

Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français*

Philippe DESBRIERES
Université de Bourgogne

Géraldine BROYE
Université de Strasbourg 3

Correspondance :

Philippe Desbrières
IAE Dijon, 2 boulevard Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon
Tél. : 03.80.39.54.91 ; Fax : 03.80.39.54.88
Email : Philippe.Desbrieres@u-bourgogne.fr

Résumé : Cet article étudie les critères utilisés par les investisseurs en capital français pour sélectionner et évaluer leurs cibles, pour la plupart non cotées. Dans un contexte d'asymétrie informationnelle, l'information et les méthodes d'évaluation utilisées sont très spécifiques. Les pratiques des investisseurs français sont dans la mesure du possible confrontées à celles de leurs homologues anglo-saxons.

Mots clés : capital-investissement – évaluation – sociétés non cotées.

Abstract : This article studies French venture capitalists' screening and valuation process of investments in unquoted companies. Due to information asymmetry problems, data and valuation methods used are very specific. French, American and English practices of ventures capitalists are also compared.

Key words : venture-capital – valuation – unlisted companies.

* Les auteurs remercient les arbitres pour leurs commentaires et suggestions.

Les investisseurs en capital risque ou capital-investisseurs (ci-après CI) procèdent à une évaluation extensive avant d'investir dans les fonds propres d'une entreprise. Par delà la traditionnelle analyse des comptes sociaux, ils cherchent à minimiser le risque de leur investissement en collectant des informations extra-comptables et qualitatives comme le degré d'expertise des entrepreneurs, les caractéristiques des produits et leur potentiel de marché... L'existence de probables conflits d'intérêts, provenant notamment de l'asymétrie informationnelle caractérisant la relation entre le CI et la firme, souligne l'importance de la sélection des projets¹. V. Fried, R. Hisrich [1994] et L. Steier, R. Greenwood [1995] ont montré le caractère itératif du processus de collecte et de traitement de ces informations pour les CI anglo-saxons. La première étape consiste à évaluer si un projet satisfait à leurs critères d'investissement selon la catégorie (démarrage, expansion...), le secteur d'activité ou le montant du projet à financer. Il s'agit alors de se prononcer sur la viabilité *a priori* du projet. Une évaluation formelle de la cible est ensuite effectuée uniquement si le projet est retenu après ce premier test [M. Wright, K. Robbie 1996]. Cet article est consacré à l'étude des critères utilisés par les CI pour sélectionner et évaluer leurs projets d'investissements.

D'autres agents économiques procèdent également à des évaluations d'entreprises. C'est le cas des banquiers d'affaires lorsqu'ils déterminent le prix d'introduction en bourse ou le prix des offres publiques, des analystes financiers qui publient leur conseil de gestion de portefeuille en fonction de la sur ou de la sous-évaluation théorique des actions². Le processus d'évaluation des CI diffère à plus d'un titre de celui retenu dans les contextes précédents, les projets d'investissement sur lesquels ils se prononcent étant souvent très risqués, notamment à cause du faible niveau de développement de la firme, de l'absence de perspective historique ou du degré d'innovation de ses produits et/ou marchés. De plus, ces sociétés n'étant pas cotées sur un marché boursier, l'informa-

¹. Pour une récente revue de la littérature, lire D. Muzyka et al. [1996].

². J. Arnold, P. Moizer [1984] ; R. Pike et al. [1993].

tion publique est très limitée. La présente étude s'intéresse à cet aspect négligé par les précédents travaux.

L'évaluation des projets d'investissement effectuée par les CI conditionne largement le nombre d'actions qu'ils vont recevoir en rémunération de leurs apports et finalement leur taux de rentabilité effectif. Elle est tout aussi importante pour les entrepreneurs, car une évaluation trop basse diluerait par trop leur participation financière et leur pouvoir dans la firme. De plus, lorsqu'ils connaissent le processus et les critères d'évaluation des CI, les entrepreneurs sont plus à même de fournir les informations requises par ces investisseurs.

L'industrie française du capital-investissement s'est fortement développée durant la dernière décennie et se situe désormais au troisième rang mondial derrière les États-Unis et le Royaume-Uni. Cet essor rend possible une approche structurée du comportement des investisseurs. L'objectif de cet article est de parvenir à une plus grande connaissance du processus par lequel les CI sélectionnent et évaluent leurs investissements dans les firmes françaises non cotées, et de mettre en avant d'éventuelles différences avec les pratiques de leurs homologues anglo-saxons. La première partie est consacrée au cadre théorique de la sélection et de l'évaluation des sociétés non cotées par les CI. La seconde partie présente la méthodologie et l'échantillon utilisés, ainsi que les résultats obtenus. L'article conclut en introduisant des éléments de comparaisons internationales et en soulignant certaines implications pratiques.

1. Cadre théorique de la sélection et de l'évaluation des projets par les investisseurs en capital

Lorsqu'ils étudient un projet, les capital-investisseurs (CI) sont confrontés à un problème de sélection contraire vis-à-vis du projet lui-même et à un risque moral concernant le dirigeant de la firme considérée [W. Sahlman 1990 ; R. Amit et *al.* 1993]. Ces problèmes sont d'autant plus importants que, comme dans le cas présent, la société n'est pas cotée en bourse et est peu soumise à des contraintes légales de publication d'informations. Les CI peuvent limiter ces risques, *a priori*, en procédant notamment à une étude approfondie du projet. Les modes de ré-

gulation *a posteriori* reposent essentiellement sur un contrôle rigoureux de l'évolution de la performance de la firme et du comportement des entrepreneurs. C'est dans la gestion *ex ante* du risque de sélection contraire que se situe notre étude. Nous nous intéressons dans un premier temps aux critères utilisés par les CI pour sélectionner leurs projets d'investissement. Les différentes méthodes d'évaluation des projets concurrents font ensuite l'objet d'une étude spécifique. Enfin, nous étudions dans quelle mesure la structure de propriété des CI influence le choix de ces critères et méthodes.

1.1. La sélection des projets d'investissement

Cette section est consacrée à la première étape du processus pouvant conduire le CI à investir dans les fonds propres d'une entreprise. Il s'agit pour lui d'estimer si ses critères d'investissement sont *a priori* satisfaits selon le stade ou profil (démarrage, expansion, *leverage buy-out*³ – ci-après LBO –, remplacement⁴), le secteur d'activité ou le montant du projet étudié [V. Fried, R. Hisrich 1994 ; L. Steier, R. Greenwood 1995].

Les travaux réalisés sur les critères de sélection des projets d'investissements des CI, relevant initialement d'approches essentiellement descriptives des variables prises en compte, se sont progressivement attachés à évaluer leur importance relative. Par exemple⁵, I. MacMillan et al. [1985] montrent qu'une des sources d'information les plus importantes est le dossier qui inclut les projections des entrepreneurs sur la firme et qui présente la structuration technique, juridique, économique et financière du projet (les investisseurs anglo-saxons nomment ce dossier : *business plan*). I. MacMillan et al. [1988] montrent par ailleurs que le

³. Le LBO est une acquisition d'entreprise *via* la création d'un holding endetté. Il s'agit d'un *leverage management buy-out* lorsque l'opération est réalisée par les dirigeants et cadres de la firme reprise, et d'un *leverage management buy-in* lorsque les repreneurs viennent de l'extérieur.

⁴. L'investissement de remplacement consiste à racheter la participation (majoritaire ou minoritaire) cédée par des fondateurs de la société ou par d'autres CI.

⁵. Le lecteur peut aussi se reporter à A. Bruno, T. Tyebjee [1985] ; I. MacMillan et al. [1987] ; J. Hall, C. Hofer [1993] ; J. Rah et al. [1994].

degré d'expertise et l'expérience des entrepreneurs sont des critères de sélection particulièrement importants, qui dominent ceux relatifs aux marchés et aux produits de la firme. V. Fried et *al.* [1993] trouvent que les investisseurs en capital recherchent davantage la capacité d'absorption du marché que des taux de rentabilité potentiels élevés et une sortie rapide.

Malgré leur intérêt, ces études sont critiquables car, étant focalisées essentiellement sur le financement d'activités en phase de démarrage, leurs résultats ne peuvent être généralisés aux autres stades ou profils d'investissement (expansion, LBO, remplacement). Sur la base de cette critique, V. Fried, R. Hisrich [1994] ont recouru à une analyse détaillée du processus adopté par les CI dans des cas spécifiques relevant de l'ensemble des stades ou catégories d'investissement. Ils concluent qu'avant de procéder à une évaluation détaillée des différents projets, les capital-investisseurs procèdent à une première sélection sur la base de trois critères : (1) la viabilité et l'innovation du projet ; (2) le cursus des dirigeants et leurs qualités en termes d'intégrité et de *leadership* ; (3) la rentabilité espérée du projet et les possibilités de sortie. B. Elango et *al.* [1995] ont testé si l'utilisation d'informations extra-comptables varie en fonction du stade d'investissement. Les auteurs montrent que les investisseurs intervenant dans les stades avancés sont davantage intéressés par la capacité d'absorption de la production par le marché alors que les CI intervenant en phase de démarrage le sont surtout par les caractéristiques de la gamme des produits et par la croissance de leurs marchés, en particulier si la firme évolue dans un secteur technologique sur lequel peu d'informations pertinentes sont connues (notamment sur les marchés potentiels des produits).

L'étude récente de D. Muzyka et *al.* [1996] souligne, quant à elle, que les CI réalisent des arbitrages entre les différents critères dans leur processus de sélection des investissements, pratique que les précédentes études n'ont pas prise en compte. Sur la base d'une analyse conjointe, les auteurs trouvent que, parmi tous les critères requis *a priori*, les investisseurs en capital accordent la plus grande attention aux caractéristiques de l'équipe de dirigeants et aux caractéristiques financières et de produits/marchés du projet considéré. Ces résultats sont

corroborés par M. Wright, K. Robbie [1996] qui montrent que les CI investissant dans les sociétés britanniques non cotées procèdent à un examen détaillé et minutieux de tous les aspects de l'affaire, et accordent un grand intérêt au *curriculum vitae* des dirigeants, à des discussions avec les entrepreneurs et le personnel, et donnent une part importante à l'information non publiée (sur les ventes, le marketing, la capacité de production...) et à caractère subjectif (degré d'implication et potentiel des entrepreneurs...).

Il ressort de ces différentes études que les CI anglo-saxons sélectionnent fondamentalement leurs investissements sur la base du *business plan* puis sur d'autres informations relatives aux caractéristiques des dirigeants, des produits et marchés de la firme. Cette rationalité sera vérifiée dans le cas français si la proposition suivante est validée :

PI : Dans leur processus de sélection des projets d'investissement, les CI français accordent la plus grande importance au *business plan*, puis aux caractéristiques des dirigeants et à celles des produits et marchés de l'entreprise à financer.

De plus, divers éléments tels que des contraintes budgétaires et de temps, ainsi que d'autres facteurs situationnels, peuvent influencer directement le processus de *due diligence*⁶ durant la phase de sélection des projets d'investissement [M. Harvey, R. Lush 1995]. Il peut être en effet difficile d'obtenir suffisamment d'informations pertinentes et de qualité, et ce dans des délais satisfaisants, particulièrement lorsque la société cible est de petite taille. Les entrepreneurs peuvent aussi, volontairement ou non, procéder à la rétention d'informations importantes ou communiquer aux CI une version déformée de faits majeurs [W. Sahlman 1990 ; R. Amit et al. 1993]. L'accroissement du coût de la *due diligence*, relativement au montant investi, et du temps nécessaire à l'établissement de celle-ci peuvent nuire à la réalisation de la

⁶. La *due diligence* est une procédure concertée par laquelle l'acquéreur cherche à définir la valeur de l'entreprise grâce à un audit complet (financier, technique, commercial, des systèmes d'information et de contrôle...) et par l'obtention d'in-

transaction⁷ [K. Robbie, M. Wright 1996]. Or, M. Wright, K. Robbie [1996] ont montré par ailleurs que les données comptables (passées et prévisionnelles) constituaient l'élément le plus important dans le rapport de *due diligence* des CI britanniques. On peut alors s'attendre à ce que les capital-investisseurs français accordent une plus grande importance aux rapports certifiés émis par des auditeurs indépendants qu'aux informations comptables non certifiées, notamment celles fournies par l'équipe managériale. Cette préférence devrait être d'autant plus marquée que le projet est fortement innovant ou est réalisé sur un marché où les données historiques sont rares et les prévisions difficiles à réaliser. Il en résulte la proposition suivante :

P2 : Lors de la sélection de leurs projets d'investissement, les CI français accordent une plus grande importance aux rapports certifiés émis par des auditeurs ou comptables indépendants qu'aux documents comptables non certifiés.

1.2. *L'évaluation des investissements en capital*

Après avoir présélectionné un certain nombre de projets d'investissement satisfaisant des critères déterminés en fonction de leur stade ou profil (démarrage, développement, LBO, remplacement), de leur secteur d'activité ou de leur montant, les CI procèdent à une évaluation formelle de chacun des projets réputés viables afin de procéder au choix définitif.

Bien qu'il soit difficile d'établir une classification incontestable, on peut regrouper les différentes techniques d'évaluations en trois catégories : les méthodes fondées sur l'actualisation des flux futurs (*cash-flows*, dividendes) ; les méthodes comptables (coûts historiques, valeur de remplacement ou de liquidation des actifs) ; et les méthodes fondées sur des usages sectoriels (multiples de chiffre d'affaires, de résultat d'exploitation ou de profit après impôt, prix de transactions récentes...).

formations complémentaires auprès des dirigeants et de leurs conseillers (se reporter à M. Harvey, R. Lusch [1995] pour un exposé détaillé).

⁷. C'est pourquoi selon ces auteurs apparaissent des équipes managériales composées de dirigeants internes et externes et des LBO dirigés par des CI afin d'assurer une négociation directe entre vendeurs et investisseurs.

Seules les premières trouvent une justification théorique au vu de la théorie financière traditionnelle [T. Copeland, J. Weston 1983]. Elles ont l'intérêt de ne pas porter sur des données historiques (difficiles à obtenir dans certains cas : démarrage...), mais posent la question de la fiabilité des prévisions en cas d'environnement fluctuant. Pour limiter ce problème, ces dernières peuvent être soumises à une analyse de sensibilité par les parties en présence, l'entrepreneur et ses conseils ainsi que le capital-investisseur, en tenant compte de l'incidence anticipée d'autres informations (relatives à l'environnement économique, au projet lui-même...) sur la performance⁸.

Il a récemment été montré que l'approche en termes « d'options réelles » pouvait être adaptée pour évaluer les sociétés nouvelles et risquées, dont une part substantielle de la valeur proviendrait d'opportunités d'investissement [A. Dixit, R. Pindyck 1995]. Dans l'environnement du capital-investissement, il existe deux sortes d'options intégrées dans les projets étudiés. Premièrement, l'investissement dans une société crée l'opportunité d'investir ultérieurement, si nécessaire, et de bénéficier de la croissance future. Le second type d'option tient aux caractéristiques mêmes des firmes. Les investissements en R&D ou la connaissance spécifique de ces dernières peuvent favoriser la réalisation de *cash-flows* excédant très largement la mise de fonds initiale. Bien que prometteuse en théorie, l'approche à partir des options réelles est peu connue des praticiens (notamment des CI) et est problématique à utiliser compte tenu des hypothèses qui doivent être faites et de la difficulté à estimer les *cash-flows* futurs attachés aux options d'investissement. En conséquence, cette approche ne sera pas davantage considérée dans cet article.

Les techniques classiques d'évaluation sont alimentées par les données comptables et financières regroupées dans le *business plan* trans-

⁸. Un autre inconvénient de ces méthodes fondées sur l'actualisation tient au fait que lorsque l'horizon d'investissement est court, une part importante de la valeur du projet dépend de sa valeur résiduelle. Cette dernière est très sensible au taux de croissance de la firme anticipé après la sortie du CI. Une modification substantielle de celle-ci peut avoir un lourd impact sur la valeur estimée de la société.

transmis par les entrepreneurs aux CI. Au Royaume-Uni, les critères d'évaluation les plus utilisés par ces derniers reposent sur des multiples de bénéfices, particulièrement lors d'investissements dans les stades avancés [M. Wright, K. Robbie 1996]. Ces investisseurs ont toutefois davantage recours aux techniques d'évaluation fondées sur l'actualisation de *cash-flows* futurs, relativement aux méthodes patrimoniales ou comptables, que ceux intervenant dans les fonds propres de firmes cotées [cf. J. Arnold, P. Moizer 1984 ; R. Pike et *al.* 1993]. L. DeAngelo [1980] a, quant à elle, montré que pour l'évaluation de firmes candidates à des LBO, les CI utilisent une large panoplie d'informations et de techniques afin de produire une fourchette de valeur dans laquelle un prix de transaction acceptable peut être négocié. D'une manière générale, l'utilisation de méthodes variées (fondées sur l'actualisation de flux futurs, sur des usages sectoriels, méthodes comptables) peut s'expliquer par le fait que le CI est soumis à un fort risque de sélection contraire et par l'existence de facteurs spécifiques à l'investissement considéré, notamment l'information comptable non publiée et l'information qualitative ou subjective collectée dans la procédure de *due diligence*. D'où la proposition suivante :

P3 : Comme leurs homologues anglo-saxons, les CI français devraient recourir à une palette étendue de méthodes d'évaluation des entreprises dans lesquelles ils envisagent d'investir.

Parmi les différentes méthodes d'évaluation présentées *supra*, on peut supposer que les CI utiliseront peu les méthodes fondées sur les dividendes futurs du fait des faibles distributions généralement offertes aux capital-investisseurs, leurs montages financiers étant davantage axés sur la réalisation de plus-values à moyen terme⁹.

⁹. Tel est typiquement le cas des LBO [cf. P. Desbrières 1995] ou des investissements de démarrage nécessitant un fort taux d'autofinancement d'une croissance future.

P4 : Les CI français ne devraient pas utiliser les méthodes fondées sur le rendement en dividendes pour évaluer les entreprises dans lesquelles ils envisagent d'investir.

En pratique, l'évaluation des projets est un préalable au calcul du taux de rentabilité interne (ci-après TRI), la mesure classique de performance utilisée par les CI, et au choix d'une structure de financement appropriée. Se pose alors la question de la détermination du taux d'acceptation ou de rejet du projet. La théorie financière stipule que la rentabilité exigée d'un investissement est fonction de son niveau de risque non diversifiable. Les conditions économiques générales devraient donc affecter le taux de rentabilité requis. Plus précisément, selon le MEDAF, il devrait être lié positivement au taux d'intérêt sans risque (pour un terme correspondant à l'horizon de l'investissement) et à la différence entre le taux de rentabilité espérée pour le portefeuille de marché et le taux sans risque. Cette prime est elle-même pondérée par le bêta ou risque systématique (non diversifiable) du projet ou de la firme à financer. Comme ils constituent des portefeuilles d'investissements en fonds propres, les CI ne devraient considérer que ce risque non diversifiable. Toutefois, les montants investis représentent souvent une part significative des ressources dont disposent les CI, ce qui limite leur capacité de diversification [R. Robinson 1987] et leur fait supporter un risque spécifique non diversifiable [K. Schilit 1993]. Ainsi, les CI devraient en fait accorder une attention particulière aux informations relatives au projet et aux caractéristiques (notamment économiques et financières) influençant son risque spécifique, et exiger une prime de risque supérieure à celle théoriquement exigible dans le cadre du MEDAF (i.e. lorsque les investissements sont parfaitement diversifiables). À ceci s'ajoute le fait que l'asymétrie informationnelle existant entre les CI et les entrepreneurs, et le risque moral qui en découle, font que les premiers sont tentés d'accroître la prime de risque exigée, ce qui a pour effet de réduire

la valeur de la firme et, par conséquent, le taux de participation des seconds¹⁰.

Une part importante des informations collectées lors de la phase de présélection (cf. hypothèse 1) ont nécessairement pour objet d'évaluer le risque du projet étudié. On peut penser *a priori* que celles relatives à la qualité de l'équipe managériale (expérience passée et compétences des dirigeants ainsi que leur niveau d'implication, notamment financière, dans le projet) et des marchés de la firme tiennent une part essentielle dans l'évaluation de ce risque et donc du taux de rentabilité requis par les CI.

P5 : Lorsqu'ils sont jugés insuffisants, l'investissement en capital humain spécifique au projet et le taux de participation financière des dirigeants ainsi que la qualité des marchés de l'entreprise constituent les facteurs de risque essentiels des projets étudiés par les CI français.

M. Wright, K. Robbie [1996] ont de plus mis en évidence un déterminant essentiel du taux de rentabilité exigé par les CI britanniques. Les auteurs trouvent en effet une grande dispersion du TRI requis selon le stade d'investissement envisagé, par exemple de 46 % à 55 % pour les investissements de démarrage (qui supportent la plus grande asymétrie informationnelle et les plus forts taux d'échec) contre une fourchette de 31 à 35 % pour les LMBO (opérations généralement réalisées sur des sociétés caractérisées par une assez forte récurrence de leurs profits avec une forte implication financière de leurs *managers*). D'où la proposition suivante :

P6 : Les CI français devraient requérir un taux de rentabilité fonction du stade de développement (démarrage, expansion, LBO, remplacement) du projet qu'ils envisagent de financer.

Enfin, les modalités de financement du projet peuvent aussi affecter le TRI requis. Indépendamment de son évaluation au sens classique du

¹⁰. Ce problème peut être réglé par la création de *stock-options* qui inciteront les dirigeants-entrepreneurs à maximiser la performance financière de la firme [J. Chua, R. Woodward 1993 ; P. Desbrières 1991, 1997].

terme et dans un contexte de non-séparabilité des décisions d'investissement et de financement¹¹, un projet peut être plus ou moins attractif selon sa structure de financement, celle-ci pouvant conditionner la capacité du CI à atteindre le taux de rentabilité requis. E. Norton, B. Tenenbaum [1992] trouvent à ce titre que le recours à l'endettement pour financer un projet dans lequel interviennent des CI est conditionné par : des anticipations favorables sur la capacité bénéficiaire de la firme ; l'existence d'actifs susceptibles de faire l'objet d'un nantissement ; une faible sensibilité du chiffre d'affaires aux cycles économiques ; le fait que l'investissement corresponde à un stade avancé (LBO, remplacement). M. Wright, K. Robbie [1996] montrent aussi que les événements les plus susceptibles de provoquer un ajustement du TRI requis relèvent d'une évolution significative, par ordre d'importance, de l'horizon de l'investissement, des conditions de marché propres au projet, des conditions économiques générales, du (des) secteur(s) d'activité de l'entreprise, du taux d'endettement du montage financier.

P7 : Une variation significative de nombreux facteurs (secteur d'activité et marchés de la firme, horizon de l'investissement, taux d'endettement du montage financier...) influencera le TRI requis par les CI français.

¹¹. Compte tenu du degré d'asymétrie informationnelle qui caractérise leurs relations avec les firmes financées et des risques (sélection contraire et risque moral) qui en résultent, les capital-investisseurs supportent des coûts de transaction d'autant plus élevés qu'ils doivent mobiliser d'importantes compétences en matière de sélection des entreprises et de contrôle de leurs investissements, qu'ils financent des projets non redéployables et spécialisés, et que leur portefeuille est peu diversifié. La spécificité de leurs investissements et de la relation contractuelle qui les sous-tendent font que les fonds propres ainsi apportés sont peu duplicables (relativement à ceux mobilisés sur le marché boursier) et que l'hypothèse admise par le courant de la finance d'entreprise traditionnelle concernant la séparabilité des décisions d'investissement et de financement n'est pas respectée.

1.3. *L'incidence de la structure de propriété des CI*

Il nous reste à étudier dans quelle mesure la structure d'actionariat ou le degré d'indépendance des CI, peut avoir une influence sur leur choix de critères de sélection et de méthodes d'évaluation.

On peut en effet distinguer les CI captifs (filiales d'une institution financière ou d'une entreprise industrielle ou commerciale) des CI indépendants. Si ces derniers peuvent être supposés, conformément à la théorie, maximiser leur rentabilité pour un niveau de risque accepté, il n'en va pas forcément de même pour les autres CI. D'autres arguments que la rentabilité directe de l'investissement considéré peuvent entrer en compte. Par exemple, les CI du secteur public peuvent rechercher la création d'emplois dans certains secteurs d'activité ou dans certaines entreprises « favorisées ». Le CI filiale de banque espérera, *via* son investissement dans une firme, que celle-ci recourra davantage aux produits et services du groupe bancaire, notamment en matière de gestion des risques de taux d'intérêt, de change ou lors de la transmission future de l'entreprise... Les CI filiales de sociétés industrielles permettront à leur groupe de tirer un avantage informationnel de leurs investissements dans des firmes de haute technologie, obtenir des licences de production, des droits de commercialisation... [S. Manigart, C. Struyf 1997]. La structure de propriété des CI est donc susceptible d'influencer la nature de leurs investissements conformément à la proposition suivante :

P8 : Relativement aux CI captifs, les CI indépendants devraient significativement concentrer leurs investissements dans les projets conduisant a priori à la plus grande rentabilité directe, comme par exemple les LBO¹².

¹². En France, la rentabilité du capital investissement est variable. Les activités les plus rentables sont les LMBO/LMBI (capital transmission) et le rachat de positions minoritaires (TRI respectivement supérieur à 35 % et à 40 % pour les sorties (sous forme de cession ou de sinistre) réalisées de 1978 à 1993/1994 (étude Afic - Ernst & Young 1995). Le capital risque et le capital développement réalisent un TIR plus modeste (respectivement 5 % et 17 %).

Cette proposition implique que les CI indépendants, davantage centrés sur les variables qui conditionnent directement et quasi-exclusivement la rentabilité de leurs investissements, devraient ne pas se limiter aux données comptables et, plus encore, que les CI captifs, mobiliser d'autres informations sur les ventes, les produits, les techniques et la capacité de production... pour formuler leurs anticipations sur les conditions futures d'exploitation de la firme à financer.

P9 : Dans leur processus d'évaluation, les CI indépendants devraient accorder une plus grande importance que les CI captifs aux informations extra-comptables.

De plus, les CI filiales de banques et compagnies d'assurances (publiques ou privées) et de sociétés industrielles n'ont pas à lever de ressources propres, alors que les CI indépendants doivent structurer leurs ressources, provenant notamment de fonds de pension, d'investisseurs étrangers... dans des fonds à durée limitée. Les CI indépendants cherchent donc davantage à s'impliquer dans le financement de projets permettant la réalisation d'une plus-value sur une durée correspondant à un horizon spécifié (la durée de vie du fonds d'investissement) plutôt que la perception de dividendes ou la réalisation de plus-value sur longue période. La structure d'actionnariat des CI devrait donc déterminer l'horizon de leurs investissements :

P10 : L'horizon d'investissement des CI indépendants devrait être significativement plus court que celui des CI captifs.

Il résulte de cette dernière proposition que les CI indépendants devraient être particulièrement attentifs à l'horizon de leur investissement et aux modalités de sortie proposées (introduction en bourse, rachat de leur participation par les repreneurs dans le cadre de l'exécution d'un contrat de vente à terme ou du fait de l'exercice d'une option de vente de celle-ci...).

P11 : Les CI indépendants devraient accorder une plus grande importance que les CI captifs aux méthodes proposées et à l'horizon de sortie de leurs investissements.

La seconde partie de l'article vise à présenter les critères de sélection et d'évaluation effectivement retenus par les CI français, grâce au test des différentes hypothèses de recherche.

2. Les critères de sélection et d'évaluation des investisseurs en capital français

Préalablement à la présentation des résultats obtenus, nous exposons notre méthode de collecte de données et les caractéristiques de l'échantillon étudié.

2.1. Méthodologie et échantillon

Un questionnaire a été construit de manière à collecter l'ensemble des informations nécessaires au test des propositions théoriques développées en première partie de l'article¹³. Celui-ci a été envoyé aux membres de l'AFIC (association française des investisseurs en capital) au cours du premier semestre de l'année 1996. Des relances postales et téléphoniques ont été effectuées jusqu'au mois d'octobre. Tous les questionnaires ont été remplis par les dirigeants des sociétés contactées. 32 réponses exploitables ont été obtenues sur 133 questionnaires expédiés. Notre taux de réponse (24 %) est très en deçà de celui obtenu par certaines études comparables¹⁴, ce qui témoigne de la confidentialité attachée au capital-investissement en France et de différences culturelles importantes pouvant exister entre les différentes nations occidentales [G. Hofstede 1984 ; C. Hampden-Turner, A. Trompenaars 1993].

¹³. Ce questionnaire de 13 pages, non joint au présent article, peut être obtenu par le lecteur sur simple demande auprès des auteurs.

¹⁴. Par exemple, M. Wright, K. Robbie [1996] ont obtenu un taux de réponse égal à 58 % pour un questionnaire similaire.

Rappelons les limites de la collecte de données par questionnaire. Outre les critiques traditionnelles concernant les biais de cette approche (qualité du répondant, compréhension des questions, perception non uniforme des échelles et des scores utilisés...), le questionnaire ne peut prétendre à l'exhaustivité concernant le processus de sélection et d'évaluation des projets d'investissement et ne permet pas d'identifier les arbitrages entre critères réalisés par les CI.

Une minorité (41 %) des réponses émane de capital-investisseurs indépendants, la majorité (56 %) étant filiale d'une banque ou d'une institution financière (50 %) et, dans une moindre mesure, d'une entreprise (6 %). Cette répartition est représentative de celle publiée en 1996 par l'AFIC pour l'ensemble du secteur.

Le tableau 1 donne une représentation des préférences des répondants en termes de catégorie (ou de profil/stade) d'investissement (démarrage, expansion/développement, LBO, remplacement) sur une échelle allant de 1 (catégorie pas du tout importante, l'investissement ne doit absolument pas être entrepris) à 5 (catégorie très importante, il faut absolument investir). Il indique aussi le comportement effectif des CI, c'est-à-dire la proportion du nombre et de la valeur des investissements qu'ils ont réalisés au cours des trois dernières années dans chacune des catégories. On observe que les investisseurs en capital ont une préférence marquée pour les interventions en fonds propres dans les montages de LMBO et de LMBI, ce qui peut s'expliquer par la bonne performance de ces opérations, et en capital développement. En revanche, et c'est là une spécificité française souvent critiquée, les CI sont très peu impliqués dans le financement des activités en phase de démarrage.

Tableau 1 – Les différentes catégories d'investissement (préférences et comportements effectifs)

Moyenne (écart-type) catégorie préférée*	Démarrage	Expansion	LMBO	LMBI	Remplacement
	2,07 (1,61)	3,50 (1,14)	4,28 (1,33)	3,89 (1,37)	2,61 (1,17)
% effectif (nombre)** corrélat° avec cat. Préf.	11,75 (27,37) 0,73a	30,04 (29,01) 0,62a	29,71 (28,12) 0,58a	16,54 (20,96) 0,60a	9,39 (12,98) 0,59a
% effectif (valeur)*** corrélat° avec cat. Préf.	11 (27,58) 0,79a	31,11 (31,33) 0,66a	29,73 (29,78) 0,52a	15,73 (21,17) 0,59a	9,85 (14,49) 0,60a
Horizon d'investissement	4,81 (2,14)	5,17 (1,58)	4,88 (1,20)	4,87 (1,26)	4,06 (1,59)

* préférence pour chaque catégorie d'investissement mesurée sur l'échelle suivante : 5 = catégorie très importante (il faut absolument investir) ; 4 = catégorie assez importante ; 3 = indifférent ; 2 = catégorie peu importante ; 1 = catégorie pas du tout importante (l'investissement ne doit absolument pas être entrepris).

** proportion du « nombre » des investissements réalisés au cours des 3 dernières années dans chaque catégorie.

*** proportion de la « valeur » des investissements des 3 dernières années dans chaque catégorie.

a : corrélation significative au seuil de 1 %.

D'une manière générale, on note une forte corrélation, statistiquement significative, entre les préférences et les comportements effectifs en matière d'investissement, ce qui témoigne manifestement de la cohérence des CI.

On observe aussi que les durées d'investissement idéales sont assez courtes, entre 4 et 5 ans. Des tests complémentaires¹⁵ montrent que les différences observées entre les investissements de démarrage et les autres catégories ainsi qu'entre les LMBO et les LMBI ne sont pas statistiquement significatives. En revanche, les CI réalisent leurs investissements d'expansion avec un horizon significativement supérieur à celui des LMBO (au seuil de 10 %), des LMBI et des investissements de remplacement (au seuil de 5 %). Enfin, ces derniers ont, pour les CI français, une durée idéale significativement inférieure (au seuil de 10 %) à celle des LMBO et LMBI.

¹⁵. Il s'agit des tests de Student et Wilcoxon, qui aboutissent exactement aux mêmes résultats.

2.2. Résultats

Cette section s'organise autour des trois volets de la problématique présentée en première partie : les sources d'information les plus importantes dans le processus de sélection et d'évaluation des CI ; le processus d'évaluation des investissements en capital ; l'incidence de la structure de propriété des CI sur leur choix de critères de sélection et de méthodes d'évaluation.

2.2.1. Sources d'information les plus importantes dans le processus de sélection et d'évaluation des projets

Nous avons demandé aux répondants de préciser, pour plus de 20 sources d'information (internes et externes à l'entreprise) présentées dans le tableau 2, le degré d'importance de celles-ci dans la sélection et la préparation de l'évaluation des projets d'investissement, en utilisant une échelle allant de 1 (information sans importance) à 5 (information essentielle). Le tableau 2 présente la moyenne et l'écart-type des scores obtenus pour chacune d'elles.

Prises individuellement, les sources d'information les plus importantes dans le processus d'évaluation sont le *business plan* élaboré par les dirigeants, la cohérence globale de celui-ci et le rapport de diligence du capital-investisseur. Suivent le *curriculum vitae* des dirigeants et les informations sur les produits. Notons aussi que les prévisions des dirigeants et les informations sur les ventes et le marketing, sur la capacité et les techniques de production ainsi que les interviews avec les entrepreneurs et les autres membres du personnel de l'entreprise sont considérées comme très importantes puisque leur score est supérieur à 4. Ces premiers résultats nous permettent de valider notre proposition P1.

M. Wright, K. Robbie [1996] ont obtenu auprès des CI britanniques le même score individuel que le nôtre en ce qui concerne le rapport de diligence. En revanche, ces derniers accordent beaucoup moins d'importance au *business plan* et à sa cohérence ainsi qu'au second groupe d'informations (interviews, informations sur les produits, les ventes et le marketing, projections et CV des dirigeants...).

Tableau 2 – *Les sources d'information les plus importantes dans le processus d'évaluation*

Sources d'information : Moyenne* (écart-type)	Axes : Moy. (écart-type)
Axe 1 : Information générale ($\alpha = 0,776$) - presse financière : 2,65 (0,84) et journaux d'affaires : 2,71 (0,86) - interview avec les entrepreneurs : 4,28 (0,99) - interview avec d'autres membres du personnel : 4,25 (0,95) - statistiques industrielles gouvernementales : 2,59 (0,95) - autres services statistiques et d'information : 2,84 (1,08) - autres sociétés de capital investissement : 3,06 (0,84) - rapport de diligence du cabinet comptable : 4,03 (0,98)	3,30 (0,58)
Axe 2 : Information comptable ($\alpha = 0,851$) - bilan : 4,31 (0,97) et compte de résultat : 4,38 (0,94) - rapport d'audit certifié : 4,44 (0,67) et non certifié : 3,61 (1,12) - comptes sociaux non certifié de la dernière année : 3,79 (1,15)	4,11 (0,76)
Axe 3 : Information extra-comptable ($\alpha = 0,681$) - proposition d'une méthode et d'un horizon de sortie : 3,68 (1,05) - information sur les ventes et le marketing : 4,25 (0,72) - information sur les produits : 4,41 (0,67) - information sur la capacité et les techniques de production : 4,19 (0,69) - CV des dirigeants : 4,41 (0,84) - votre rapport de diligence : 4,57 (0,63)	4,25 (0,48)
Axe 4 : <i>Business plan</i> ($\alpha = 0,681$) - le <i>business plan</i> : 4,78 (0,51) et sa cohérence globale : 4,77 (0,50) - prévisions des dirigeants à 1 an : 4,56 (0,62) - prévisions des dirigeants à plus de 1 an : 4,38 (0,83)	4,61 (0,54)

* échelle utilisée : 5 = source essentielle ; 4 = source importante ; 3 = source moyennement importante ; 2 = source peu importante ; 1 = source sans importance.

α = alpha de Cronbach de chaque axe

De plus, contrairement aux États-Unis où les caractéristiques des entrepreneurs représentent une des informations les plus importante pour les CI¹⁶, le *curriculum vitae* et les interviews avec les entrepreneurs n'interviennent respectivement qu'en cinquième et onzième positions pour la France. Ce classement, très proche de celui obtenu au Royaume-Uni [M. Wright, K. Robbie 1996], peut indiquer que l'industrie française du capital investissement est, comme ses consœurs européen-

¹⁶. Cf. I. MacMillan *et al.* [1987] ; I. MacMillan *et al.* [1988] ; B. Elango *et al.* [1995] ; D. Muzyka *et al.* [1996], S. Manigart *et al.* [1999]. J. Rah *et al.* [1994] trouvent un résultat semblable auprès des CI coréens.

nes, davantage orientée sur les critères financiers comme le montrent H. Sapienza et *al.* [1996]. Le CV et les interviews avec les dirigeants obtiennent toutefois un score supérieur à 4, ce qui signifie que même s'ils ne figurent pas parmi les sources d'informations les plus valorisées, les CI les jugent très importants, notamment relativement aux CI britanniques.

Les sources d'information comptables sont aussi considérées comme très importantes par les CI français, surtout le rapport d'audit, le bilan et le compte de résultats certifiés (scores largement supérieurs à 4) relativement aux rapports d'audit et aux comptes sociaux non certifiés (scores très inférieurs à 4). Des tests complémentaires montrent d'ailleurs que la différence de moyennes observée dans le tableau 2 entre rapports d'audit certifié et non certifié est très fortement significative¹⁷. Ces résultats, conformes à la proposition P2, peuvent s'expliquer par la crainte des CI de subir des rétentions d'information ou de se voir communiquer une version déformée de faits importants [W. Sahlman 1990 ; R. Amit et *al.* 1993]. Ils sont nettement plus marqués en France qu'au Royaume-Uni et aux USA [S. Manigart et *al.* 1999], ce qui peut signifier que les CI français subissent une plus grande asymétrie informationnelle ou sont plus prudents que leurs homologues anglo-saxons. De plus, les comptes sociaux et rapports d'audit certifiés sont davantage valorisés par les CI français que par leurs homologues américains [S. Manigart et *al.* 1999]. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que, contrairement aux États-Unis où les investissements financés concernent davantage des investissements de démarrage, ceux réalisés en France sont majoritairement des investissements de développement et des LBO pour lesquels l'information comptable historique est disponible.

Enfin, les sources d'information externes (presse financière et journaux d'affaires, statistiques industrielles gouvernementales...) sont, quant à elles, peu valorisées par les CI français, tout comme par leurs homologues anglo-saxons [S. Manigart et *al.* 1999].

¹⁷. Tests de Student et de Wilcoxon égaux à 4,65 et à 3,52 (très largement significatifs au seuil de 1 %).

D'une manière générale, il est frappant de constater la faiblesse de l'écart-type qui témoigne d'un grand consensus des répondants sur les sources d'information.

Nous avons aussi effectué une analyse en composantes principales (ACP) pour tenter de grouper en axes homogènes ces 20 sources d'information. Après application du « test du coude »¹⁸, nous obtenons quatre axes (cf. tableau 2) restituant 60,6 % de la variance. L'interprétation de ces axes est assez aisée : ils caractérisent respectivement l'information générale (essentiellement externe) ; l'information comptable ; l'information extra-comptable ; le *business plan*. Comme l'analyse de ces sources d'information prises individuellement pouvait le laisser entendre, le degré d'importance de ces axes est croissant. Les informations fournies par le *business plan* sont jugées quasi-essentielles par les CI, celles regroupées dans les autres axes étant en moyenne considérées comme importantes (Axes 3 et 2¹⁹) et moyennement importantes (Axe 1). Évidemment, des disparités existent entre les sources d'information regroupées dans chaque axe et l'analyse de l'ACP ne doit pas être dissociée de celle des différentes sources d'informations prises individuellement.

Au total, les résultats obtenus dans cette sous-section permettent de valider nos propositions théoriques P1 et P2.

2.2.2. *Le processus d'évaluation des projets d'investissement*

Cette sous-section étudie les méthodes d'évaluation utilisées par les CI français, les indicateurs de risque des projets, les taux de rentabilité requis selon la catégorie d'investissement et les facteurs les influençant.

¹⁸. Afin de réduire le nombre de facteurs, dont la variance restituée est décroissante, on cherche celui dont l'élimination conduit à une perte d'information minimale. Le *scree-test* de Cattell, ou « test du coude », consiste à porter sur un graphique en abscisse le numéro des axes factoriels, en ordonnée le pourcentage d'inertie restitué, et à éliminer les facteurs situés après le changement de concavité de la courbe. Cf. B. Cattell, S. Vogelmann [1977].

¹⁹. Des tests de Student et de Wilcoxon montrent que les axes 2 et 3 ne sont pas significativement différents, alors que toutes les autres différences interaxes s'avèrent significatives au seuil de 1 %.

- Les méthodes d'évaluation utilisées par les CI

Après la phase de présélection, le capital-investisseur procède à l'évaluation des projets d'investissement retenus. Nous avons répertorié 13 méthodes d'évaluation, présentées dans le tableau 3, que les CI français sollicités ont évalué en fonction de leur plus ou moins grande utilité, à l'aide d'une échelle allant de 1 (méthode jamais utilisée) à 5 (méthode systématiquement utilisée).

Conformément à notre troisième proposition, les CI déclarent utiliser, à des degrés divers, toutes les méthodes d'évaluation que nous leur avons soumises (cf. tableau 3). Il ressort de leurs réponses que, prises individuellement, les méthodes d'évaluation presque toujours utilisées (score supérieur à 4) sont : les multiples (PER sur données prévisionnelles, PER sur données historiques, multiples du BAI²⁰, multiples approximatifs spécifiques au secteur) ; la valeur des transactions récentes dans le secteur. Le faible niveau des écart-types souligne le fort consensus des CI sur ces critères d'évaluation. Ce consensus n'est d'ailleurs pas purement national car les capital-investisseurs britanniques retiennent de la même manière (presque toujours) les PER, les multiples du BAI et la valeur des transactions récentes dans le secteur [M. Wright, K. Robbie 1996].

²⁰. Bénéfice avant intérêts et impôts. Ce critère (de score moyen 4,13 et d'écart-type 0,94) a été retiré de l'ACP pour que le troisième facteur auquel il était paradoxalement affecté ait un alpha de Cronbach acceptable.

Tableau 3 – Les méthodes d'évaluation utilisées par les CI

Méthodes d'évaluation : Moyenne* (écart-type)	Axes : Moy. (écart-type)
Axe 1 : Les multiples et les références sectorielles ($\alpha = 0,809$) - valeur de transactions récentes dans le secteur : 4,22 (0,75) - réponses aux tentatives de prise de contrôle : 3,22 (1,28) - PER récent de la société mère : 3,26 (1,23) - PER sur données historiques : 4,22 (0,71) - PER sur données prévisionnelles : 4,31 (0,82) - multiples approximatifs spécifiques au secteur : 4,19 (0,74)	3,95 (0,65)
Axe 2 : Critères patrimoniaux ($\alpha = 0,799$) - valeur de liquidation des actifs (vente forcée) : 1,97 (0,86) - valeur de liquidation des actifs (vente non forcée) : 2,29 (1,04) - valeur de remplacement des actifs : 2,22 (1,10) - délai de récupération : 2,16 (1,22) - méthodes fondées sur le rendement en dividende : 2,45 (1,21)	2,22 (0,79)
Axe 3 : Valeur actuelle des flux futurs ($\alpha = 0,719$) - valeur actuelle des <i>cash-flows</i> futurs : 3,66 (1,18) - valeur actuelle des <i>cash-flows</i> disponibles : 3,66 (1,12)	3,66 (1,02)

* échelle utilisée concernant la fréquence d'utilisation de chaque méthode : 5 = tous les jours ; 4 = souvent ; 3 = parfois ; 2 = rarement ; 1 = jamais
 α = alpha de Cronbach de chaque axe

Les méthodes fondées sur l'actualisation des flux futurs sont moins souvent utilisées (score inférieur à 4), tant en France qu'au Royaume-Uni et aux USA [S. Manigart et *al.* 1999]. Le délai de récupération et les méthodes patrimoniales (valeur de liquidation des actifs, valeur de remplacement, valeur en coûts historiques²¹) le sont rarement (score voisin de 2). Cette deuxième série de résultats est, là encore, très proche de ceux obtenus par M. Wright, K. Robbie [1996] auprès des CI britanniques. En revanche, nos résultats montrent que les CI français accordent beaucoup moins d'importance au délai de récupération et aux valeurs de liquidation que les CI américains [S. Manigart et *al.* 1999].

De plus, conformément à notre proposition P4, le rendement en dividende est rarement retenu par les CI français, comme par leurs homologues anglo-saxons [S. Manigart et *al.* 1999]. Cette désaffection pour

²¹. Ce critère (de score moyen 2,06 et d'écart-type 1,03) a été retiré de l'ACP pour que le troisième facteur auquel il était paradoxalement affecté obtienne un alpha de Cronbach supérieur.

ce critère confirme le fait que les CI visent davantage une plus-value à moyen terme, lors de leur sortie du tour de table.

L'analyse en composantes principales fait ressortir trois axes après application du «test du coude » [B. Cattell, S. Vogelman 1977], qui restituent 66,6 % de la variance. Le premier axe regroupe les différents PER et les valeurs de référence observées dans le secteur d'activité (valeur des transactions récentes, valeur obtenue après application de multiples, réponses aux tentatives d'OPA). Le deuxième axe est dominé par différents critères patrimoniaux (valeurs de liquidation, valeur de remplacement, délai de récupération, rendement en dividende). Le troisième axe est très monolithique puisqu'il n'inclut que les valeurs actuelles de flux futurs. Compte tenu de la concentration des critères importants dans le premier et le troisième axes, la moyenne des scores des facteurs individuels est assez forte, et non significativement différente entre ces deux axes. Étant composé des méthodes les plus rarement utilisées par les CI, le score moyen du deuxième axe est significativement plus faible (au seuil de 1 %) que celui des deux autres axes²².

- Les indicateurs de risque et le taux de rentabilité requis pour les projets

Qu'on fasse appel à une quelconque méthode d'évaluation ou au calcul du taux de rentabilité requis pour le projet étudié, se pose *a priori* le problème de l'évaluation du risque. En effet, interrogeant les CI français sur l'importance du niveau de risque de l'investissement dans la détermination de leurs objectifs de rentabilité (en recourant à l'échelle suivante : 5 = critère essentiel ; 4 = critère important ; 3 = critère moyennement important ; 2 = critère peu important ; 1 = critère sans importance) nous avons obtenu le score moyen de 4,81 (l'écart-type égal à 0,39 soulignant une extrême convergence de vue des répondants).

Nous avons vu dans la partie théorique de cet article que les montants investis représentent souvent une part significative des ressources dont disposent les CI, ce qui limite leur capacité de diversification et leur fait supporter un risque spécifique non diversifiable. En conséquence, ils

²². Les tests de Student et de Wilcoxon conduisent à ce même résultat.

devraient accorder une attention particulière aux caractéristiques influençant le risque spécifique des projets étudiés et exiger une prime de risque supérieure à celle définie par référence à la théorie financière traditionnelle.

Il est donc important de connaître les informations sur lesquelles s'appuient les CI pour ce faire. Indépendamment de la catégorie (ou du profil) du projet, nous avons demandé à ces investisseurs de préciser le degré d'importance de 7 indicateurs de risque, en utilisant à nouveau l'échelle allant de 1 (indicateur sans importance) à 5 (indicateur essentiel). Les résultats sont présentés dans le tableau 4.

Tableau 4 – Les indicateurs de risque

Indicateurs de risque	Moyenne* (écart-type)
- contribution des dirigeants en termes de compétence	4,94 (0,25)
- caractéristiques du marché des produits de la cible	4,53 (0,67)
- contribution financière des dirigeants	3,94 (0,84)
- horizon de sortie anticipé (sur le marché boursier...)	3,74 (0,93)
- horizon anticipé pour le rachat des actions préférentielles	2,76 (1,21)
- prévision du taux de rendement en dividendes	2,64 (1,33)
- conditions générales du marché des actions	2,34 (0,83)

* échelle utilisée : 5 = indicateur essentiel ; 4 = indicateur important ; 3 = indicateur moyennement important ; 2 = indicateur peu important ; 1 = indicateur sans importance

Pour les CI français, deux indicateurs sont jugés essentiels (score très supérieur à 4) pour appréhender le risque des projets : la contribution des entrepreneurs en termes de compétence et les caractéristiques du marché des produits de la cible. Le faible écart-type des réponses témoigne là encore d'un grand consensus. Ces mêmes résultats ressortent, avec pratiquement la même force, de l'étude réalisée récemment auprès des capital-investisseurs britanniques et américains [S. Manigart *et al.* 1999].

Deux autres indicateurs de risque sont jugés importants par les capital-investisseurs français (scores proches de 4). Il s'agit de facteurs financiers : la contribution financière des dirigeants et l'horizon de sortie

des CI. Le premier peut être considéré comme une variable d'agence. Plus le taux de participation des dirigeants-entrepreneurs dans le capital de la société est élevé, plus grande est supposée la convergence d'intérêts entre ces derniers et les CI [M. Jensen, W. Meckling 1976 ; P. Desbrières 1997]. L'importance de l'horizon de sortie paraît évidente : un accroissement de celui-ci entraîne un risque supplémentaire pour le CI qui craint de voir sa rentabilité *ex post* chuter à la suite d'une dégradation de la performance de la société. Si les CI américains accordent la même importance à ces deux facteurs que leurs homologues français [S. Manigart et al. 1999], il n'en va pas de même des investisseurs britanniques pour qui la contribution financière des dirigeants est moyennement importante pour appréhender le risque des projets (score égal à 3,29).

Au total, ces résultats obtenus auprès des CI français sont conformes à notre cinquième proposition.

Nous avons aussi voulu vérifier dans quelle mesure la catégorie ou le stade de leur investissement (démarrage, expansion, LBO, remplacement) pouvait influencer le risque encouru par les CI.

Tableau 5 – Taux de rentabilité requis pour chaque stade d'investissement

Stade ou catégorie d'investissement	Moyenne
Moyenne (tous profils confondus)	25 %
Démarrage	36 - 55 %
Expansion / Développement	21 - 25 %
LMBO	26 - 30 %
LMBI	26 - 30 %
Remplacement	21 - 25 %

Comme le montre le tableau 5, et conformément à notre proposition P6, le TRI requis est le plus élevé pour les investissements de démarrage, considérés comme les plus risqués. Il l'est beaucoup moins pour les LMBO et LMBI ce qui peut s'expliquer par l'anticipation de leurs effets positifs inhérents à la modification de la structure de propriété et de l'équipe managériale, au faible endettement des montages et à la forte implication financière des repreneurs, facilitée, il est vrai, par la taille re-

lativement faible des LBO français [P. Desbrières 1995]. Le TRI requis est plus faible encore pour les investissements d'expansion et de remplacement, qui peuvent être perçus comme moins risqués compte tenu de la plus grande ancienneté de la firme et d'un horizon d'investissement plus court (cf. tableau 1). D'une manière générale, quelle que soit la catégorie étudiée, les taux de rentabilité exigés par les CI français sont significativement inférieurs à ceux requis par les capital-investisseurs américains et britanniques [S. Manigart et al, 1999]. Ces différences, difficiles à expliquer, nécessitent des recherches complémentaires. Toutes choses égales par ailleurs, elles pourraient inciter les CI à privilégier leur développement aux États-Unis et au Royaume-Uni plutôt qu'en France, mais encore faudrait-il pouvoir comparer les niveaux de risque (et leurs mesures) des projets dans les deux pays.

Nous avons évoqué dans la première partie de l'article que se posait généralement la question de la fiabilité des prévisions et que pour limiter ce problème, les données prévisionnelles pouvaient être soumises à une analyse de sensibilité par les parties en présence, l'entrepreneur et ses conseils, d'une part, le capital-investisseur, d'autre part, en tenant compte de l'incidence anticipée sur la performance d'autres informations. Le tableau 6 identifie 16 facteurs qui, en cas de variation, sont susceptibles d'entraîner une adaptation du TRI requis par les CI français pour un projet donné. Ces investisseurs se sont donc prononcés sur la fréquence d'adaptation du taux de rentabilité exigé lorsque chacun des facteurs cités varie, à l'aide d'une échelle allant de 1 (jamais d'adaptation) à 5 (adaptation systématique). Les résultats obtenus ne soutiennent que modérément notre septième proposition. En effet, aucun de ces facteurs n'obtient de score moyen supérieur ou égal à 4 ce qui signifie, soit que nous n'avons pas identifié *a priori* les facteurs les plus pertinents, soit, ce qui paraît plus vraisemblable, que d'une manière générale les adaptations ne s'effectuent qu'à la marge.

Prises individuellement, les variations de facteurs qui entraînent *parfois* (score supérieur ou égal à 3) une adaptation du TRI requis sont, par ordre d'importance, celles afférentes : au secteur d'activité ; à la structure financière du montage (taux d'endettement, investissement uniquement en fonds propres) ; aux caractéristiques du projet (ses conditions

de marché, sa durée espérée) ; à l'innovation technologique (de la cible, dans le secteur d'activité) ; aux conditions économiques générales ; à la sortie planifiée ; au montant investi. Si l'on compare nos résultats avec ceux obtenus par M. Wright et K. Robbie [1996], les CI britanniques n'ont donné la même fréquence (score supérieur ou égal à 3) que pour quatre facteurs : deux relatifs au projet (durée espérée, conditions de marché), deux relatifs à l'environnement (conditions économiques générales, secteur d'activité). Par ailleurs, aux États-Unis, les facteurs influençant moins souvent qu'en France le TRI requis sont le taux d'endettement du montage financier, la zone géographique de l'investissement et la variation des taux à long terme [S. Manigart et al, 1999]. En revanche, le fait que le CI en soit à son premier investissement (plutôt qu'au renforcement d'une première prise de participation) et qu'il soit majoritaire dans les fonds propres de la firme entraînera plus souvent un ajustement du TRI requis qu'en France.

Tableau 6 – Les facteurs influençant le taux de rentabilité requis

Facteurs : Moyenne* (écart-type)	Axes : Moy. (écart-type)
Axe 1 : Facteurs liés à l'environnement ($\alpha = 0,858$) - conditions économiques générales : 3,30 (0,95) - variation de la rentabilité des firmes cotées : 2,62 (1,08) - variation de la rentabilité des emprunts à long terme : 2,50 (1,11) - variation des taux de référence : 2,67 (1,18) - secteur d'activité de la cible : 3,78 (1,10) - zone géographique de l'investissement : 2,58 (1,36) - investissement uniquement en fonds propres : 3,70 (1,39)	3,08 (0,85)
Axe 2 : Facteurs liés au projet ($\alpha = 0,740$) - durée espérée de l'investissement : 3,58 (1,31) - montant investi : 3,10 (1,33) - conditions de marchés propres au projet : 3,68 (1,01) - VAN du projet d'investissement : 2,81 (1,33) - taux d'endettement probable du montage financier : 3,71 (1,19) - sortie planifiée a priori : 3,29 (1,42) - réinvestissement ou premier investissement dans la cible : 3,03 (1,16)	3,28 (0,77)
Axe 3 : Facteurs liés à l'innovation ($\alpha = 0,835$) - degré d'innovation technologique de la cible : 3,45 (1,12) - degré d'innovation technologique dans le secteur d'activité : 3,39 (1,15)	3,42 (1,05)

* échelle utilisée concernant la fréquence d'adaptation du TRI : 5 = toujours ; 4 = souvent ; 3 = parfois ; 2 = rarement ; 1 = jamais
 α = alpha de Cronbach de chaque axe

On constate que, contrairement à ce que la théorie financière nous enseigne, un accroissement de l'incertitude pesant sur la VAN du projet n'est pas réputé influencer systématiquement le TRI requis par les capital-investisseurs français. Toutefois, l'effet d'une variation de cet indicateur de création de richesse peut être absorbé par l'impact (supérieur) de la variation de certaines de ses composantes explicites ou implicites comme le montant investi, la durée espérée de l'investissement, les taux d'intérêt, le taux d'endettement du montage, les conditions économiques générales et propres au marché...

Une analyse en composantes principales a de nouveau été réalisée pour tenter de grouper ces 16 facteurs sur des axes homogènes. Les trois axes obtenus après application du « test du coude » restituent 59,1 % de la variance. Là encore, leur interprétation est assez aisée : le premier axe regroupe les facteurs liés à l'environnement, le deuxième axe, les facteurs liés au projet et le troisième, les facteurs liés à l'innovation. Les moyennes des scores des facteurs individuels regroupés dans chaque axe ne sont pas significativement différentes d'un axe à l'autre²³. Ce résultat provient de la faible amplitude des scores des différents facteurs (comprise entre 2,58 et 3,78) et du fait que les 8 facteurs les plus importants ne sont pas concentrés sur un axe particulier.

Au total, les résultats obtenus concernant le processus d'évaluation de leurs projets d'investissement par les CI français valident nos hypothèses P3 à P6. Ils ne soutiennent en revanche que modérément la proposition P7.

2.2.3. L'incidence de la structure de propriété des CI

Après avoir étudié les critères de sélection et les méthodes d'évaluation retenus par l'ensemble des capital-investisseurs français, nous avons étudié dans quelle mesure les CI indépendants pouvaient avoir des préférences et des pratiques différentes de celles des investisseurs filiales de banque, d'institutions financières ou d'entreprises (CI captifs).

²³. Plus précisément, le test de Student montre que la moyenne de l'axe 2 n'est pas significativement différente de celle des axes 1 et 3. En revanche, la moyenne de l'axe 1 est statistiquement supérieure (au seuil de 10%) à celle de l'axe 3. Le test de Wilcoxon conduit aux mêmes résultats.

Étant les premiers à notre connaissance à suivre cette approche, nous ne pourrions comme précédemment confronter nos résultats à ceux obtenus dans d'autres études.

Nous avons testé dans un premier temps si, relativement aux CI captifs, les CI indépendants avaient des préférences particulières pour certaines catégories d'investissement (démarrage, expansion, LMBO, LMBI, remplacement) et concentraient significativement leurs investissements dans l'une ou l'autre de celles-ci.

Il nous a donc fallu distinguer pour chacun des deux groupes d'investisseurs les préférences exprimées à l'aide de l'échelle allant de 1 (catégorie pas du tout importante) à 5 (catégorie très importante) ainsi que les proportions moyennes du nombre et de la valeur des investissements réalisés au cours des trois dernières années dans chaque catégorie d'investissement (cf. tableau 7). Un test de Mann-Whitney montre que les préférences de ces deux catégories d'investisseurs sont très homogènes, à l'exception des LMBO que les CI indépendants trouvent significativement plus importants que les CI captifs (essentiellement des filiales d'institutions financières). Concernant la répartition en nombre et en valeur des investissements entre ces différents stades, on note une spécialisation significative des CI indépendants dans les opérations de LMBO et des CI captifs dans les investissements de développement. Ces résultats valident notre proposition P8 : conformément à leurs préférences, les CI indépendants concentrent significativement leurs investissements dans les LBO, opérations qui conduisent *a priori* à la plus grande rentabilité directe (cf. note n°12).

Les sources d'informations les plus importantes dans le processus d'évaluation des capital-investisseurs français ont été présentées dans le tableau 2. Nous avons, à l'aide du test de Mann-Whitney, étudié dans quelle mesure les réponses des CI captifs pouvaient différer de celles formulées par les CI indépendants. Prises individuellement, seules quatre sources d'informations, que nous reportons dans le tableau 8, sont considérées différemment par les deux catégories de CI. Il s'agit des données sur : la méthode et l'horizon de sortie ; les ventes ; la capacité et les techniques de production ; les produits, qui sont perçues comme significativement plus importantes par les CI indépendants. Ces quatre

éléments sont par nature des informations extra-comptables et classées comme telles dans l'ACP réalisée antérieurement (cf. tableau 2). D'ailleurs, ces résultats sont corroborés et élargis si l'on raisonne sur les axes issus de cette ACP puisque c'est l'ensemble des informations extra-comptables (et elles seules) qui sont significativement jugées plus importantes par les CI indépendants. Les autres groupes d'informations n'apparaissent pas avoir un degré d'importance significativement différent dans le processus de sélection et d'évaluation des investissements pour les deux catégories de CI. On peut donc considérer la proposition 9 comme validée.

Tableau 7 – Répartition des préférences, du nombre et de la valeur des investissements par catégorie

	CI indépendants Moy. (écart- type)	CI captifs Moy. (écart- type)	Test Z (prob.)
Catégorie préfé- rée*			
Démarrage	2,10 (1,66)	2,12 (1,67)	- 0,060 (0,951)
Expansion	3,27 (1,19)	3,73 (1,10)	- 1,114 (0,265)
LMBO	4,63 (1,20)	3,93 (1,43)	1,946 (0,051)
LMBI	4,20 (1,23)	3,75 (1,43)	0,758 (0,448)
Remplacement	2,60 (0,97)	2,56 (1,15)	0,164 (0,869)
Nombre (%)**			
Démarrage	15,83 (34,76)	9,23 (22,21)	0,484 (0,627)
Expansion	16,92 (18,96)	44,00 (31,88)	- 2,254 (0,024)
LMBO	40,41 (30,18)	16,00 (15,97)	2,106 (0,035)
LMBI	14,67 (21,88)	18,36 (21,59)	- 0,677 (0,498)
Remplacement	9,25 (15,65)	9,07 (10,83)	0,420 (0,674)
Valeur (%)***			
Démarrage	16,36 (35,22)	8,15 (22,27)	0,172 (0,863)
Expansion	14,64 (19,79)	48,15 (32,94)	- 2,565 (0,010)
LMBO	43,27 (32,75)	13,38 (12,75)	2,230 (0,025)
LMBI	14,36 (21,03)	17,00 (22,89)	- 0,578 (0,562)
Remplacement	9,09 (18,14)	10,07 (11,63)	- 0,823 (0,410)

* préférence pour chaque catégorie d'investissement mesurée sur l'échelle suivante : 5 = catégorie très importante (il faut absolument investir) ; 4 = catégorie assez importante ; 3 = indifférent ; 2 = catégorie peu importante ; 1 = catégorie pas du tout importante (l'investissement ne doit absolument pas être entrepris)

** proportion du nombre des investissements réalisés au cours des 3 dernières années dans chaque catégorie

*** proportion de la valeur des investissements des 3 dernières années dans chaque catégorie

Tableau 8 – Les principales différences d'appréciation des sources d'informations dans le processus d'évaluation entre CI indépendants et CI captifs

	CI indépendants Moy. (écart-type)	CI captifs Moy. (écart-type)	test Z (prob.)
- proposition d'une méthode et d'un horizon de sortie	4,23 (0,60)	3,25 (1,18)	2,426 (0,015)
- information sur les ventes et le marketing	4,62 (0,51)	4,00 (0,79)	2,299 (0,021)
- information sur les produits	4,62 (0,65)	4,24 (0,66)	1,673 (0,094)
- information sur la capacité et les techniques de production	4,46 (0,66)	3,94 (0,66)	2,061 (0,039)
- Axe 1 : Information générale	3,23 (0,44)	3,35 (0,70)	- 0,672 (0,501)
- Axe 2 : Information comptable	3,96 (0,85)	4,11 (0,68)	- 0,570 (0,568)
- Axe 3 : Information extra-comptable	4,50 (0,45)	4,05 (0,44)	2,506 (0,012)
- Axe 4 : <i>Business plan</i>	4,61 (0,74)	4,64 (0,35)	- 0,394 (0,693)

Les durées d'investissement jugées idéales par les capital-investisseurs français ont été présentées dans le tableau 1. Le tableau 9 montre que l'horizon privilégié pour les catégories d'investissement envisagées n'est pas statistiquement différent d'un groupe de CI à l'autre, à l'exception des projets en phase de démarrage dans lesquels, contrairement à notre dixième proposition théorique, les CI indépendants interviennent sur une durée significativement plus longue que les CI captifs. Il apparaît donc que le fait que les CI indépendants aient à structurer leurs ressources, provenant notamment de fonds de pension, d'investisseurs étrangers... dans des fonds à durée limitée ne contraignent pas ceux-ci à réaliser des investissements dont la durée est plus courte *a priori*.

Tableau 9 – *L'horizon idéal des investissements selon leur catégorie (nombre d'années)*

	CI indépendants Moy. (écart- type)	CI captifs Moy. (écart- type)	test Z (prob.)
Démarrage	5,67 (1,03)	4,56 (2,50)	1,694 (0,090)
Expansion	4,56 (1,33)	5,64 (1,64)	- 1,620
LMBO	5,30 (1,57)	4,71 (0,72)	(0,105)
LMBI	5,22 (1,79)	4,78 (0,70)	0,738 (0,460)
Remplacement	4,00 (2,64)	4,17 (1,11)	0,418 (0,675)
			- 0,172
			(0,863)

Il serait toutefois intéressant de réaliser le même test sur les durées réelles (et non pas idéales, définies *a priori*) d'investissement pour tester notre proposition. En effet, d'autres résultats montrent indirectement que les CI indépendants sont davantage préoccupés que les CI captifs par la durée effective de leurs investissements. Conformément à notre proposition P11, le tableau 8 montre que les CI indépendants accordent significativement plus d'importance aux informations relatives à la proposition d'une méthode et d'un horizon de sortie. D'ailleurs le non-respect de l'horizon de sortie anticipé est le seul des facteurs de risque présentés initialement dans le tableau 4 à être jugé significativement plus important par les CI indépendants que par les CI captifs (cf. tableau 10). Ainsi, si les CI indépendants n'investissent pas *a priori* sur des durées plus courtes que les CI captifs, ils semblent en revanche beaucoup plus soucieux de sélectionner les projets les plus susceptibles de respecter l'horizon défini initialement. Il serait intéressant de tester dans une autre étude dans quelle mesure, une fois le financement accordé, les CI indépendants exercent un contrôle actif et vigilant visant au respect de cette contrainte.

Tableau 10 – *Les principales différences d'appréciation des indicateurs de risque entre CI indépendants et CI captifs**

	CI indépendants Moy. (écart-type)	CI captifs Moy. (écart-type)	test Z (prob.)
- contribution des dirigeants en termes de compétence	5,00 (0,00) 4,69 (0,63)	4,88 (0,33) 4,41 (0,71)	1,258 (0,208)
- caractéristiques du marché des produits de la cible	3,85 (1,14) 4,15 (0,55)	3,94 (0,55) 3,37 (1,08)	1,251 (0,210)
- contribution financière des dirigeants	2,80 (1,13)	2,53 (1,17)	- 0,045
- horizon de sortie anticipé	2,50 (1,38)	2,76 (1,30)	(0,963)
- horizon anticipé du rachat des actions préférentielles	2,46 (0,77)	2,29 (0,92)	2,166 (0,030)
- prévision du taux de rendement en dividendes			0,570 (0,568)
- conditions générales du marché des actions			- 0,568 (0,569)
			0,423 (0,672)

* échelle utilisée : 5 = indicateur essentiel ; 4 = indicateur important ; 3 = indicateur moyennement important ; 2 = indicateur peu important ; 1 = indicateur sans importance

Au total, les résultats obtenus concernant l'incidence de la structure de propriété des CI français valident nos propositions P8, P9 et P11. Ils ne soutiennent pas en revanche la proposition P10.

Conclusion

Cet article étudie le processus de sélection et d'évaluation des projets étudiés par les capital-investisseurs français, dans un contexte d'asymétrie informationnelle entre ces derniers et les entrepreneurs. Une attention particulière est accordée à l'information collectée, à l'estimation du risque et du taux de rentabilité requis pour le projet, ainsi qu'aux méthodes d'évaluation utilisées par ces investisseurs. Lorsque des comparaisons sont possibles, les résultats obtenus montrent de grandes similitu-

des, mais aussi des différences marquées dans les pratiques des investisseurs français et anglo-saxons.

Les sources d'informations les plus importantes dans le processus de sélection et d'évaluation des projets d'investissement sont, tant en France qu'au Royaume-Uni, le *business plan* élaboré par les dirigeants et le rapport de diligence du capital-investisseur. Suivent le *curriculum vitae* des dirigeants, les informations sur les produits, les prévisions des dirigeants, les informations sur les ventes et le marketing, sur la capacité et les techniques de production ainsi que les interviews avec les entrepreneurs et les autres membres du personnel de l'entreprise. Ce second groupe d'informations apparaît plus valorisé par les investisseurs français que par leurs homologues britanniques.

L'information comptable tient aussi une place très importante dans ce processus. Elle est d'ailleurs moins valorisée aux États-Unis, où les investissements financés concernent davantage des investissements de démarrage alors qu'ils sont majoritairement en France des investissements de développement et des LBO pour lesquels l'information comptable historique est disponible. Les sources d'informations comptables sont considérées comme d'autant plus importantes par les CI français qu'elles sont certifiées par des comptables et auditeurs indépendants. Ce résultat est nettement moins marqué au Royaume-Uni et aux USA, ce qui peut signifier que les CI français subissent une plus grande asymétrie informationnelle ou sont plus prudents que leurs homologues anglo-saxons.

L'information plus qualitative (niveau d'expertise des entrepreneurs, informations sur les produits et leurs marchés...) n'est pas directement utilisée dans le processus d'évaluation. Elle représente en revanche un des facteurs de risque les plus importants du point de vue des capital-investisseurs français et anglo-saxons.

Une fois les projets d'investissement présélectionnés, les capital-investisseurs français, tout comme leurs homologues anglo-saxons, recourent à une palette étendue de méthodes d'évaluation des entreprises dans lesquelles ils envisagent d'investir. Ce faisant, ils réduisent l'asymétrie informationnelle et le risque de sélection contraire qu'ils subissent. Parmi les méthodes utilisées, ces investisseurs privilégient celles fon-

dées sur les multiples et références sectorielles. Ils n'utilisent pas en revanche les méthodes fondées sur le rendement en dividendes, les montages financiers dans lesquels ils interviennent n'offrant généralement pas d'importantes distributions.

Par ailleurs, l'évaluation des investissements implique une analyse du risque spécifique encouru et la détermination du taux de rentabilité interne exigé. Après les informations, jugées essentielles, relatives aux compétences de l'équipe managériale et aux caractéristiques des marchés des produits de l'entreprise, les investisseurs français accordent une grande importance à l'horizon possible de sortie et à la participation financière des dirigeants pour évaluer le risque des projets étudiés. Cette pratique est partagée par les CI anglo-saxons, à l'exception des britanniques pour lesquels le dernier facteur n'est que moyennement important. Le risque encouru, donc le TRI requis, est également largement influencé par la catégorie (ou stade) de l'investissement : une prime de risque spécifique est exigée pour les investissements de démarrage, qui supportant une plus grande asymétrie informationnelle sont considérés comme les plus risqués, ainsi que dans une moindre mesure pour les LMBO et LMBI, relativement aux investissements de remplacement. Si cette hiérarchie est conforme à celle observée auprès des investisseurs anglo-saxons, le TRI requis est systématiquement plus faible en France qu'aux USA et au Royaume-Uni. Ceci peut provenir du fait que dans ces pays le marché du capital-investissement est plus ancien et plus mûr qu'en France. D'une manière générale, il apparaît aussi que pour ces investisseurs, les variations de critères financiers (montant, durée et structure de financement du projet) et du degré d'innovation (de la cible et du secteur d'activité) conduisent assez souvent à une adaptation du taux requis. Une modification de la structure de financement du projet ou de la firme financée entraînera plus souvent une adaptation du TRI en France que dans les pays anglo-saxons.

Cette étude met aussi en évidence plusieurs spécificités des investisseurs français indépendants par rapport aux filiales de banques, d'institutions financières ou de sociétés industrielles. Conformément à nos propositions théoriques, les premiers ont une préférence marquée pour les LMBO alors que les secondes se spécialisent davantage dans

les investissements de développement. De plus, dans le processus de sélection et d'évaluation de leurs projets, les CI indépendants accordent une plus grande importance aux informations extra-comptables (méthode et horizon de sortie, produits et ventes de la cible, sa capacité et ses techniques de production). L'horizon de sortie anticipé est également un critère d'évaluation du risque significativement plus important pour ces derniers. Ces résultats illustrent combien leur structure d'actionariat incite les CI indépendants à privilégier les investissements offrant une plus grande rentabilité directe et un horizon de sortie clairement spécifié.

D'autres questions mériteraient également une analyse plus poussée, comme celles relatives aux relations entre la nature de l'information privilégiée et les méthodes d'évaluation utilisées, d'une part, la structure de propriété et la performance des capital-investisseurs, d'autre part.

Les résultats de cette étude ont plusieurs implications pour les entrepreneurs. Si l'information intégrée dans le processus de sélection des projets et si les méthodes d'évaluation sont sensiblement les mêmes pour tous les capital-investisseurs, ils doivent s'attendre à ce que le taux de rentabilité requis d'un investissement soit supérieur, s'ils privilégient la filiale ou la division française d'un capital-investisseur anglo-saxon²⁴, à celui qu'aurait exigé un investisseur en capital français. En revanche, ce dernier considérera davantage la structure de financement du projet ou de l'entreprise comme étant un facteur de risque important.

Bibliographie

AFIC - Ernst & Young [1995], *Mesures de la performance de l'activité du capital investissement en France (1978-1993-94)*.

²⁴. Notre raisonnement suppose que la politique du capital-investisseur anglo-saxon ne varie pas selon le pays où il est implanté. Si tel n'était pas le cas, nos propos seraient toujours valables en considérant que l'entrepreneur français s'implante outre-Manche et s'adresse sur place au capital-investisseur britannique.

- Amit R., Glosten L., Muller E. [1993], « Challenges to Theory Development in Entrepreneurship Research », *Journal of Management Studies*, vol. 30, p. 815-834.
- Arnold J., Moizer P. [1984], « A Survey of The Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, p. 195-207.
- Bruno A., Tyebjee T. [1985], « The Entrepreneur's Search for capital », *Journal of Business Venturing*, vol. 1, p. 61-74.
- Cattel B., Vogelmann S. [1977], « A Comprehensive Trial of The Scree and KG Criteria for Determining the Number of Factors », *The Journal of Multivariate Behavioral Research*, vol. 12, p. 289-325.
- Chua J., Woodward R. [1993], « Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Help of Stock Options », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, p. 43-58.
- Copeland T., Weston J. [1983], *Financial Theory and Corporate Policy*, 2e ed., Addison-Wesley.
- Desbrières P. [1991], *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, Économica.
- Desbrières P. [1995], *Ingénierie financière*, Litec.
- Desbrières P. [1997], « La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica, p. 361-395.
- Dixit A., Pindyck R. [1995], « The Options Approach to Capital Investment », *Harvard Business Review*, p. 105-115.
- Elango B., Fried V., Hisrich R., Polonchek A. [1995], « How Venture Capital Firms Differ », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, p. 157-179.
- Franks J., Mayer C. [1990], « Capital Markets and Corporate Control : A Study of France, Germany and the UK », *Economic Policy*, vol. 5, p. 191-231.
- Fried V., Hisrich R., Polonchek A. [1993], « Research Note : Venture Capitalists' Investment Criteria : A Replication », *Journal of Small Business Finance*, vol. 3, p. 37-42.

- Fried V., Hisrich R. [1994], « Towards a Model of Venture Capital Investment Decision », *Financial Management*, vol. 23, p. 28-37.
- Hall J., Hofer C. [1993], « Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, p. 25-42.
- Harvey M., Lush R. [1995], « Expanding the Nature and Scope of Due Diligence », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, p. 5-21.
- Hampden-Turner C., Trompenaars A. [1993], *The Seven Cultures of Capitalism*, Doubleday.
- Hofstede G. [1984], *Culture's Consequences : International Differences in Work-Related Values*, Sage.
- Jensen M., Meckling W. [1976], « Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- MacMillan I., Siegel R., Subbanarasimha P. [1985], « Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals », *Journal of Business Venturing*, vol. 1, p. 119-128.
- MacMillan I., Zemann L., Subbanarasimha P. [1987], « Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Venture Screening Process », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, p. 123-137.
- MacMillan I., Kulow D., Khoylian R. [1988], « Venture Capitalists Involvement In Their Investments : Extent And Performance », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, p. 27-47.
- Manigart S., Struyf C. [1997], « Financing High Technology Startups in Belgium : an Explorative Study », *Small Business Economics*, vol. 9, p. 126-135.
- Manigart S., de Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beekman A. [1999], « Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information : A Comparative Study of The US, UK, France, Belgium And Holland », in M. Wright, K. Robbie (Eds), *Management Buy-outs and Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, p. 238-262.
- Moerland P. [1995], « Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 26, p. 17-34.

- Moizer P., Arnold J. [1984], « Share Appraisal by Investment Analysts - A Comparison of the Techniques Used by Portfolio and Non-Portfolio Managers », *Accounting and Business Research*, vol. 14, p. 341-348.
- Muzyka D., Birley S., Leleux B. [1996], « Trade-Offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, p. 273-287.
- Murray G., Lott J. [1995], « Have Venture Capitalists a Bias Against Investment in New Technology Firms », *Research Policy*, vol. 24, p. 283-299.
- Norton E., Tenenbaum B. [1993], « The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal », *Journal of Small Business Management*, vol. 31, p. 32-41.
- Norton E., Tenenbaum B. [1992], « Factors Affecting the Structure of Venture Capital Deals », *Journal of Small Business Management*, vol. 30, p. 20-29.
- Norton E., Tenenbaum B. [1992], « Specialisation Versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, p. 431-442.
- Pike R., Meerjanssen J., Chadwick L. [1993], « The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and in Germany », *Accounting and Business Research*, vol. 23, p. 489-499.
- Rah J., Jung K., Lee J. [1994], « Validation of the Venture Evaluation Model In Korea », *Journal of Business Venturing*, vol. 9, p. 509-524.
- Robbie K., Wright M. [1996], *Management Buy-Ins : Entrepreneurship, Active Investors and Corporate Restructuring*, MUP.
- Robinson R. [1987], « Emerging Strategies in the Venture Capital Industry », *Journal of Business Venturing*, vol. 2, p. 53-77.
- Sahlman W. [1990], « The Structure and Governance of Venture Capital Organisations », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 473-524.
- Sapienza H., Manigart S., Wermeir W. [1996], « Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, p. 439-469.
- Schilit K. [1993], « A Comparative Analysis of the Performance of Venture Capital Funds, Stocks and Bonds, and other Investment Oppor-

tunities », *International Review of Strategic Management*, vol. 4, p. 301-320.

Steier L., Greenwood R. [1995], « Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation », *Journal of Management Studies*, vol. 32, p. 337-357.

Wright M., Robbie K. [1996], « Venture Capitalists and Unquoted Equity Investment Appraisal », *Accounting and Business Research*, vol. 26, p. 153-168.