5/9

Magnan de Bornier, Jean. *Propriété et contrôle dans la grande entreprise : une relecture de Berle et Means*. Revue économique Vol. 38, No. 6 , Novembre 1987 pp. 1171-1190. P. 1172 accessible sur le lien http://www.persee.fr/doc/reco_0035-2764_1987_num_38_6_409030

Mangram, Myles E. *A Simplified Perspective of the Markowitz Portfolio Theory* (2013). Global Journal of Business Research, v. 7 (1) pp. 59-70, 2013. L'article est accessible sur le site de SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2147880

Masouros, Pavlos. *Private Ordering and Corporate Governance: The Case of Venture Capital*. 2009. L'article est librement accessible sur le lien suivant : http://nrs.harvard.edu/urn_3:HUL.InstRepos:3450554.

Mendoza, Jose Miguel and Erik P.M. Vermeulen,., *The 'New' Venture Capital Cycle (Part I): The Importance of Private Secondary Market Liquidity* (May 3, 2011). Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 1/2011. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1829835 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1829835

Megginson, William L.. *Toward a Global Model of Venture Capital*. Journal of Applied Corporate Finance Winter 2004. Volume 16.1. pp. 89-107

M, Jensen. et Meckling. w. 1976. Theory *of of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure »*, Journal of Financial Economics 3, 305 -360

Mc Carter & English Attorneys at Law. *Kiss the SAFE Goodbye? Another Alternative for Start-up Financing*. M&E Venture Capital and Emerging Companies Alert. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.mccarter.com/KISS-the-SAFE-Goodbye-Another-Alternative-for-Start-up-Financing-05-20-2015

Mc Cahery, Joseph A. et Erik P.M Vermeulen. *Venture Capital 2.0: From Venturing to Partnering*. ECGI Working Paper Series in Law N° 315/2016. May 2016. Le document de travail est accessible sur le lien suivant: http://ssrn.com/abstract=2773622

Mollick, Ethan et Ramana Nanda. *Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts*. Working Paper 14-116 August 26, 2015.

Moore, Gordon E. "*craming More Components onto Integrated Circuit*", pp.114-117, April 19, 1965

Moon, John J. *Public vs. Private Equity*. Journal of Applied Corporate Finance: a Morgan Stanley Publication. Volume 18 Number 3. Summer 2006. Pp.76-82

Moore, Marc T. *Private Ordering and Public Policy : The Paradoxical Foundations of Corporate Contractarianism*. Oxford Journal of Legal Studies, Vol. 34, No. 4 (2014), pp. 693-728 doi : 10.1093/ojls/gqu006

Moulin, Françoise. *Innovation et invention comparaison du point de vue juridique*. Working paper serie RMT (WPS 03-13). 2003, 20 p.<hal-00451615>.

Milberg, William et Deborah winkler. *Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA*, Cambridge Journal of Economics, 34, 2010. Pp. 275-293

Mulligan, Catherine et Dr. Giaime Berti. *The Economics of the Networked Society*. Imperial College London sustainable Society Network. La recherché est finance par EPSRC EP/K003593/1

Milberg, William. *Shifting Sources and Uses of Profits : Sustaining U.S. Financialization with Global Value Chains*. Schwartz Center for Economic Policy Analysis. Department of Economics. The New School for Social Research. Working Paper Series 2007-9. P. Le document de travail est accessible sur le site : http://economicpolicyresearch.org

Nabilou, Hossein. *The Alternative Investment Fund Managers Directive and Hedge FundsSystemic Risk Regulation in the EU* (November 10, 2013) L'article est accessible sur SSRN sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2352373 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2352373

Namekata, Kunio – TMI Associates. *Venture capital investment in Japan: market and regulatory overview*. Practical Law by Thomson Reuters Legal Solution. La rapport de synthèse est accessible sur le lien: http://uk.practicallaw.com/6-504-1281?source=relatedcontent

Nanda, Ramana et Matthew Rhodes-Kropf. (2016) *Financing Risk and Innovation*. Management Science. Publié par Institute for Operations Research and the Management Science (INFORMS). L'article est accessible sur le lien suivant: http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.2015.2350.

Nee, Victor et Richard Swedberg. *Economic Sociology and New Institutional Economics*. In: Menard, Claud et Mary M. Shirley (éd). Handbook of New Institutional Economics. 2008. pp. 789-818

Nicholas, Tom. The *Origins of High-Tech Venture Investing in America*. Harvard Business School Working Paper No. 16-047 édition révisé Octobre 2016. Le document de travail est disponible sur le lien suivant: http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=49960

Nofer, Michael et Oliver Hinz. « *Are Crowds on the Internet wiser than Experts ? – The Case of a Stock Prediction Community* » *(2014). Are Crowds on the Internet Wiser than Experts? – The Case of a Stock Prediction Community. Journal of Business Economics, 84 (3), 303-338*

Oranburg, Seth C. Bridgefunding*: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance* (February 23, 2015). Cornell Journal of Law and Public Policy, Vol. 25, 2015; FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 724; FSU College of Law, Law, Business & Economics Paper No. 15-2. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2544365 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2544365 . pp. 397-452

Orléan, André et Rainer Diaz-Bone, « Entretient avec André Orléan », *Revue de la régulation [En ligne],* 14 / 2e Semestre / Autumn 2013, mis en ligne le 12 décembre 2013, consulté le 22 août 2016. URL : http://regulation.revues.org/10305.

Orléan, André. "*La valeur économique comme fait social: la prevue par les évaluations boursières*". Revue de la régulation [En ligne], 18 / 2e

Semestre / Autumn 2015, mis en ligne le 20 décembre 2015, consulté le 9 février 2016. URL : http://regulation.revues.org/11441

P, Alghion et Jean Tirole. 1997. "*Formal and Real Authority*". Journal of Political Economy, vol. 105, n°1,pp.1-29

Pacces, Alessio M., *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Gouvernance* (July 7, 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 320/2016; Erasmus Law Review, Forthcoming. Accesible sur SSRN: https://ssrn.com/abstract=2805982 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2805982 .

Palley, Thomas I., *Financialization: What it is and Why it Matters*. Levy Economics Institute Working Paper No. 525. Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1077923 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1077923

Piluso, Nicolas. *La convention financière chez keynes*. L'actualité économique, vol. 84, n°1, 2008, pp.101-121. DOI : 10.7202/019976ar. L'article est accesible sur le lien suivant : http://id.erudit.org/iderudit/019976ar.

Pina, Sandrine. La connaissance pure du droit et ses limites. Accessible sur http://www.droitconstitutionnel.org/congresmtp/textes4/PINA.4.

Pineault, Eric. Crise et Théorie de la Réification financière. Le texte est accessible sur http://www.academia.edu/2631140/R%C3%A9ification_et_titrisation

Pineault, Éric. , « *Quand la finance réinvente l'aliénation et la réification* », *Terrains/Théories* [En ligne], 1 | 2015, mis en ligne le 13 novembre 2014, consulté le 05 décembre 2016. URL : http://teth.revues.org/369 ; DOI : 10.4000/teth.369

Pollman, Elizabeth. Information Issues on Wall Street 2.0 (2012). University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, No. 179, 2012; Loyola-LA Legal Studies Paper No. 2013-1. Le Journal est accessible sur le lien suivant : https://ssrn.com/abstract=2186302.

Poncet, Christian. *Le développement des opérateurs en capital-risque : le poids du contexte institutionnel.* Document de travail ART-Dev 2013-06 Version 1.

Posey, John . *Financialization, Corporate Consolidation and Inequality: National Economic Trends Since 1980*. Regional Income Working Paper Series #2. Research collaboration between the Bi-State Development Corporation Research Institute and the Easte-West Gateway Council of Governments June 2016. Le document de travail est librement disponible sur le site de East-west Gateway par le lien suivant: http://www.ewgateway.org/RegIncWorkingPapers/regincworkingpapers.htm

PMEFINANCE.ORG. *Un Rapport de L'Observatoire des Entreprises. Financement Participatif des Entreprises : La Mise en Place d'un Cadre Règlementaire Propice*. 14 Février 2014

Rajan, R.G et Zingales L. 2001. « *The influence of the financial revolution on the nature of firms* », American Economic Review, vol. 91, n°2, p. 206-211

Ravix, Joël Thomas, Nicolas Mouchnino, « *L'évolution de l'industrie aéronautique : les incidences de la production modulaire* », La Revue de l'Ires 2009/3 (n°62), p.135-157. DOI 10.3917/rdli.062.0135. L'article est disponible sur le lien suivant : http://www.cairn.info/revue-de-l-ires-2009-3-page-135.htm

Reynès, Virginie. *La théorie de l'imprévision : la révolution n'aura (peut-être) pas lieu*. 9 Juin 2016. L'article est accessible sur le lien http://droit-des-affaires.efe.fr/2016/06/09/la-theorie-de-limprevision-la-revolution-naura-peut-etre-pas-lieu/

Riassetto, Isabelle, Isabelle corbisier. *La société de libre partenariat française et la société en commandite special luxembourgeoise, quell degree de parenté?*. En ligne. Revues des sociétés 2015 p. 646. L'article est accessible sur le site dalloz. Fr

Rock, Edward B . *Greenhorns, Yankees and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms & U.S. Markets. Theoretical Inquiries in Law*, Forthcoming. Le journal est accessible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=269340 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.269340

Roe, Mark J. *Legal Origins and Modern Stock Markets*. John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Discussion Paper No. 563. Septembre 2006. Le journal est accessible sur le lien suivant : http://papers.ssrn.com/abstract_id=9089872

Ross, Philipe E.. 5 Commandments: "*The rules engineers live by weren't always set in stone*". 1 December 2003. IEEE Spectrum. http://spectrum.ieee.org/semiconductors/materials/5-commandments

Angelo Salento, Giovanni Masino et Domenico Berdicchia., « *Financialization and Organizational Changes in Multinational Enterprises* », *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 144 4e trimestre 2013, mis en ligne le 01 janvier 2017, consulté le 26 juin 2014, URL : http://rei.revues.org/5710.

Salzberger, Eli M. *The Economic Analysis of Law – The Dominant Methodology for Legal research ?!*. 15/8/2007. University of Haifa Faculty of Law Legal Studies Research Paper NO. 1044382. Version du 5 Décembre 2007. 40 p. Le Journal est disponible sur le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=1044382 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1044382

Sanchez, Ron. "*Strategic Flexibility, Firm Organization, and Managerial Work in Dynamic Markets: A Strategic Options Perspective*,¨ Advances in Strategic Management 9: pp.251-291, 1993

Sautel, Olivier. "*L'évolution de la théorie des contrats incomplets face à la dé-intégration vertical*". *Revue d'économie industrielle* [En ligne], 117 | 1er trimestre 2007, mis en ligne le 15 mars 2009, consulté le 30 Septembre 2015. URL : http://rei.revues.org/1193; DOI : 10.4000/rei.1193

Schwarcz, Steven L. *Private Ordering*. Northwestern University Law Review Vol.97, 2002. No. 1 pp.319-350

Schenk, Eric et Claude Guittard. "*Une typologie des pratiques de Crowdsourcing: l'externalisation vers la foule, au-delà du processus d'innovation*" Management International, vol. 16, 2012,p. 89-100

_____. "*Le Crowdsourcing: Typologie et enjeux d'une externalization vers la foule »*. Bureau d'économie théorique et appliqué (BETA) UMR 7522. Document de Travail n°2011-02. Janvier 2011.

Schwartz, Alan. *Contract Theory and Theories of Contract Regulation*. In: Revue d'économie industrielle. Vol. 92. 2e et 3eme trimestres 2000. Pp. 101-110. Doi : 10.3406/rei.2000.1040. Le document est accessible sur le lien http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/rei_0154-3299_2000_num_92_1_1040

Simmons, JP, Nelson LD, J. Galak et Frederick S.2011. *Intuitive biases in choice versus estimation : implications for the wisdom of crowds*. Journal of Consumer Research. 38 (1) : 1-15

Software & Information Industry Association. « *Software as a service* : Strategic Backgrounder. Février 2001. P.4 accessible sur le lien suivant http://www.edocr.com/doc/8/software-service-strategic-backgrounder

Sohl, Jeffrey. *The Changing Nature of the Venture Market* dans le mélange *«Hans Landström et Colin Mason.2012. Handbook of Research on Venture Capital: Volume 2, A Globalizing Industry. Massachusetts: Edward Elgar* » . Pp.17-41

Spindler, James C. *How Private is Private Equity, and at What cost ?*. University of Chicago Law Review, Vol. 76, 2009; USC CLEO Research Paper No. C09-11; USC Law Legal Studies Paper No. 09-22. Accesible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1407146

Sterns, Linda Brewster and Allan, Kenneth D. *Economic behavior in institutional environments : the merger waves in 1980s*, American Sociological Review, 61 (4) : pp. 699-718.

Stigler, G. 1951. "*The division of labor is limimted by the extent of the market*", Journal of Political Economy, 59 (Juin). Pp. 185-193

Storck, Michel. *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI*. RTD.com p.549. Le journal est accessible sur le site Dalloz.fr.

Storck, Michel, Michel Storck, Nicolas Rontchevsky et Charles Goyet. *Création d'un nouveau véhicule de capital investissement, la société de libre partenariat, et renforcement de l'attractivité des OPCI*. En ligne. Chroniques du Droit des marchés financiers Juillet-Septembre 2015. RTD.com. P.6

Software & Information Industry Association. « *Software as a service* : Strategic Backgrounder. Février 2001 accessible sur le lien suivant http://www.edocr.com/doc/8/software-service-strategic-backgrounder

Susanto, Atik– Oentoeng Suria & Partners (in association with Ashurst LLP). *Venture Capital Investment in Indonesia: market and regulatory overview*. 1 January 2016. L'article est accessible sur le lien suivant: http://us.practicallaw.com/9-621-6693

Stockhammer, Engelbert. Financialisation and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics 2004, Vol. 28, No.5 Cambridge Political Economy Society, pp. 719-741. Consulté le 4 Juillet 2015. URL : http://cje.oxfordjournals.org

Tafotie, Roger. *L'Incomplétude contractuelle comme imprévision endogène ou structurelle du contrat.* Avril 2015. Document de travail No.4. Faculté de droit Université McGill et Université de Montréal. Le document de travail est accessible sur le lien suivant : http://www.analyseeconomiquedudroit.com/Documents-de-recherche.html

Tel Avil Stock Exchange (TASE). Les critères administrative et juridique pour une qualification en tant qu'entreprise en Recherche et Développement. Le document est accessible sur le site du TASE par le lien suivant : http://www.tase.co.il/Eng/Listings/IPO/ResearchandDevelopmentCompanies/

Talmor, Eli and Cuny, Charles J., *The Staging of Venture Capital Financing: Milestone vs. Rounds* (April 2005). EFA 2005 Moscow Meetings Paper. Disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=487414 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.487414

Tomaskovic-Devey, Donald, Ken-Hou Lin et Nathan Meyers. « *Did financialization reduce economic growth ?* ». Oxford Socio-Economic Review 2015. Oxford University Press and the Society for the Advancement of Socio-Economics. pp. 1-24. Doi:10.1093/ser/mwv009

Tomaskovic-Devey, Donald et Lin, Ken-hou. 2011. *Income Dynamics, Economic rents, and the financialization of the U.S Economy*, American Sociological review, 76 (4) pp. 538-559

Tanaka, Yuko, Yasuaki Sakamoto et Toshihiko Matsuka. « *Towards a Social-Technological System that inactivtaes False Rumors Through the critical Thinking of crowds*. September 14, 2012. Proceedings of the 46th Hawaii international Conference on System Sciences (HICSS-46), 649-658. Disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=2150299 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2150299.

Triantis, George G. *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*. The University of Chicago Law Review, Vol. 68, No. 1 (Winter, 2001), pp. 305-322. Consulté le 19-06-2015 09 :11 UTC. URL : http://www. Jstor.org/stable/1600449

Van der Zwan, Natascha. 2014. *State of the Art : Making sense of financialization*. Socio-Economic Review. Oxford University Press and the Society for the Advancement of Socio-Economics, 12, pp.99-129.

Vermeulen, Erik P.M. *New Metrics for Corporate Governance: Shifting Strategies of 'Activist' Investors in an Aging IPO Market* (March 10, 2015). Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2015-1. L'article est disponible sur SSRN par le lien suivant: https://ssrn.com/abstract=2576510 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2576510

Vernon, J.M et D.A Graham. 1971. "*Profitability of monopolization by vertical integration,* "Journal of Political Economy, 79 Juillet Août. Pp.954-925

Vitols, Sigurt. *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States*. January 2001 ISSN N° 1011-9523. Discussion Paper for n° FS I 01-302. L'article est accessible sur le lien suivant:

https://www.researchgate.net/publication/228816690_The_origins_of_bank-based_and_market-based_financial_systems_Germany_Japan_and_the_United_States . P.21

Vultur, Mircea et Raymond Boudon. *Le Paradigme de l'individualisme méthodologique*. Publié dans *Aspects sociologiques,* Vol. 6, no. 1 , Décembre 1997, pp. 30-37. Accessible sur http://www.fss.ulaval.ca/cms_recherche/upload/aspectssociologiques/fichiers/vultur1997.pdf.

Wood, Geoffrey, et Mike Wright. Financialization and Private Equity. URL : http://www.researchgate.net/publication/228625246

Williams, Kelli Alces, *Revisiting Berle and Rethinking the Corporate Structure* (July 22, 2011). Seattle University Law Review, Vol. 33, No. 4, 2010; FSU College of Law, Public Law Research Paper No. 513; FSU College of Law, Law, Business & Economics Paper No. 11-14. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1892945

Williamson O.E. "*The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, dans "Firms Markets and Heirarchies: the Transaction Cost Economics Perpsectives*, édité par Glenn R. Carroll et Daid J Teece, Oxford University Press, 1999, pp.17-31

Williamson, O. E. "*Vertical Merger Guidelines: Interpreting the 1982 Reforms*," California Law Review, Vol. 71. Pp.604-617

Williamson, Olivier. *The Theory of the Firm as Governance Structure: From choice to contract*. Journal of Economic Perspectives Volume 16, Number 3 – summer 2002 pp.171-195

_____. *Transaction Cost Economics: the Governance of contractual relations*, *Journal of Law and Economics,* Vol. 22, No. 2 (Oct., 1979), pp. 233-261, 1979. Le journal est accessible sur le lien suivant: http://www.jstor.org/stable/725118.

_____. *Contract and Economic Orgnization*. Revue d'économie industrielle 92, 2e et 3e trimestres, 55-66, 2000

123Venture. *Rapport d'Activité Semestriel*. 1er Octobre 2007 / 31 mars 2008

Articles Périodiques

The Economist. *Accelerators : Getting to Speed" dans "A Cambrian moment". Special Report Tech Startups*. January 18th 2014

The Economist. 24 October – 30 November 2015 « *Reinventing the company* »

Articles et Documents de l'Internet

A.A.K. "*The Economist explains how shadow banking works*" 2nd February 2016. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2016/02/economist-explains-0

Ahmed, Murad. « *Patient capital overtakes VC for UK Techn groups* ». 1 Novembre 2015. L'article est accessibhle sur le lien suivant : https://www.ft.com/content/d6420472-7f0f-11e5-a1fe-567b37f80b64

Asosiasi Modal Ventura Indonesia (AMVI). *70 Modal Ventura berubah kadi bank.* http://www.amvi.or.id/item-70-modal-ventura-berubah-jadi-039-bank-039.html

Barnett, Chance. « *$2B Facebook Acquisition Raises Question: Is Equity Crowdfunding Better ?* » 1 Mai 2014. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2014/05/01/2-billion-facebook-acquisition-raises-question-is-equity-crowdfunding-better/

Bennett, Dashiell. « *The Real Lesson of Fisker Auto's Failure* ». 24 April 2013. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.thewire.com/business/2013/04/fisker-automotive-failure/64544/

Benton, Gary L. *VCDR: Venture Capital Dispute Resolution*.L'article est accessible sur le lien suivant: https://www.svamc.org/vcdr-venture-capital-dispute-resolution/

BPI France. *Garantie d'apports en fonds propres ou quasi fonds propres réalisés au capital d'entreprises innovantes*. L'article est acessible sur le lien suivant : http://www.bpifrance.fr/Toutes-nos-solutions/Garanties-et-assurances/Garanties-aux-fonds-d-investissement/Garantie-des-fonds-propres

CB Insights. Le site est acessible sur le lien suivant : https://www.cbinsights.com/.

Cichostepski, Benjamin, Guillaume Vitrich, Orrick Rambaud Martel. "*Startups SAFE: l'instrument innovant dédié au financement en amorçage*". Les Rencontres d'experts Juin 2015. L'article est accessible sur le site Option Finance Droit & Affaires par le lien suivant : http://www.optionfinance.fr/droit-affaires/les-rencontres-dexperts/financement-des-pme/labondance-de-produits-est-elle-adaptee-

aux-besoins-des-pme/startups-safe-linstrument-innovant-dedie-au-financement-en-amorcage.html

Cohen, David. *Techstars Series AA Term Sheet*. Le document est accessible sur le lien suivant: https://www.docracy.com/28/techstars-series-aa-term-sheet

Communiqué de presse de SmartAngels et BNP Paribas du 5 Avril 2016 intitulé « *Première utilisation de la Blockchain en France au service du crowdfunding : BNP Paribas Securities Services et SmartAngels révolutionnent le financement des entreprises non cotées* ». Le document est accessible sur le lien suivant : http://securities.bnpparibas.com

Cotton, Emmanuel. *La Société de Capital risque : Caractères Juridiques et Fiscales*. L'article est accesible sur le lien suivant : http://www.pansard-associes.com/publications/audit-comptabilite/points-comptables-specifiques/capital-risque-juridiques-fiscales.htm

Craven, Mackey. « *How ever-higher valuations lead unicorns into a cycle of private capital dependency* » 2 Juin 2015. L'article est accessible sur le lien suivant: http://techcrunch.com/2015/06/02/how-ever-higher-valuations-lead-unicorns-into-a-cycle-of-private-capital-dependency/#.wn1vzh:m8pn

Création de la société de libre partenariat (SLP) ; L'AMF met à jour son règlement général et son instruction DOC-2012-06. Publié 9 Octobre 2015. http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Gestion-alternative/Creation-de-la-societe-de-libre-partenariat--SLP----l-AMF-met-a-jour-son-reglement-general-et-son-instruction-DOC-2012-06-.html

De Rosnay, Joël. *Ce que va changer la révolution informationnelle*. Le Monde Diplomatique, août 1996. L'article est accesible en ligne sur le lien suivant : https://www.monde-diplomatique.fr/1996/08/DE_ROSNAY/5711

DiChristopher, Tom. *Private tech bubble will end badly: Avalon's Kinsella*. Publié le 22 Mai 2015 7:28 am. L'article est acessible sur le lien suivant : http://www.cnbc.com/2015/05/22/private-tech-bubble-will-end-badly-avalons-kinsella.html

Dredge, Stuart . "*Facebook closes its $2bn Oculus Rift acquisition. What next?*" 22 July 2014. The Guardian technology. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.theguardian.com/technology/2014/jul/22/facebook-oculus-rift-acquisition-virtual-reality

Eversheds. "*MIFID II and SME growth markets : A new category of markets to facilitate access to capital for SMEs*" publié le 30 Juillet 2014 sur le lien suivant: http://www.eversheds.com/global/en/what/articles/index.page?ArticleID=en/Financial_institutions/MIFID_II_and_SME_growth_markets_-_a_new_category_of_markets

Freischlad, Nadine. "IPOs for startups in Indonesia 'one or two years' away, minister says." 14 Avril 2016. L'article est accessible sur le lien suivant: https://www.techinasia.com/udiantara-says-indonesia-technology-board-on-its-way

Google press blog. *Google Receives $25 Million in Equity Funding*. 7 publié 7 Juin 1999 L'article est accessible sur le lien suivant:

http://googlepress.blogspot.co.id/1999/06/google-receives-25-million-in-equity.html

Grabow, Jeff. « *The Mystery Money Creating The Unicorn Herd* » 26 Juilliet 2015. L'article est accessible sur le lien suivant: http://techcrunch.com/2015/07/26/the-mystery-money-creating-the-unicorn-herd/#.wn1vzh:wV2V

Howe, Jeff. *The Rise of crowdsourcing*, *Wired*, 14(6). Publié le 06 Janvier 2006. 12.00 p.m. https://www.wired.com/2006/06/crowds/

Kick Starter Oculus Rift. Oculus Rift: Step Into the Game. Le profile de la campagne de levée de fond cloturé est toujours accessible sur le lien suivant: https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game

La Commission Européenne. *Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Unleashing the potential of crowdfunding in the European Union*. Brussels 27.3.2014 COM (2014) 172 final. Le communiqué est accessible sur le site de la commission européenne par le lien suivant: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf

La Commission Européen. Communiqué de presse de la Commission Européen N° Statement/14/129 datant du 15 Avril 2014. *"Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Question"*. Le communiqué de presse est accessible sur le lien suivant: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-305_fr.htm

La Commission Européene. *Questions/réponses sur le plac d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux*. Le communiqué de presse publié par la commission européenne datant du 30 Septembre 2015 est

accessible sur le site de la commission européenne par lien suivant : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-5732_fr.htm?locale=fr

La Commission européenne. *Union des marchés des capitaux : Libérer le financement pour la croissance en Europe*. Les documents relatifs au plan d'actions sont acessibles sur le lien suivant : http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_fr.htm#action-plan

Lee, Aileen. "*Welcome to the Unicorn club, 2015: Learning from billion-dollar companies"*. July 18, 2015. L'article est accessible sur le lien suivant: http://techcrunch.com/2015/07/18/welcome-to-the-unicorn-club-2015-learning-from-billion-dollar-companies/#.wn1vzh:1UUg

Lejoux, Christine. Le crowdfunding français s'essaie à la blockchain. Publié le 5 Avril 2016 7.00. Le lien est acessible en ligne sur le lien suivant : http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/industrie-financiere/le-crowdfunding-francais-s-essaie-a-la-blockchain-561747.html

Lingam,Kiran. *The Reg A+ Bombshell: $50M Unaccredited Equity Crowdfunding Title IV takes Center Stage.* Publié le 25 Mars 2015 1.20 pm. L'article est acessible en ligne sur le lien suivant : http://www.crowdfundinsider.com/2015/03/65007-the-reg-a-bombshell-50m-unaccredited-equity-crowdfunding-title-iv-takes-center-stage/

Martin, Alexander. *The Wallstreet Journal. Japan Tech Hunts for Restart Button*. Tech News. 10 Avril 2016 3.30 pm. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.wsj.com/articles/japan-tech-hunts-for-restart-button-1460316601

McAfee, Andrew P. «*Entreprise 2.0 : The Dawn of emergent collaboration* », MIT Sloan, vol. 47, n°3,1 avril 2006. L'article est accessible sur le lien

suivant: http://sloanreview.mit.edu/article/enterprise-the-dawn-of-emergent-collaboration/

Nasdaq. "*Nasdaq Linq enables first-ever private securities issuance documented with blockchain technology*" datant du 30 Décembre 2015. L'article est accessible sur le lien suivant: http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=948326

Neiss, Sherwood. It might cost you $39K to crowdfund $100K under the SEC's new rules. Publié le 2 Janvier 2014 2:14 Pm. L'article est acessible sur le lien suivant : http://venturebeat.com/2014/01/02/it-might-cost-you-39k-to-crowdfund-100k-under-the-secs-new-rules/

Niall Mc Carthy. *"Which Industries Attract The Most Venture Capital?"* [Infographic] Forbes Business 27 Juin 2016. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.forbes.com/sites/niallmccarthy/2016/06/27/which-industries-attract-the-most-venture-capital-infographic/#7a96f3126778

https://pitchbook.com/newsletter/airbnb-issues-1b-in-debt-joining-uber-and-didi-as-weeks-billion-dollar-issuers

North American Securities Administrators Association. *NASAA's Coordinated Review Program Setting New Service Standards*. Public le 12 Février 2015. L'article est acessible sur le lien suivant : http://www.nasaa.org/34628/nasaas-coordinated-review-program-setting-new-service-standards/

O'reilly, Tim. *What is web 2.0, design, patterns and business models for the next generation software*, blog d'auteur, 30 septembre 2005. L'article est

accessible sur le lien suivant: http://www.oreilly.com/pub/a/web2/archive/what-is-web-20.html

Perlroth, Nicole. « *crowdfunder of the maker of oculus rift denounce a facebook buyout*" Mars 26, 2014. L'article est accessible sur le lien suivant : http://www.nytimes.com/2014/03/27/technology/crowdfunders-of-the-maker-of-oculus-rift-denounce-a-facebook-buyout.html?_r=0

Popper, Ben. "*The epic rise and fall of fab.com is finally complete*". 3 Mars 2015. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.theverge.com/2015/3/3/8140367/fab-acquired-pch-jason-goldberg

Raiten, Gregory. *500 Startups Announces 'KISS' (Keep It Simple Security).* Les documents sont accessibles sur le lien suivant: http://500.co/kiss/.

Rioux, Alain. BNP paribas teste le crowdfunding securisé grace à la blockchain. Publié le 5 Avril 2016. L'article est accessible en ligne par le lien suivant : http://www.larevuedudigital.com/bnp-paribas-teste-le-crowdfunding-securise-grace-a-la-blockchain/

Ruddick, Graham. *Roll-Royce may face break-up after activist hedge fuund reveals stake*. 31 Juillet 2015. TheGuardian version en ligne. Accedé en ligne le 18 août 2015 sur le lien: http://www.theguardian.com/business/2015/jul/31/rolls-royce-break-up-valueact-capital-stake

Sorin, David J. and Matthew E. Uretsky. Mc Carter & English Attorneys at Law. *Kiss the SAFE Goodbye? Another Alternative for Start-up Financing.* M&E Venture Capital and Emerging Companies Alert. May 2015. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.mccarter.com/KISS-

the-SAFE-Goodbye-Another-Alternative-for-Start-up-Financing-05-20-2015/

Susanto, Atik, Oentoeng Suria & Partners (in association with Ashurst LLP). *Venture Capital investment in Indonesia: market and regulatory overview*. Version per 1er Janvier 2016. http://us.practicallaw.com/9-621-6693

The Family & SB Avocats. *AIR (Accord d'Investissement Rapide)*. Les documents sont accessibles sur le lien suivant http://www.meetair.co/ ainsi que sur le lien suivant https://www.thefamily.co/air

The Wallstreet Journal. *Japan Tech Hunts for Restart Button*. Tech News. 10 Avril 2016. L'article est accessible sur le lien suivant: http://www.wsj.com/articles/japan-tech-hunts-for-restart-button-1460316601

TMX Bourse de Toronto – Bourse de croissance TSX. *Programme des sociétés de capital de démarrage*. L'article est acessible sur le lien suivant : https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/capital-pool-company-cpc-program

U.S Securities and Exchange Commission. Press Release 2015-49 SEC adopt rules to facilitate smaller companies access to capital. New rules provide investors with more investment choices. 25 Mars 2015. Le communiqué de presse est accessible sur le lien suivant: http://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-49.html

Wikipedia the free encyclopedia. *Startup financing cycle graphic*. Le graph est accesible sur le lien suivant: https://en.wikipedia.org/wiki/File:Startup_financing_cycle.JPG

wladawsky-Berger, Irving. The *Rise of the Platform Economy*. Février 12, 2016. The World Street Journal. L'article est accessible sur le lien suivant: http://blogs.wsj.com/cio/2016/02/12/the-rise-of-the-platform-economy/

Y Combinator. *SAFE (Simple Agreement for Future Equity) Financing Documents*. Publié en Février 2016. Les documents sont accessibles sur le lien suivant: https://www.ycombinator.com/documents/

Textes de Lois

Traités Internationaux et Droit Européen

La Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la Directive 2001/34/CE. JOUE L 390/38 datant du 31 Décembre 2004

Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Journal officiel des communautés européennes. JOUE N° L 141/27 du 11 Juin 1993

La directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 Juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatives et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010. JOUE L 174/1

Principes d'UNIDROIT relatifs aux contrats du commerce international 2010. Publié par l'Institut international pour l'unification du droit privé (UNIDROIT) Le texte est accessible sur le lien suivant :

http://www.unidroit.org/fr/instruments/contrats-du-commerce/principes-dunidroit-2010-fr

La proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens et le règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens datant du 14.7.2016 est accessible sur le site de Commission Européenne par le lien suivant http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/venture_capital/160714-proposal_fr.pdf

Droit National

Lois Françaises

Code Civil

Lois Américaines

Code of Federal Regulation (C.F.R)

Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act), Pub. L. NO. 112-106, 126 Stat. 306 (2012)

The Securities Exchange Act of 1934

Lois Indonésiennes

Régulation No. 34/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) concernant les visas opérationnelle et la structure de l'organisation de la société de capital risque

La régulation N° 36/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) sur le Règles de bonne conduite (*Good Corporate Governance)* des Sociétés de Capital Risque

La Régulation No. 34/POJK.05/2015 de l'autorité des Services Financiers Indonésien (*Otoritas Jasa Keuagan / OJK*) concernant les visas opérationnelle et la structure de l'organisation de la société de capital risque

Lois Chinoises

China Securities Regulatory Commission. En anglais. *Measures for the Administration of Initial Public Offering and Listing of Stocks* (2015 Amendment). Publié le 30 Décembre 2015. Le Texte en langue anglaise est accessible sur le site suivant: http://en.pkulaw.cn/display.aspx?cgid=262012&lib=law

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

Yusuf AUSIANDRA

École Doctorale
ED 101 Droit Science politique Histoire

L'évolution Institutionnelle du capital-risque dans l'environnement du Web 2.0 : Une étude comparative et Transdisciplinaire

Résumé

Le sujet développé dans cette thèse pose comme objectif de répondre à trois problématique résumables par une corrélation entre trois points principaux : (a) la relation entre l'usage des nouveaux outils des plateformes 2.0 dans l'intermédiation de la finance et l'émergence d'un nouvel archétype de financement ; (b) la distinction observée entre le capital-risque conventionnel et les financements opérant actuellement dans un environnement 2.0 et (c) l'approche optimale pour construire un environnement juridique modulé à l'évolution récente introduite par les outils 2.0 dans le financement de l'innovation. La recherche aborde la problématique en déconstruisant la dynamique institutionnelle de l'évolution économique contemporaine. Par cela la recherche tente de déterminer la nature et l'étendue des changements subis par l'économie en interaction constante avec le progrès technologique des nouvelles technologies d'information et de communication. La méthodologie du fond adoptée dans cette recherche fait partie de l'analyse économique de droit (*Law and Economics)*. Néanmoins, l'analyse est enrichie par une référence aux outils théorétiques du courant économique néo-institutionnaliste américain et la sociologie économique critique française. Cette transdisciplinarité permet ainsi de comprendre la nature de l'évolution d'une manière plus élaborée. Le fil conducteur de cette recherche réside dans le phénomène de la financiarisation de l'économie. Cette recherche supporte l'idée selon laquelle les bouleversements du format et fonctionnement économiques actuels sont majoritairement le résultat d'un double mouvement institutionnel de nature financière et technologique. La recherche identifie trois institutions de nature économique et juridique au cœur du modèle de financement de l'innovation américain: la gouvernance par la flexibilité contractuelle fondée sur la notion du *private ordering*, la liquidité financière et l'externalisation du processus de l'innovation par rapport à la firme. Une analyse comparative de différents cadres règlementaires portant sur le capital risque en vigueur à travers le monde confirme la centralité de ces trois institutions.

En conclusion de la recherche, il est ainsi nécessaire pour un Etat de reconnaître la nature institutionnelle du modèle de financement par lequel il compte supporter l'innovation. Pour le modèle de financement par capital-risque dominant aux Etats-Unis, un point d'équilibre entre d'une part un cadre règlementaire visant la protection des investisseurs et d'autre part des mesures favorisant la création de la liquidité financière devient indispensable. Néanmoins, l'oscillation règlementaire entre des mesures de support de liquidité et des règlements restrictifs reste en effet inévitable. L'évolution de la financiarisation de l'économie en alliance avec une concurrence pour l'innovation technologique ramènera les acteurs privés à assurer eux-mêmes la création de la liquidité. L'émergence des nouveaux types de contrats de financement par fonds propres allégés aux Etats- Unis (KISS contracts) puis reconfigurés pour le système juridique français (Contrats AIR) sert de preuve à cette hypothèse. La tâche la plus signifiante aujourd'hui pour les législateurs sera ainsi la création d'un ensemble de mesures protectrices contre les risques déraisonnables et démesurés. Ceci tout en assurant que les deux éléments irréductibles propres à l'institution du capital-risque – la spéculation conditionnelle et l'autonomie contractuelle – soient assurés par une marge de manœuvre suffisante requise pour supporter l'innovation.

Mots clés : capital risque, capital investissement, flexibilité contractuelle, financiarisation, internet, innovation, liquidité financière, NTIC, régulation

Résumé en anglais

The present doctorate research thesis attempts to resolve three correlated problematic summarized as following: (a) the relation between the use of new tools provided by the 2.0 platforms especially in the field of financial intermediation and the advent of a new financial archetype; (b) the difference between venture capital 2.0 and the conventional venture capital and (c) the concern over the utmost optimum approach in constructing a legal environment adapted to the current evolution introduced by the use of 2.0 tools in the financing of innovation. The research confronts the problematic by conducting a preliminary deconstruction of the ongoing institutional dynamic in regards to the current economical transformation. Subsequently, the research would attempt to define the nature and extent of the economical mutations in constant exposure to the new technologies in information and communication. This research fundamentally adopts a law and economics (L&E) analysis. In addition, the research would complement the traditional L&E analysis with further theoretical instruments by referral to the American neo-institutionnalist school of thought along with the French critical socio-economic theories. This transdisciplinarity would grant the possibility of attaining a more in-depth understanding of nature of the economical mutation. The central unifying theme throughout the research resides on the concept of financialization of the economy. The research attributes the major disruption in the form and functioning of contemporary economy to an institutional financial and technological wave of change. The research identifies three economical and legal institutions residing at the core of the American financing of innovation model: the governance through contractual flexibility based on the notion of "private ordering", financial liquidity and the externalization of the innovation process. A comparative analysis of different venture capital regulatory framework in various national jurisdictions confirms the major importance of the three stated institutions. In sum, the institutional nature of the financing model adopted by the government in support of innovation should be fully considered by national governments. For the case of the US venture capital model, an equilibrium point should be attained between two main regulatory framework objectives: the protection of investors and the creation of financial liquidity. A regulatory oscillation between liquidity creation and regulation would always prevail. Nonetheless, the financialization of the economy in conjunction with IT innovation would oblige private actors to maintain the creation of financial liquidity through private initiative. The emergence of new types of simplified equity financing model contracts such as the KISS contracts and the French variant, AIR contracts confirms this statement. Legislators would have to provide protection against unreasonable risk taking while ensuring that the two main elements of venture capital rest unhindered: conditional speculation and sufficient contractual autonomy to support innovation.

Key words: venture capital, private equity, contractual flexibility, financialization, internet, innovation, financial liquidity, IT, regulation