

Introduction

Le capital-risque occupe une place singulière dans l'écosystème entrepreneurial. À la frontière entre finance, stratégie et accompagnement opérationnel, il cristallise à la fois de nombreux espoirs et beaucoup de fantasmes. Pour certains entrepreneurs, il représente un passage obligé vers l'hypercroissance ; pour d'autres, un univers opaque, réservé à quelques initiés, dont les règles semblent changeantes et parfois arbitraires.

Cette ambivalence tient en grande partie à une méconnaissance du fonctionnement réel du capital-risque. Trop souvent, les fondateurs abordent une levée de fonds avec une vision partielle, voire idéalisée, de ce que font réellement les investisseurs, de leurs contraintes, de leurs objectifs et de leurs logiques de décision. Ils se focalisent sur le pitch, la valorisation ou le *closing*, sans toujours maîtriser le cadre plus large dans lequel ces éléments prennent sens.

Ce livre est né de ce constat. Il ne s'adresse ni aux rêveurs en quête de financements miracles ni aux puristes de la théorie financière. Il s'adresse à celles et ceux qui souhaitent comprendre le capital-risque tel qu'il est pratiqué, avec ses règles explicites et implicites, ses asymétries, ses biais, mais aussi sa cohérence interne.

L'ambition de cet ouvrage n'est pas de fournir une recette universelle pour lever des fonds, mais de donner au lecteur des grilles de lecture solides, applicables dans la durée. Comprendre comment s'est construit le capital-risque, comment les fonds fonctionnent, comment les décisions se prennent, et pourquoi certaines levées échouent là où d'autres réussissent.

Structuré en trois parties complémentaires, ce livre propose une progression volontairement logique. La première pose les fondations en revenant sur l'histoire, les mécanismes et les acteurs du capital-risque. La deuxième

décrypte les règles invisibles du VC Game¹, ces dynamiques informelles qui influencent fortement les décisions d'investissement. La troisième, enfin, se concentre sur l'action, en proposant des outils et des conseils concrets pour aborder une levée de fonds de manière plus rigoureuse et plus stratégique.

1. Le VC Game : littéralement le « jeu du venture capital », désigne les règles, les objectifs et les contraintes des investisseurs. Peu connu des entrepreneurs, il explique les malentendus fréquents entre ces deux acteurs.

Partie 1

LE CAPITAL-RISQUE FRANÇAIS : COMPRENDRE SES FONDATIONS AVANT D'ENTRER DANS LE GAME¹

Avant de chercher à convaincre un investisseur, encore faut-il comprendre le terrain sur lequel cela va se jouer. C'est tout l'objet de cette première partie : poser les fondations. Trop de fondateurs se lancent dans une levée de fonds en ne maîtrisant qu'à moitié les ressorts du capital-risque, confondant parfois VC, *business angel*, fonds de *growth*², ou *private equity*³. Ils abordent un jeu complexe avec des règles qu'ils découvrent sur le tard. Et bien souvent, cela leur coûte cher : temps perdu, erreurs de ciblage, incompréhensions mutuelles, frustration.

La France dispose aujourd'hui d'un écosystème du capital-risque actif, structuré, mais encore très codifié. Il repose sur des mécanismes précis, des

1. Game : le jeu, en référence au VC Game, cf. partie 2.

2. Fonds d'investissement finançant les phases de croissance des start-ups.

3. Fonds finançant les phases de développement des sociétés rentables.

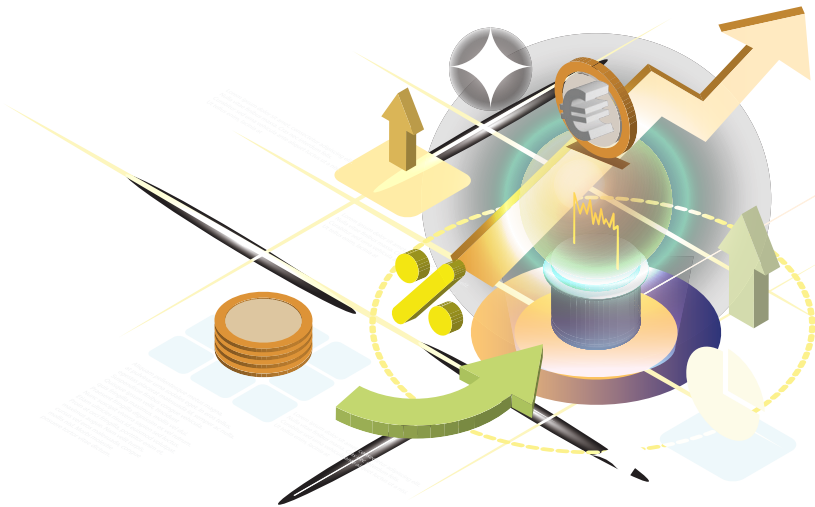
acteurs bien définis, des temporalités spécifiques, et une culture financière qui tranche parfois avec celle des entrepreneurs qu'il est censé financer.

Cette première partie propose donc de décrypter les grands repères du *venture capital* en France :

- Son histoire et sa singularité culturelle.
- Sa place dans la grande famille du capital-investissement.
- Ses différents visages : du fonds d'amorçage public au fonds *growth* paneuropéen.
- Son fonctionnement interne : qui gère l'argent, comment, et selon quelles règles.
- Et enfin, les écarts culturels qui persistent entre investisseurs et fondateurs français ?

Ces cinq chapitres ne donnent pas encore les clés pour réussir une levée ni pour décrypter le *VC Game*, mais ils permettent de construire un socle solide de compréhension, sans lequel toute démarche de financement reste fragile.

Comprendre le capital-risque, c'est saisir un outil puissant, exigeant, souvent méconnu, et surtout très structurant dans la vie d'une entreprise. Avant de se lancer dans une levée, il faut savoir ce qu'on cherche vraiment... et à qui l'on va le demander.



Chapitre 1

Origines et histoire du capital-risque : l'exception française ?

Avant d'être un univers codifié de fonds spécialisés et de levées de fonds spectaculaires, le capital-risque est d'abord une réponse ancienne à une question intemporelle : comment financer l'inconnu ?

Quand on évoque le capital-risque, les images qui viennent spontanément à l'esprit sont presque toujours les mêmes : la *Silicon Valley*, les start-ups technologiques, les levées de fonds spectaculaires et une poignée d'investisseurs devenus figures emblématiques de l'innovation mondiale. Cette représentation, largement façonnée par le modèle américain, masque pourtant une réalité bien plus ancienne, plus complexe et surtout très différente selon les contextes culturels et économiques.

Le capital-risque n'est pas né avec le numérique, ni même avec la technologie au sens moderne du terme. Il s'inscrit dans une histoire longue du

financement du risque, étroitement liée à l'émergence de l'entrepreneuriat, à la prise de pari sur l'avenir et à la capacité de certains acteurs à accepter l'incertitude en échange d'un potentiel de création de valeur élevé. Comprendre cette trajectoire historique permet de mieux saisir pourquoi le capital-risque fonctionne aujourd'hui selon des règles spécifiques, et pourquoi ces règles ne se sont pas imposées de la même manière partout.

La France, en particulier, constitue un cas à part. Son rapport au risque, à l'échec, à l'intervention publique et au financement de l'innovation a profondément influencé la manière dont le capital-risque s'y est développé. Plus tardivement que dans le monde anglo-saxon, souvent sous l'impulsion de l'État, et avec des caractéristiques culturelles propres, le modèle français s'est construit par strates successives, parfois de manière chaotique, mais non sans cohérence.

Ce premier chapitre propose donc un retour aux sources, pour comprendre les grandes étapes, les ruptures et les spécificités qui expliquent la physiologie actuelle du capital-risque, et en particulier ce que l'on peut qualifier d'« exception française ». Car avant de décrypter les pratiques contemporaines des fonds, il est indispensable de savoir d'où elles viennent.

La naissance du venture capital

Si le capital-investissement recouvre un large spectre d'activités financières – allant du LBO (*leveraged buy-out*¹) au capital-transmission en passant par le capital-développement, le **venture capital** ou **capital-risque** en constitue une branche bien spécifique, dotée de ses propres codes, logiques et temporalités.

Il ne suffit pas d'investir dans une entreprise non cotée pour faire du VC. Ce qui fait la spécificité de cette classe d'actifs, c'est l'ensemble de conditions qui l'entoure : le niveau de risque extrêmement élevé, l'asymétrie d'information massive au moment de l'investissement, l'absence de rentabilité immédiate, mais aussi l'ambition d'une croissance rapide et exponentielle, généralement dans des secteurs technologiques ou de rupture.

1. LBO : opération de rachat d'une entreprise grâce à l'effet de levier bancaire.