

LA RELATION CAPITAL - INVESTISSEMENT DANS LES FIRMES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES

Philippe Desbrières
Professeur à l'IAE de Dijon
Université de Bourgogne

Résumé

Après avoir mis en évidence les particularités du capital-investissement, relativement à la finance d'entreprise traditionnelle, et procédé à son analyse dans le cadre théorique de la finance organisationnelle, cet article s'intéresse successivement au comportement des investisseurs dans la phase pré-contractuelle puis aux relations prévalant entre les parties après la mise en place du financement. Ces deux derniers points permettent respectivement de montrer les spécificités de ce type d'investissement dans les phases de sélection et d'évaluation de projets, et d'aborder successivement les aspects relatifs à la gestion *a priori* des risques moral et patrimonial, le contrôle courant et *ex post* exercé par les capital-investisseurs et, enfin, la sortie de ce dernier.

Mots-Clés

Capital-investissement, private-equity, financement, finance organisationnelle

Comme le montre le premier chapitre de cet ouvrage « L'approche économico-financière de l'investissement », la théorie financière néoclassique, d'essence normative, s'appuie sur un certain nombre d'hypothèses portant sur les actionnaires, dirigeants et prêteurs (chaque groupe d'acteurs étant considéré comme homogène et doté d'une rationalité illimitée, substantielle), sur les marchés financiers (supposés parfaitement concurrentiels, complets et efficaces) et sur le mode de création de valeur *via* l'investissement (concernant notamment le caractère exogène des flux d'exploitation et la séparabilité totale des décisions d'investissement et de financement).

Cette représentation des organisations a eu pour effet de voir les travaux théoriques se focaliser plus sur la décision de financement que sur les processus d'investissement. Après les travaux de Modigliani et Miller (1958) qui aboutissent à la conclusion que, sur des marchés parfaits, l'investissement est une décision indépendante de la manière dont il est financé, les recherches se sont dans un premier temps orientées vers la définition d'un niveau d'endettement optimal en intégrant dans l'analyse la fiscalité¹ et les coûts de faillite². Puis certains auteurs ont considérablement renouvelé les hypothèses postulées et les cadres méthodologiques utilisés en prenant progressivement en compte le déséquilibre informationnel supporté par les actionnaires³, les coûts d'agence des ressources financières, le degré de spécificité des actifs de la firme et en élargissant l'analyse aux autres parties prenantes (salariés, clients et fournisseurs...)⁴. Ces travaux, que l'on peut regrouper sous le terme de « finance organisationnelle⁵ », ont énormément enrichi la compréhension du comportement financier réel des firmes. Ils ont notamment remis en cause la traditionnelle séparation des décisions d'investissement et de financement.

Ignorée par la théorie financière néoclassique, la relation particulière liant les apporteurs de fonds propres et les dirigeants de firmes cherchant à financer leurs investissements à l'aide d'une augmentation de capital, en d'autres termes la relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales, a progressivement été prise en compte par la théorie financière organisationnelle⁶. Toutefois, cette relation n'a généralement été étudiée que par référence aux sociétés cotées en bourse. Or, il s'avère que les actionnaires

1. Cf. Modigliani et Miller (1963), Miller (1977) et De Angelo et Masulis (1980).

2. Cf. Hamada (1972) et Rubinstein (1973).

3. Cf. Myers et Majluf (1984), Leland et Pyle (1977)...

4. Cf. Jensen et Meckling (1976), Myers (1977), Grossman et Hart (1982), Jensen (1986), Cornell et Shapiro (1987), Williamson (1975, 1988), Shleifer et Vishny (1989), Fama (1990), Castanias et Helfat (1992)...

5. Cf. le chapitre 1, section 2, de cet ouvrage.

6. Cf. les chapitres 1 et 8 (croissance externe) de cet ouvrage.

de celles-ci ne jouent qu'un rôle minime dans le financement de leurs investissements⁷ et qu'une part importante des fonds propres des firmes sont mobilisés hors marché boursier, auprès d'investisseurs professionnels : les capital-investisseurs (*venture capitalists*). En conséquence, nous nous proposons dans ce chapitre d'étudier la relation entre ces spécialistes et les entrepreneurs cherchant à mobiliser du capital pour financer leurs investissements productifs. Cette relation sera désormais implicite lorsque nous parlerons de « capital-investissement ». Ce choix a par ailleurs l'avantage de nous éviter de nous orienter vers une recension supplémentaire des travaux consacrés aux relations entre actionnaires et dirigeants des sociétés cotées en bourse⁸.

Précisons rapidement en quoi le capital-investissement peut être distingué du courant principal de la finance d'entreprise et, finalement, ce qui en justifie l'analyse spécifique. Fondamentalement, le capital-investissement intervient dans le financement de firmes nouvelles ou en phase de changement radical, qui diffère du financement « classique » (par le marché boursier) des sociétés cotées, notamment en matière d'asymétrie informationnelle. Compte tenu de leurs compétences spécifiques, les capital-investisseurs (désormais CI) s'attachent à réduire ce déséquilibre informationnel, en évaluant directement le projet à financer et en mettant en place des mécanismes de contrôle appropriés, ceci plus facilement et radicalement que ne peuvent le faire des actionnaires externes lorsque l'entreprise est cotée (cas des firmes en phase de changement radical) ou s'introduit en bourse (cas des firmes nouvelles).

De plus, le capital-investissement a été jusqu'à une période récente assez négligé par la recherche en finance organisationnelle. Actuellement, les travaux sont assez parcellisés et ne permettent pas une compréhension globale de cette activité et de la relation entre les CI et les entrepreneurs et dirigeants des firmes financées. Une part importante de ces travaux concernent les *leveraged buy-outs*⁹ et les recapitalisations, mais pas directement le capital-investissement.

L'étude de la relation entre le financement par fonds propres et l'investissement réalisé par les firmes trouve donc dans le capital-investissement un terrain privilégié. Ce chapitre a

7. En France, malgré les nombreuses mesures prises en faveur du développement du marché boursier, l'émission nette de fonds propres a financé en moyenne moins de 10 % de l'investissement des sociétés françaises de 1978 à 1993. Par ailleurs, aux États-Unis, sur la période 1985-1989, les actions « émises » ont en fait été des actions rachetées (-10,5% des sources de financement). Cf. Charreaux et Desbrières (1998).

8. Le lecteur trouvera de tels travaux dans Charreaux (1997).

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

un double intérêt. D'une part, il propose une analyse de cette relation dans un contexte différent de celui-ci privilégié par la théorie financière, c'est-à-dire hors marché boursier, et d'autre part, il étudie le processus d'investissement suivi par le CI lui-même et donc la relation entre ce dernier et les entrepreneurs cherchant à mobiliser des ressources stables pour financer leurs investissements. Dans une première section, nous allons approfondir les liens et les différences existant entre le courant principal de la finance d'entreprise et le capital-investissement. La deuxième section est consacrée aux relations contractuelles existant entre les capital-investisseurs et les entreprises industrielles et commerciales, avant que la décision de financement ne soit prise. La dernière section présente, quant à elle, les relations prévalant entre les parties après la mise en place du financement.

1. Capital-investissement et finance d'entreprise

La théorie financière de la firme est traditionnellement divisée en deux parties essentielles (Brealey et Myers, 1997) : la décision d'investissement et la décision de financement. Cette dernière requiert l'analyse des contrats aux termes desquels l'investisseur fournit ses ressources à l'entreprise contre une rémunération reposant sur la valeur future qu'elle créera. Pour ce dernier, la décision d'investissement concerne l'utilisation des fonds qu'il a apportés à la firme (équipements industriels, croissance externe...) et le niveau de richesse qu'elle créera.

Les asymétries informationnelles entre les différentes parties prenantes (actionnaires, dirigeants, prêteurs...) et le risque de sélection contraire ainsi que le risque moral qui en découlent peuvent influencer ou affecter significativement les politiques d'investissement et de financement des firmes. Dans ce contexte, deux axes développés dans le courant principal de la finance d'entreprise alimentent la réflexion spécifique au capital-investissement. Le premier concerne la recherche d'une structure optimale de financement prenant en compte, certes, les intérêts respectifs des prêteurs et des actionnaires, mais tout aussi fondamentalement la répartition de la propriété entre les dirigeants et les investisseurs externes (Jensen et Meckling, 1976). La structuration des ressources financières qui en résulte a de profondes implications en matière de gouvernance des entreprises. Le deuxième axe de référence est constitué de l'ensemble des travaux traitant de l'évaluation des actifs en intégrant le prix du temps et du risque. Par-delà ces liens, l'analyse théorique des relations entre les CI et les firmes qu'ils financent est en de nombreux points très spécifique (cf. tableau 1).

Nous avons déjà précisé que le capital-investissement a essentiellement pour vocation le financement d'entreprises non cotées en bourse. Ces sociétés, généralement de plus faible

taille que leurs consœurs cotées, sont peu soumises à des contraintes légales de publication d'informations et aucun analyste financier ne peut les suivre en permanence. De cette spécificité fondamentale découlent la plupart des différences entre le capital-investissement et la finance d'entreprise traditionnelle.

Contrairement aux actions des sociétés cotées, les investissements en fonds propres réalisés par les CI sont peu liquides, au sens où ils ne peuvent être cédés facilement et à tout moment (Cooper et Carleton, 1979). Mais la distinction la plus importante est certainement celle qui est relative au déséquilibre informationnel supporté par les CI. Premièrement, le marché du capital-investissement est loin d'être efficient. Les entreprises à financer n'étant pas cotées, tous les investisseurs ne disposent pas de la même information, au même instant (Admati et Pfleiderer, 1994). De plus, il est difficile d'évaluer les capacités des entrepreneurs. Les CI connaissent donc globalement beaucoup moins les caractéristiques de leurs cibles que les investisseurs potentiels dans les firmes cotées en bourse. Le degré de spécialisation des CI et la connaissance spécifique qu'il peuvent avoir du secteur d'activité et de l'entreprise à financer déterminent en grande partie la qualité de la sélection et de l'évaluation effectuées et, de fait, la rentabilité de leur décision d'investissement. De ce fait, les CI ne finançant que des projets préalablement étudiés de manière approfondie et leurs apports en fonds propres conditionnant la réalisation de ceux-ci, la dépendance entre les décisions d'investissement et de financement est un constituant explicite de la relation contractuelle entre la firme et le CI, alors qu'elle est davantage une conséquence (lorsqu'elle apparaît) dans le courant principal de la finance d'entreprise. Deuxièmement, les firmes financées sont généralement des sociétés nouvelles ou en phase de changement radical, qui évoluent plus particulièrement dans les secteurs des nouvelles technologies (Barry et *al.*, 1990 ; Megginson et Weiss, 1991 ; Gompers, 1995 ; Amit et *al.*, 1998), ce qui accroît la répartition dissymétrique de l'information entre les entrepreneurs et les investisseurs externes, et nécessite un contrôle relativement serré une fois le financement accordé. Une stratégie d'investissement passive, possible en cas d'acquisition d'actions cotées en bourse, est ici quasiment impossible, les investisseurs ayant d'autant plus de chance de réaliser la rentabilité espérée – compte tenu du niveau de risque accepté – qu'ils sont spécialistes du contrôle de telles firmes.

Ainsi, une fois l'investissement entrepris, les CI s'impliquent davantage dans les sociétés qu'ils financent et adoptent un comportement plus actif et plus interventionniste que les actionnaires de firmes cotées (Sapienza et *al.*, 1996). À ce titre, la détention par les CI de blocs de contrôle est de nature à représenter un système de gouvernance spécifique relativement à ceux trouvés traditionnellement dans les grandes firmes cotées (exercice par les

actionnaires droits de vote, rôle des administrateurs externes et indépendants, rôle des prises de contrôle...¹⁰). Ce système, caractérisé par une plus forte concentration des droits de propriété et par la présence des CI au conseil d'administration, peut d'ailleurs être préférable compte tenu d'un besoin d'information et d'un contrôle des dirigeants plus fréquents (Romano, 1996). Cette propension¹¹ à effectuer un contrôle direct et actif est renforcée par le fait que le montant qu'ils investissent dans une firme représente souvent une part significative des ressources dont disposent les CI, limitant leur capacité de diversification (Robinson, 1987) et que, compte tenu de l'importance du risque spécifique non diversifiable qui les caractérise, leurs investissements sont plus risqués que ceux réalisés par les actionnaires des firmes cotées (Schilit, 1993).

Il apparaît donc que les CI doivent être dotés de compétences spécifiques et distinctives, notamment en matière d'identification, de sélection, d'investissement et de contrôle dans des sociétés nouvelles et/ou en phase de changement radical qui évoluent majoritairement dans les secteurs des nouvelles technologies. Par-delà la difficulté d'obtention d'informations fiables concernant ces firmes et les problèmes de surveillance du comportement de leurs dirigeants, ces compétences sont nécessaires pour l'évaluation du risque et la mise en place d'une structure des ressources financières appropriée. En ce sens, les fonds investis par les CI n'ont pas le même caractère duplicable que les capitaux mobilisables sur un marché boursier et contribuent ainsi plus spécifiquement et davantage au processus de création de richesse des entreprises (Charreaux et Desbrières, 1998). En conséquence, les CI seront aussi particulièrement incités à participer activement au processus de répartition de la valeur qu'ils auront particulièrement contribué à créer. Dans ce contexte, les flux d'exploitation dépendent non seulement du mode de financement, mais aussi de la répartition de la richesse créée par l'investissement.

De plus, dans la lignée des travaux de Williamson (1988), on peut postuler que le capital-investissement est particulièrement adapté au financement d'actifs non redéployables ou très spécialisés. Il l'est aussi si l'on considère l'incertitude pesant sur les *cash flows* futurs d'activités en phase de démarrage, notamment dans les activités impliquées dans les nouvelles technologies.

¹⁰. Pour présentation détaillée, se reporter aux différentes contributions publiées dans l'ouvrage: *Le gouvernement des entreprises*, Charreaux G., Éd., Économica, 1997.

¹¹. En fait notre analyse, centrée sur les relations entre les entrepreneurs et les CI, fait abstraction des relations d'agence pouvant exister entre ces derniers et leurs apporteurs de ressources. Or, comme l'analyse Gifford (1997), les dirigeants de la société de capital-investissement peuvent très bien n'accorder qu'une « attention limitée » aux firmes déjà financées et à l'évaluation des projets étudiés. Se pose donc la question de la mise en

Par ailleurs, la structure de propriété du CI ne devrait pas être sans influence sur la relation entretenue avec les firmes dans lesquels ils interviennent. Si les investisseurs indépendants 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, ceux du secteur public peuvent rechercher la création d'emplois dans certains secteurs d'activité ou dans certaines entreprises « favorisées », plutôt que la performance financière. Le CI filiale d'une banque espérera, *via* son investissement dans une firme, que celle-ci recourra davantage à ses produits et services, 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 pourront tirer un avantage informationnel de leurs investissements dans des firmes de haute technologie, obtenir des licences de production, des droits de commercialisation... (Manigart et Struyf, 1997). De plus, les CI filiales de banques et de compagnies d'assurances (publiques ou privées) 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 sur longue période. Enfin, notons un phénomène récent, surtout pour la France : celui des *business angels*, personnes physiques fortunées prenant des participations minoritaires dans les fonds propres d'entreprises non cotées, généralement en phase de démarrage (*start up...*). Leur processus d'investissement est susceptible de différer de celui des sociétés de capital-investissement, notamment par le fait qu'ils s'impliquent davantage (*hands on investors*) dans les firmes, essentiellement en phase de création ou de démarrage, qu'ils financent¹².

Bien qu'en principe, les méthodes d'évaluation développées dans le courant principal de la finance d'entreprise sont applicables au capital-investissement, l'accès à l'information pertinente peut poser problème. En effet, les sociétés nouvelles et les firmes en phase de restructuration radicale ne peuvent, par nature, présenter qu'une information comptable très limitée (lorsqu'elle existe pour les premières) et se caractérisent par des *cash flows* futurs

place d'un contrat incitant ces dirigeants à fournir l'attention ou les efforts nécessaires à la maximisation de la richesse des actionnaires des CI et des entrepreneurs.

aléatoires et en croissance, ainsi que par une politique de rétention des bénéfices. Dans ce contexte, l'utilisation des méthodes reposant sur des données historiques tout comme celles recourant à une analyse prévisionnelle ou sur les dividendes distribués est problématique. De plus, la faible séparation des décisions d'investissement et de financement qui caractérise la relation contractuelle entre la firme et le CI rend théoriquement inapplicable le critère de la valeur actuelle nette.

Enfin, une dernière distinction entre les CI et les autres apporteurs de ressources financières peut être faite au regard des contextes spécifiques de financement. Par exemple, l'horizon des CI est assez long (au moins cinq ans pour les firmes en phase de démarrage) et il leur est souvent nécessaire de réinvestir plusieurs fois dans la même firme avant de pouvoir sortir (Cooper et Carleton, 1979 ; Sahlman, 1990 ; Gompers, 1995). Les multiples structurations contractuelles, auxquelles donnent lieu les phases successives de financement, peuvent influencer les modalités de la surveillance exercée par les investisseurs. La difficulté de ce contrôle sera accrue lorsque les CI, même lorsqu'ils sont en contact étroit avec les entrepreneurs, n'obtiennent pas toute l'information pertinente.

12. Une littérature émergente se consacre aux *business angels*, cf. Harrison et Mason (1999) et le numéro spécial de *Venture Capital* d'avril-juin 1999 (vol. 1, n° 2).

Tableau 1* : Comparaison entre capital-investissement et finance d'entreprise traditionnelle

Attributs	Finance d'entreprise traditionnelle**	Capital investissement
Importance et disponibilité de l'information	Publication d'information réglementée Information privée limitée	Information non publiée majoritaire et difficile à obtenir
Degré d'efficience du marché	Semi-forte à forte	Très faible
Marché primaire des actions	Accès immédiat Faibles coûts de transaction Capitaux parfaitement duplicables (aucune compétence particulière requise des investisseurs)	Coûts de transaction élevés <i>Activités en phase de démarrage</i> : accès limité aux CI très spécialisés <i>Stades avancés</i> : plus accessibles mais compétence requise en matière de contrôle actif
Marché secondaire des actions	Organisé et liquide	De gré à gré et peu liquide
Rôle disciplinaire des prises de contrôle	Important	Quasi inexistant
Contrôle des dirigeants par les actionnaires	Passif et indirect Rôle important du conseil d'administration et des administrateurs externes	Actif et direct De nature et d'intensité fonction de la structure de propriété et du degré de diversification du portefeuille d'investissement des CI
Spécificité des actifs de la firme financée	Faible ou moyenne	Actifs non redéployables et spécialisés
Séparation des décisions d'investissement et de financement	Généralement forte	Très faible, compte tenu des spécificités de la relation entre les CI et la firme
Décision d'investissement en fonds propres	Stade unique de financement Investissements aisément diversifiables (théorie du portefeuille)	Plusieurs phases successives d'investissement/financement Horizon contraint par la structure de financement du CI Investissements faiblement diversifiables
Évaluation des projets	Utilisation d'une grande variété de techniques	Techniques pertinentes plus restreintes. Faible applicabilité du critère de la valeur actuelle nette. Plus forte prime de risque exigée

* tableau inspiré de celui proposé par Wright et Robbie (1998), modifié et complété.

** telle qu'elle est développée par les auteurs anglo-saxons, dont le référentiel est la firme managériale, caractérisée par un fort degré de séparation des fonctions de propriété et de décision.

Nous reprendrons ultérieurement très largement les problèmes posés par la répartition asymétrique de l'information entre les investisseurs et les entrepreneurs, ceci dans un double contexte. Les CI sont en effet 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 (Sahlman, 1990 ; Amit et *al.*, 1993 ; Barney et *al.*, 1994). Ils peuvent limiter le premier risque en procédant *a priori* à une étude particulièrement fine de leurs projets d'investissement. Ainsi, la deuxième section de ce chapitre s'intéresse-t-elle à la gestion du risque de sélection contraire dans la phase pré-contractuelle. Les modes de régulation *a posteriori* consistent essentiellement en la mise en place de contrats incitatifs et en un contrôle rigoureux de l'évolution de la performance de la firme et du comportement des entrepreneurs, une fois le financement accordé. Cette gestion du risque moral est étudiée dans une troisième et dernière section.

2. Le comportement des capital-investisseurs dans la phase pré-contractuelle

Plusieurs auteurs¹³ ont analysé le processus du capital-investissement, depuis la collecte de ressources jusqu'à la sortie des CI. Bien que chacun d'eux ait un schéma mental particulier (Hisrich et Jankowicz, 1990), on peut distinguer les étapes suivantes dans la phase pré-contractuelle, c'est-à-dire avant l'approbation de l'opération et la mise en place du financement : l'identification des projets ; le filtrage initial ; la sélection finale, l'évaluation et la *due diligence*¹⁴.

L'étape d'identification des projets à financer concerne peu notre problématique car elle fait intervenir la concurrence entre investisseurs, leurs préférences en termes de taille et de profil d'investissement, leur capacité à collecter l'information pertinente et à mobiliser ou recruter les cadres disposant des compétences requises pour mener à bien les transactions. Nous nous intéresserons davantage aux autres étapes du processus, qui sont au cœur des

¹³. Cf. Tyebjee et Bruno (1984), MacMillan et *al.* (1985), Sweeting (1991), Bygrave et Timmons (1992), Fried et Hisrich (1994), Steier et Greenwood (1995), Wright et Robbie (1996). Wright et Robbie (1998) reprochent à ces auteurs de ne pas avoir reconnu la nature dynamique de ce processus, notamment au sujet des nouveaux financements pouvant être accordés à des entrepreneurs ayant à leur actif des expériences réussies avec l'appui de CI.

¹⁴. 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'informations complémentaires auprès des dirigeants et de leurs conseillers (se reporter à Harvey et Lusch 1995 pour un exposé détaillé).

relations entre les entreprises et les CI qui les financent. Fried et Hisrich (1994) et Steier et Greenwood (1995) ont montré le caractère séquentiel de ce processus pour les CI anglo-saxons. La première étape consiste à évaluer si un projet satisfait leurs critères d'investissement selon le stade de développement de la firme visée (démarrage, expansion...), le secteur d'activité ou le montant du financement sollicité. Il s'agit alors de se prononcer sur la viabilité *a priori* du projet. Une évaluation formelle est ensuite effectuée uniquement si le projet est retenu après ce premier test (Wright et Robbie, 1996). Nous étudierons donc dans un premier temps les critères utilisés par les CI lorsqu'ils sélectionnent différents projets parmi l'ensemble de leurs opportunités d'investissement avant de procéder à l'évaluation des firmes concurrentes pour procéder au choix final. Dans un second temps, les différentes méthodes d'évaluation feront l'objet d'une analyse spécifique.

2.1. La sélection des projets d'investissement

Lorsqu'ils étudient l'opportunité de financer le démarrage ou le développement d'une entreprise, les CI sont soumis à un risque de sélection contraire dans la mesure où il leur est difficile d'évaluer aussi bien les capacités et la performance de leurs managers (Amit et *al.*, 1990) que l'efficacité de leur contrôle après l'opération (Stiglitz et Weiss, 1981). Ce risque de sélection, qui provient de l'asymétrie informationnelle caractérisant la relation entre le CI et la firme, souligne l'importance de la sélection des projets¹⁵.

La nature et l'importance du risque de sélection contraire n'est pas identique pour tous les projets d'investissement à financer et peut fluctuer en fonction de la nature et du secteur de ceux-ci. Prenons l'exemple des *leveraged buy-outs*, catégorie dans laquelle les CI européens interviennent le plus, en volume comme en valeur¹⁶. Dans un LMBO, les CI s'appuieront largement sur les connaissances spécifiques détenues par les dirigeants au sujet du secteur d'activité et des marchés de la firme reprise. L'asymétrie d'information est plus importante en cas de LMBO. En effet, n'étant pas en place dans la firme avant l'opération, les entrepreneurs ne disposent pas de la même information spécifique. Cette dichotomie sur laquelle se focalisent les auteurs anglo-saxons (cf. Wright et Robbie, 1996) n'est toutefois pas entièrement représentative des LBO français, qui s'effectuent dans un contexte de transmission d'entreprises indépendantes ou de cession de filiales (ou divisions) dans les groupes (ou firmes multidivisionnelles). Dans le premier cas, le risque de sélection contraire est d'autant plus grand que le fondateur détenait une part essentielle de l'information

¹⁵. Pour une récente revue de la littérature, lire Muzyka et *al.* (1996).

¹⁶. Cf. Murray et Lott (1995), Manigart et *al.* (1997), Desbrières et Broye (1998, 2000).

spécifique et que la complexité de la firme est faible¹⁷. En effet, la personnalisation des fonctions de décision et de contrôle qui en découle fragilise la position des repreneurs surtout lorsque le fondateur n'a pas pris soin de leur déléguer progressivement cette information spécifique et les droits de décisions qui y sont attachés (Jensen et Meckling, 1992). Dans le second cas, le désinvestissement par voie de LBO représente une solution aux problèmes posés par l'intégration de l'activité concernée dans une firme multidivisionnelle ou dans une structure de groupe (dysfonctionnement des marchés internes du capital et du travail ; développement de comportements déviants dans les relations contractuelles, notamment entre les actionnaires, les dirigeants et les salariés...¹⁸). L'opération devrait ainsi permettre aux dirigeants de l'entité ainsi libérée de cette tutelle de corriger ces dysfonctionnements dans les systèmes de contrôle ou d'en adopter de nouveaux, plus efficaces (Hite et Vetsuypens, 1989) et de réaliser des investissements créant davantage de valeur qu'auparavant (Denis, 1992). Le risque de sélection contraire devrait être ici d'autant plus faible que la reprise en LBO se fait autour du dirigeant historique de la filiale (ou de la division), celui-ci détenant l'information spécifique¹⁹.

Dans les autres types d'investissement²⁰, ce risque est d'autant plus grand qu'il est difficile de prévoir la performance future des entrepreneurs²¹, notamment lorsque l'intervention des CI a pour effet de diluer leur taux de participation dans les fonds propres ou lorsque l'entreprise évolue dans les secteurs des nouvelles technologies. Par ailleurs, divers éléments tels que des contraintes budgétaires et de temps, ainsi que d'autres facteurs contingents, peuvent influencer directement le processus de *due diligence* durant la phase de sélection des projets d'investissements (Harvey et 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.

17. Une organisation est complexe lorsque l'information nécessaire à la prise de décision (information spécifique) qui se transmet entre les individus à un coût élevé, est détenue par de nombreux agents (Fama et Jensen, 1983). Dans une firme complexe, le caractère diffus de l'information spécifique et le coût de sa transmission impliquent qu'il est plus efficace de déléguer la décision aux agents qui la détiennent. Dans une firme entrepreneuriale non complexe, l'information spécifique est détenue par le propriétaire-dirigeant qui, pour plus d'efficacité, assure les fonctions de décision et de contrôle.

18. Cf. Wright et Coyne (1985) ainsi que Wright et Thompson (1987). Pour une analyse des différentes motivations économiques du désinvestissement, lire Denning (1988).

19. Pour une analyse de ces spécificités des LBO français et de leurs incidences sur la performance économique et financière des firmes impliquées, lire Desbrières et Schatt (1997).

20. Pour une analyse détaillée du risque perçu par les CI en fonction du stade de développement de la firme, lire Ruhnka et Young (1991).

21. Le risque de sélection contraire est toutefois réduit lorsque l'entrepreneur a déjà eu des expériences de création ou de développement d'activités cofinancées par des CI, ce qui a pour effet de réduire le déséquilibre informationnel supporté par ces derniers (cf. Wright et *al.*, 1997).

D'après les études consacrées à cette 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'intervention sont *a priori* satisfaits selon le stade ou la nature de l'investissement (démarrage, expansion, LBO, rachat de participation²²), le secteur d'activité ou le montant du projet étudié (Fried et Hisrich, 1994 ; Steier et Greenwood, 1995).

Les travaux réalisés sur les critères d'investissement des CI, relevant initialement d'approches essentiellement descriptives des variables prises en compte, se sont progressivement attachés à évaluer l'importance relative de ces différents critères. Par exemple²³, Wright et Robbie (1996) pour le Royaume-Uni ainsi que Desbrières et Broye (1998, 2000) pour la France montrent qu'une des sources d'information les plus importantes (la plus importante pour les derniers auteurs) est le dossier qui inclut les projections des entrepreneurs sur la firme et qui présente la structuration technique, juridique, économique et financière du projet. Ce dossier, que les investisseurs anglo-saxons nomment *business plan*, constitue un élément de référence en matière de définition de la stratégie de la firme financée et est révisé en fonction du développement de celle-ci lorsque les CI sont à nouveau sollicités (Rosenstein, 1988). Il apparaît que l'importance accordée au *business plan* est significativement plus grande en France, en Belgique et aux Pays-Bas qu'au Royaume-Uni et aux USA (Manigart et *al.*, 1999). Les entrepreneurs peuvent toutefois, volontairement ou non, procéder à la rétention d'information importantes ou communiquer aux CI une version déformée de faits majeurs (Sahlman, 1990 ; Amit et *al.*, 1993). On peut s'attendre en conséquence à ce que les CI accordent une grande importance aux rapports émis par des comptables ou auditeurs indépendants, relativement aux informations (notamment comptables et prévisionnelles) fournies par l'équipe managériale. Cette hypothèse a été validée par Desbrières et Broye (1998, 2000) et par Wright et Robbie (1996), respectivement pour les CI français et britanniques. 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.

De plus, face au risque de rétention ou de déformation de l'information par les entrepreneurs, plusieurs études²⁴, essentiellement réalisées aux États-Unis et en Europe,

²². Il s'agit là du rachat de participations, majoritaires ou minoritaires, cédées par des fondateurs de la société ou par d'autres CI.

²³. Le lecteur peut aussi se reporter à Bruno et Tyebjee (1985) ; MacMillan et *al.* (1987) ; Hall et Hofer (1993) ; Rah et *al.* (1994).

²⁴. Cf. MacMillan et *al.* (1985), MacMillan et *al.* (1987), MacMillan et *al.* (1988), Hisrich et Jankowicz (1990), Elango et *al.* (1995) pour les États-Unis ; Muzyka et *al.* (1996), Manigart et *al.* (1997) ainsi que Birley et *al.* (1999) pour l'Europe ; Rah et *al.* (1994) pour la Corée et Desbrières et Broye (1998, 2000) pour la France.

montrent que le capital humain des entrepreneurs, appréhendé à partir de plusieurs éléments²⁵ (degré d'expertise, expérience, personnalité...), est un critère de sélection plus importants que ceux relatifs aux marchés et aux produits de la firme. À ce titre, Wright et *al.* (1997) montrent que les CI britanniques préfèrent intervenir dans les firmes dirigées par des entrepreneurs ayant déjà réalisé d'autres projets à l'aide d'investisseurs, cette expérience ayant pu contribuer au développement de leurs aptitudes commerciales, de leur connaissance d'un secteur d'activité particulier et de leur ambition personnelle. Il apparaît aussi que, dans la sélection de leurs projets d'investissement, les CI américains, britanniques, français, belges et hollandais attachent tous un très grand intérêt au *curriculum vitae* des entrepreneurs et managers et considèrent qu'un accroissement du taux de participation en capital de ceux-ci est un important facteur de réduction du risque qu'ils encourent (Manigart et *al.*, 1999).

Nombreuses sont les études réalisées aux États-Unis à s'être focalisées essentiellement sur le financement d'activités en phase de démarrage²⁶, et dont les résultats ne peuvent être généralisés aux autres stades ou profils d'investissement (expansion, LBO, rachat de participation). Sur la base de cette critique, Fried et 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, ces investisseurs procèdent à une première sélection sur la base de trois critères : (1) la viabilité et le caractère innovateur 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. 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 retiennent davantage la capacité d'absorption de la production par le marché alors que les CI intervenant en phase de démarrage sont surtout intéressés par les caractéristiques de la gamme des produits et par la croissance de leurs marchés, surtout si la firme évolue dans un secteur technologique sur lequel peu d'informations pertinentes sont connues (notamment sur les marchés potentiels des produits). Il apparaît par ailleurs que le financement d'une entreprise en phase de démarrage et la

²⁵. Smart (1999) montre que l'évaluation du capital humain des entrepreneurs est très variable selon les CI et est fonction du stade de développement de la firme à financer.

²⁶. Cette focalisation est très compréhensible si l'on considère la nature des investissements réalisés par les CI américains. Gompers (1995) montre en effet qu'ils concentrent leurs investissements dans des firmes en phase de démarrage (*seed, start-up*) et dans les secteurs des hautes technologies, où les asymétries informationnelles sont importantes et le contrôle fructueux. L'étude de Manigart et *al.* (1999) montre que les CI américains réalisent en moyenne de 35 % à 40 % de leurs investissements dans des activités en phase de démarrage, contre 2 à 3 % tant au Royaume-Uni qu'en France. La Belgique et les Pays-Bas se situent à un niveau intermédiaire avec des proportions moyennes de 13-14 %.

connaissance spécifique qui en résulte contribuent à réduire le risque de sélection contraire sur les projets qui seront ultérieurement entrepris grâce au concours des CI (Sweeting, 1991). Par-delà ces résultats, il serait aussi intéressant d'étudier dans quelle mesure les CI spécialisés dans les rachats de participation sont davantage portés sur les données historiques et donnent la priorité aux informations financières et comptables lorsqu'ils préparent leurs présélections et évaluations.

Une autre distinction peut être introduite selon le degré d'indépendance des CI. Contrairement aux CI captifs (filiales d'une institution financière ou d'une entreprise industrielle ou commerciale) qui n'ont pas à lever des capitaux auprès de tiers, les CI indépendants sont souvent financés par des fonds à durée limitée. Leur structure d'actionariat respective peut donc influencer la nature et l'horizon de leurs investissements. Dans le cas de la France, Desbrières et Broye (2000) ne trouvent pas, en termes de préférence, de différence entre ces deux catégories d'investisseurs, à l'exception des LMBO que les CI indépendants trouvent significativement plus importants que les filiales d'institutions financières. En termes de pratique effective, les premiers apparaissent, effectivement, significativement spécialisés dans les opérations de LMBO alors que les secondes se concentrent dans les investissements de développement. Ces résultats s'opposent à ceux de Wright et Robbie (1996) qui montrent qu'au Royaume-Uni, ce sont les CI « captifs » qui préfèrent investir dans les LMBO et LMBI. Concernant les sources d'information utilisées par les investisseurs dans leur processus de sélection, Desbrières et Broye (2000) trouvent que les investisseurs indépendants accordent significativement plus d'importance à la méthode et à l'horizon de sortie, aux ventes, à la capacité et aux techniques de production, aux produits des firmes étudiées que les CI captifs. Au Royaume-Uni, ces derniers accordent une importance significativement plus grande aux statistiques officielles et rapports émis par des comptables ou auditeurs indépendants. Ils accordent en revanche une moins grande importance à la cohérence globale du *business plan*, aux informations provenant d'autres investisseurs en capital, à l'horizon de sortie et ont moins tendance à élaborer leur propre *due diligence* que les CI indépendants. Là encore, les résultats sont tranchés entre les deux pays puisque leur seul point commun concerne la préférence pour les opérations prévoyant explicitement un horizon de sortie par les investisseurs indépendants, relativement aux CI captifs.

L'étude de Muzyka et *al.* (1996) souligne quant à elle que les CI européens 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 CI

accordent la plus grande attention à l'investissement en capital humain de l'entrepreneur et à la qualité de son équipe ainsi que, dans une moindre mesure, aux caractéristiques financières et de produits/marchés du projet considéré. L'étude complémentaire consacrée aux seuls LMBO de Birley et *al.* (1999) aboutit aux mêmes conclusions. Ces résultats sont corroborés par Wright et Robbie (1996) pour le Royaume-Uni, par Manigart et *al.* (1997, 1999) dans le cadre de comparaisons internationales et par Desbrières et Broye (1998, 2000) pour la France. Ces études montrent que les CI accordent une grande importance aux attributs spécifiques de la cible. Parmi les informations contenues dans leur rapport de *due diligence* et outre les données comptables (passées et prévisionnelles), ces investisseurs 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...).

2.2. L'évaluation des projets d'investissement

Après avoir présélectionné un certain nombre de projets d'investissements satisfaisant les critères déterminés en fonction de leur nature ou de leur stade (démarrage, développement, LBO, rachat de participation), 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, il est possible de 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...). Seules les méthodes fondées sur l'actualisation trouvent une justification théorique au vu de la théorie financière traditionnelle (Copeland et Weston, 1983). Elles présentent l'intérêt de ne pas porter sur des données historiques (difficiles à obtenir dans certains cas, notamment pour les activités en phase de démarrage...), mais elles posent la question de la fiabilité des prévisions lorsque l'environnement est très fluctuant. Des études de sensibilité peuvent alors limiter ce problème²⁷. De plus, les méthodes

²⁷. Un autre inconvénient de ces méthodes 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

fondées sur l'actualisation des dividendes futurs devraient être faiblement utilisées par les CI du fait des faibles taux de distribution généralement pratiqués après la mise en place du financement, les montages financiers étant davantage axés sur la réalisation de plus-values à moyen terme²⁸.

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 (Dixit et 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 à la nature des sociétés elles-mêmes. Les investissements en R&D ou bien une connaissance spécifique des entreprises 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 d'utilisation 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 ce chapitre.

Les projets d'investissement en capital sont généralement valorisés à l'aide d'une ou plusieurs des techniques classiques d'évaluation. Celles-ci sont alimentées par les données comptables et financières regroupées dans le *business plan* transmis au CI par les entrepreneurs. Comme nous l'évoquions précédemment, les données prévisionnelles de ce document peuvent être soumises à une analyse de sensibilité par les entrepreneurs et leurs conseils et par le capital-investisseur, en tenant compte de l'incidence anticipée sur la performance d'autres informations.

En France, les multiples (PER, multiples de BAI²⁹, multiples approximatifs du secteur...) ainsi que le prix de transactions récentes, sont les critères quasi systématiquement utilisés par les CI de préférence aux critères fondés sur la valeur actuelle des flux futurs (Desbrières et Broye, 2000). Ces résultats confirment partiellement ceux obtenus au Royaume-Uni, qui montrent que les CI privilégient les critères d'évaluation reposant sur des multiples de bénéfices, particulièrement dans le cadre d'investissements dans les stades

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.

²⁸. Tel est typiquement le cas des LBO (cf. Desbrières, 1995) ou des investissements de démarrage nécessitant un fort taux d'autofinancement de la croissance future.

²⁹. Bénéfice avant intérêts et impôts.

avancés (Wright et Robbie, 1996). En Belgique et aux Pays-Bas, c'est la méthode des flux futurs actualisés puis les différents multiples qui sont privilégiés alors qu'aux États-Unis, ce sont le multiple du BAII, la valeur actuelle des flux futurs ainsi que la valeur de transactions récentes (Manigart et *al.*, 1999). Dans tous ces pays, les critères patrimoniaux (valeurs de liquidation, de remplacement...) sont très peu utilisés. De plus, ces trois études montrent que les investisseurs ont davantage recours aux techniques d'évaluation fondées sur l'actualisation de *cash flows* futurs qu'aux méthodes patrimoniales/comptables par rapport aux CI intervenant dans les fonds propres de firmes cotées (cf. Arnold et Moizer, 1984 ; Pike et *al.*, 1993). DeAngelo (1980) a, quant à elle, montré que pour l'évaluation de firmes candidates à des LBO, les CI utilisent une large panoplie de techniques afin de parvenir à une fourchette de valeur dans laquelle un prix de transaction acceptable peut être négocié.

D'une manière générale, le recours à une technique d'évaluation spécifique est naturellement lié à des 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*. Aussi, le coût de cette dernière, relativement au montant à investir, et les contraintes de temps dans la négociation peuvent nuire à la réalisation de la transaction (Robbie et Wright, 1996). C'est pourquoi 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 capital-investisseurs. De plus, un facteur important est susceptible d'influencer la valorisation de la firme par le CI et la négociation entre les parties prenantes. Il s'agit de la compétence, du niveau d'effort et d'implication des dirigeants (voire de l'ensemble du personnel) ; des caractéristiques du marché des produits de la firme ; de la contribution financière des dirigeants ; de l'horizon de sortie anticipé (sur le marché boursier...) ³⁰. L'asymétrie informationnelle existant entre les CI et les entrepreneurs, et les risques (de sélection contraire et moral) qui en découlent, font que les premiers sont tentés d'exiger une prime de risque ayant pour effet de réduire la valeur de la firme et, par conséquent, le taux de participation des seconds.

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. Selon la théorie financière traditionnelle, la rentabilité exigée d'un investissement devrait être fonction de son niveau de risque non diversifiable. Les

³⁰. Il s'agit là des facteurs de risque les plus importants pour les CI européens. Cf. Wright et Robbie (1996), Manigart et *al.* (1997), Desbrières et Broye (1998, 2000).

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, comme nous l'avons évoqué dans la première section de ce chapitre, les montants investis représentent souvent une part significative des ressources dont disposent les CI, ce qui limite leur capacité de diversification (Robinson, 1987) et leur fait supporter un risque spécifique non diversifiable (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 le risque spécifique de celui-ci, et exiger une prime de risque supérieure à celle théoriquement exigible dans le cadre du MEDAF (c'est-à-dire lorsque les investissements sont parfaitement diversifiables).

Une étude comparative sur le plan européen (cf. tableau 2) montre une grande dispersion du taux de rentabilité requis par les CI selon le pays dans lequel les investissements sont réalisés. La hiérarchie des primes de risque, systématiquement plus élevées au Royaume-Uni³¹ qu'en France par exemple, reste pour l'heure inexplicite. Des travaux complémentaires s'avèrent donc nécessaires. Une hiérarchie est aussi constatée selon la nature de l'investissement envisagé. Assez logiquement compte tenu de leur risque spécifique (cf. la section 1 de ce chapitre) et pour tous les pays étudiés, les TRI requis sont plus élevés pour les investissements en phase de démarrage (*seed, start-up...*) que pour les autres stades d'investissement. Le risque perçu sur les *buy-outs* est en effet plus faible compte tenu de l'anticipation de leurs effets positifs provenant de la modification de la structure de propriété et de l'équipe managériale, du niveau d'endettement du montage et de la forte implication financière des repreneurs (Desbrières et Schatt, 1997). Les investissements d'expansion et les rachats de participation de remplacement sont aussi perçus comme moins risqués compte tenu de la plus grande ancienneté des firmes concernées et d'un horizon d'investissement plus court. Les résultats obtenus par Manigart et *al.* (1997) corroborent ceux de Murray et Lott (1995) qui montrent que, si les CI requièrent une prime de risque spécifique lors de

³¹. L'étude de Manigart et *al.* (1999) montre que les TRI requis par les CI américains et britanniques sont identiques, à l'exception de la catégorie des LMBO/LMBI pour lesquels les premiers exigent le même taux de rentabilité que les CI français.

l'évaluation des projets à fort contenu technologique, le stade ou le profil de l'investissement (démarrage, expansion, LBO...) est un facteur plus important dans la détermination du TRI requis pour le projet, que le type de technologie impliquée.

Tableau 2 : Taux de rentabilité requis par les CI selon le pays et la nature de l'investissement

Médiane	Royaume-Uni (n = 66)	France (n = 32)	Belgique/Pays-Bas (n = 38)
Ensemble	30 %	25 %	15 %
Démarrage	46 – 55 %	36 – 55 %	31 - 35 %
Expansion	26 – 30 %	21 – 25 %	21 – 25 %
LMBO	31 – 35 %	26 – 30 %	21 – 25 %
LMBI	31 – 45 %	26 – 30 %	21 – 25 %
Rachat de participation	-	26 – 30 %	< 20 %

n = nombre d'observations

Source : Manigart *et al.* (1997).

Cette étude comparative montre aussi que les autres facteurs influençant le plus la détermination du niveau du TRI requis sont, par ordre d'importance dans les pays étudiés, le degré d'innovation du projet ou de la firme financée, la durée de l'investissement, le fait qu'une sortie est ou non planifiée et les conditions économiques générales (cf. Manigart *et al.*, 1997). Ces résultats confortent nos développements sur les spécificités du capital-investissement relativement à ceux issus du courant principal de la finance d'entreprise (cf. *supra*, section 1). De plus, les CI français se distinguent de leurs homologues européens et américains dans le sens où ils sont particulièrement plus sensibles à la zone géographique et à la structure de financement du projet (Manigart *et al.*, 1999). Ce dernier point peut à nouveau s'expliquer par le fait que, leur activité étant fortement conditionnée par les LBO (qui représentent près de 50 % de leurs investissements en volume et en valeur) les CI français, davantage préoccupés par le niveau de leur risque financier, mettent en place des montages moins tendus qu'aux États-Unis. Tout accroissement de celui-ci provoquera un ajustement à la hausse du TRI requis. Ainsi, un projet sera plus ou moins attractif selon sa structure financière, surtout dans un contexte de non-séparabilité des décisions d'investissement et de financement. Norton et 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, rachat de participation).

Indépendamment du projet lui-même, les choix stratégiques et les caractéristiques organisationnelles des CI (diversification et horizon des investissements, taille, structure d'actionnariat, modalités de contrôle des entrepreneurs...) peuvent influencer l'équilibre de la relation qu'ils entretiennent avec les firmes financées, notamment en termes de risque perçu et de rentabilité requise. Premièrement, comme il lui est difficile de procéder à une diversification sectorielle de ses investissements, compte tenu de l'importance relative de ceux-ci (Robinson, 1987), le CI peut chercher à les répartir entre différents stades (démarrage, développement, LBO, rachat de participation). Il devrait donc théoriquement exiger un taux de rentabilité inversement proportionnel au degré de diversification de son portefeuille. Il a été observé que certains CI choisissent la voie de la spécialisation dans les investissements en phase de démarrage ou les *buy-outs* (Robinson, 1987 ; Norton et Tenenbaum, 1993b ; Gompers, 1995 ; Muzyka et al., 1996). Gupta et Sapienza (1992) montrent même que les CI spécialisés dans les investissements en phase de démarrage interviennent sur un nombre limité de secteurs d'activité et de zones géographiques. Une plus grande concentration des investissements dans un stade et dans une industrie donnés devrait alors conduire à un accroissement de la rentabilité exigée, surtout lorsqu'il s'agit de projets ou d'entreprises en phase de démarrage, qui sont plus sujets à la défaillance et dont les flux futurs sont moins prévisibles (Elango et al., 1995). Néanmoins, cette stratégie de concentration est aussi susceptible de favoriser le développement d'une expertise et l'acquisition de connaissances spécifiques, réduisant ainsi le risque spécifique des projets (courants et futurs) et donc le taux de rentabilité requis. Rappelons à ce titre les résultats de Sweeting (1991) selon lesquels le financement d'une entreprise en phase de démarrage (plus risquée que les firmes en stade plus avancé) et la connaissance spécifique qui en résulte contribuent à réduire le risque de sélection contraire sur les projets qui seront ultérieurement entrepris, et financés par les CI. Norton et Tenenbaum (1993a) trouvent aussi des résultats allant dans ce sens. Ces auteurs montrent en effet que les CI n'ont pas davantage recours aux actions privilégiées lorsqu'ils investissent dans des projets en phase de démarrage ou lorsqu'ils sont soumis à une plus grande proportion de risque non systématique (ou spécifique).

Concernant l'incidence de la structure de propriété des CI, l'étude de Wright et Robbie (1996) montre pour le Royaume-Uni qu'en matière d'évaluation de leurs investissements, les CI « captifs » attachent beaucoup plus d'importance aux multiples (PER, multiples de BAI) et à la valeur de remplacement des actifs que les CI indépendants. Ils sont aussi plus attentifs

au niveau d'endettement du montage financier, à l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés et du rendement en dividende obtenu, mais accordent moins d'intérêt aux variations des débouchés commerciaux des biens et services produits. Il n'est pas trouvé pour la France de différence significative entre ces deux catégories d'investisseurs concernant le TRI requis pour chaque catégorie d'investissement, les facteurs pouvant influencer celui-ci et les méthodes d'évaluation utilisées (Desbrières et Broye, 2000).

Par ailleurs, nous avons décrit le caractère imparfait et peu liquide du marché du capital-investissement et le risque moral supporté par le CI (cf. section 1 de ce chapitre). Dans ce contexte, la mise en place de mécanismes incitatifs (contrôle *a priori*) et de procédures de surveillance (contrôle *ex post*) spécifiques est susceptible de réduire le risque de comportement opportuniste de l'entrepreneur. Le taux de rentabilité requis par le CI devrait donc être une fonction négative de l'intensité du contrôle qu'il pourra exercer une fois le financement accordé. L'accroissement de valeur imputable à l'activité de surveillance devrait être d'autant plus important que le projet est risqué (Sapienza et *al.*, 1996) – ce qui est particulièrement le cas pour les investissements en phase de démarrage – et que le CI est le *leader* du tour de table. Parallèlement, et conformément aux théories de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et des signaux (Leland et Pyle, 1977), le pourcentage de capital détenu par l'entrepreneur ou le dirigeant de la firme après intervention du CI contribuera à réduire le risque perçu du projet et, corrélativement le taux de rentabilité exigé pour celui-ci. Rappelons à ce titre que la contribution financière des entrepreneurs est jugée par les CI comme étant *a priori* un facteur important de réduction de leur risque (Manigart et *al.*, 1999 ; Desbrières et Broye, 2000).

Enfin, compte tenu de la liquidité sur le marché secondaire de leurs titres, les actionnaires de sociétés cotées ne rencontrent pas de problèmes pour réinvestir les liquidités résultant de leurs cessions de titres. Tel n'est pas le cas pour les CI qui ne disposent pas systématiquement d'opportunités de réinvestissement lors de chaque sortie. Aussi, plus l'horizon de l'investissement est court, notamment pour les CI indépendants financés par des fonds à durée de vie limitée, plus celui-ci se retrouvera rapidement face à ce problème. En conséquence, toutes choses égales par ailleurs, on peut s'attendre à ce que le taux de rentabilité requis soit d'autant plus faible que l'horizon d'investissement est long. Les travaux réalisés jusqu'ici vérifient partiellement cette hypothèse. Si, d'une manière générale, les TRI requis sont d'autant élevés que l'horizon d'investissement est éloigné, des exceptions sont mises en évidence pour les investissements d'expansion relativement aux LMBO/LMBI en France et au Royaume-Uni, ainsi que pour les rachats de participation en France (Manigart et

al., 1997). Pour ces derniers, l'horizon est plus court que celui des *buy-outs*, mais le TRI requis est le même.

Par-delà les dimensions présentées, la perception du risque semble aussi influencée par des facteurs contingents (Sitkin et Pablo, 1992) comme les caractéristiques individuelles des dirigeants, la culture organisationnelle, la culture internationale et l'environnement international. Concernant les premières, il a été montré que le fait que l'entrepreneur ait déjà eu des expériences de création ou de développement d'activités cofinancées par des CI concourait à réduire le risque de sélection contraire supporté par ces derniers (Wright et *al.*, 1997). Toutefois, March et Shapira (1987) ont trouvé que le comportement face au risque des dirigeants d'organisations se modifie dans le temps, et plus particulièrement qu'ils ont tendance à sous-estimer le risque après des expériences réussies. Ce facteur est donc susceptible d'influencer la détermination du taux de rentabilité requis par les CI.

Dans la troisième section de ce chapitre, nous nous intéressons à la nature des relations entre les CI et les firmes industrielles et commerciales, une fois le financement accordé.

3. La relation contractuelle entre les capital-investisseurs et les entrepreneurs

Le choix de la firme à financer (parmi l'ensemble des projets étudiés) et du montant à investir étant réalisé, on peut supposer que le risque de sélection contraire a été correctement géré. Le CI reste cependant soumis à deux types de risque : un risque patrimonial, inhérent à sa décision d'investir dans les fonds propres de l'entreprise considérée, et un risque moral, qui provient du caractère incomplet du contrat passé avec l'entrepreneur ou le dirigeant de la firme, dont le comportement est imparfaitement observable et la performance relative (après élimination des effets résultant de l'environnement) difficile à évaluer. Compte tenu de la spécificité des ressources qu'il apporte à la firme financée et de l'importante contribution au processus de création de richesse qui en résulte, le CI est très mobilisé par la minimisation de ces risques. Ce faisant, il s'impliquera fortement dans le processus de répartition de la richesse créée. Nous allons donc étudier dans cette section comment les CI peuvent réduire ces risques – et les conflits qui en résultent – lors de la structuration du financement accordé et une fois celle-ci établie. Un dernier paragraphe sera ensuite consacré aux incidences particulières de l'achèvement de cette relation contractuelle.

3.1. La gestion *a priori* du risque patrimonial et du risque moral

La structuration du montage financier permettant l'intervention du CI a de nombreuses incidences sur la gouvernance de la relation entre les investisseurs et les entrepreneurs. Le

risque supporté par les financiers peut en effet être réduit de différentes manières complémentaires. Premièrement, l'implication de CI permet le partage des risques. Deuxièmement, le montage financier peut prévoir la mise en place de mécanismes incitatifs destinés aux dirigeants de la firme.

L'intégration d'investisseurs dans la structure de financement de la firme réduit par nature le risque supporté par l'entrepreneur, qui ne sera plus seul responsable du passif en cas de défaillance de la firme. Selon Amit et *al.* (1990), ce partage du risque est d'ailleurs, plus que l'obtention de nouveaux fonds propres, la motivation première des entrepreneurs qui ouvrent le capital de leur entreprise à des CI. En contrepartie, il devra partager avec ceux-ci les gains si l'investissement réalisé grâce à leur financement s'avère rentable. Deux approches permettent d'analyser l'intérêt de la syndication du point de vue des apporteurs de ressources. Selon l'approche financière traditionnelle, l'intégration dans le tour de table de plusieurs CI permet à ceux-ci d'organiser une syndication du financement et donc du risque de défaillance. Cette syndication est d'autant plus utile que la taille de l'investissement considéré est importante relativement à celle du portefeuille du CI (Chiplin et *al.*, 1997³²) et que celui-ci se doit de ne pas être moins performant que ses concurrents pour obtenir ultérieurement de nouvelles ressources (Sahlman, 1990 ; Lerner, 1994a). Selon l'approche fondée sur les ressources (*Resource-Based View*), la syndication peut conduire à une meilleure sélection des projets d'investissement qui seraient approuvés par les parties en présence (Sah et Stiglitz, 1986) et à un meilleur contrôle *ex post* une fois ceux-ci réalisés (cf. *infra*, section 3.2.). L'étude de Bygrave (1988) montre qu'une motivation essentielle de cette syndication est le partage d'informations contribuant à réduire l'incertitude, cette considération pouvant être au moins aussi importante que l'objectif de répartition du risque patrimonial entre plusieurs investisseurs. Les nombreux résultats mis en évidence par Lockett et Wright (1999) sont plus tranchés puisqu'ils attestent que les arguments financiers précédemment évoqués expliquent davantage et plus significativement le recours des CI à la syndication que ceux fondés sur les ressources, ceci d'autant plus que les investissements envisagés sont de taille importante.

Il est aussi possible d'organiser le financement de la firme en plusieurs étapes, plutôt qu'en une seule (Sahlman, 1990 ; Gompers, 1995). La surface financière engagée lors de l'établissement de la transaction, donc le montant confié à l'entrepreneur, étant moindre, le risque patrimonial et le risque moral supporté par les CI s'en trouvent limités. En incitant l'entrepreneur à créer de la valeur et à ne pas adopter un comportement déviant de manière à

³². Les auteurs trouvent que 66 % des MBO/MBI britanniques de plus de 10 millions de £ ont vu leur montage faire l'objet d'une syndication, contre 23 % pour les opérations de taille inférieure.

ce que les futurs stades de développement de la firme soient toujours financés, cette stratégie concourt à limiter *a priori* les conflits d'agence entre les CI et l'entrepreneur.

Un problème particulier se pose en cas de financement de la firme en plusieurs étapes, lorsque des investisseurs interviennent dans le montage financier mis en place antérieurement par des CI plus expérimentés (Lerner, 1994a). Un modèle normatif proposé par Admati et Pfleiderer (1994) s'intéresse dans ce contexte à la répartition des droits de propriété entre les entrepreneurs et les investisseurs. Selon les auteurs, la syndication s'opère alors à l'aide de contrats spécifiques liant les CI, l'entrepreneur et les investisseurs intervenant dans la seconde phase, selon la nature du financement et de la surveillance que les différents apporteurs de ressources veulent exercer. Selon les auteurs, le contrat optimal est celui par lequel les CI détiennent une participation fixe dans les fonds propres de la firme, ce qui signifie qu'ils participeront dans les mêmes proportions aux augmentations de capital qui pourront avoir lieu ultérieurement pour financer son développement. Ce contrat a l'intérêt de rendre la rentabilité de l'opération pour les CI indépendante de l'évaluation future des titres de la firme, ce qui réduit les conflits d'intérêts potentiels entre les investisseurs entrant dans le tour de table à des périodes différentes. Lerner (1994a) fournit des résultats qui vont dans ce sens.

Un autre problème survient lorsque les entrepreneurs voient leur taux de participation fortement dilué après l'intervention des CI, ou lorsque des managers, mandatés par les entrepreneurs, ne sont pas eux-mêmes détenteurs d'une participation significative³³ dans les fonds propres de la firme. Le montage financier peut alors prévoir la mise en place de mécanismes incitatifs, visant à aligner la rémunération des dirigeants sur la performance financière de la firme qu'ils gèrent. Dans ce contexte, il est possible de leur octroyer des *stock-options* dont la maturité correspondrait à l'horizon d'investissement des CI. Indépendamment de la question de leur efficacité en termes de réduction du risque moral supporté par les investisseurs³⁴, la mise en place des *stock-options* pose plusieurs problèmes, concernant notamment la spécification de la mesure de performance financière à retenir (l'entreprise n'étant pas cotée), la possible manipulation des résultats comptables par les dirigeants et le choix de la maturité, ce dernier étant d'autant plus complexe que plusieurs CI

³³. Dans ce cadre d'analyse, le caractère significatif du niveau d'actionnariat des dirigeants est à appréhender non pas dans l'absolu, mais relativement à leur fortune personnelle. Plus cette proportion est importante, plus ils seront incités à maximiser la valeur des fonds propres de la firme et plus grande sera la convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires. Cf. Desbrières (1997a).

³⁴. Pour une analyse théorique approfondie du caractère incitatif des *stock-options* et une synthèse des résultats empiriques obtenus, lire Desbrières (1991, 1999b) ainsi que Chua et Woodward (1993) dans le contexte spécifique du capital-investissement.

interviennent dans le tour de table avec des motivations et horizons différents, dans un cycle de financement dynamique (possibilité de plusieurs phases de financement successives).

Afin de réduire les problèmes liés à l'asymétrie informationnelle et au risque moral et pour mettre en place *a priori* les modalités et la périodicité du contrôle de la firme financée, Sweeting (1991) et Mitchell et *al.* (1995) ont montré que les CI négocient l'obtention d'informations comptables, dont le volume et la fréquence excèdent ceux généralement requis dans les statuts des sociétés cotées. Le respect scrupuleux du calendrier selon lequel doit être fournie l'information pertinente est susceptible d'être un important facteur d'accroissement de la confiance, de l'assistance en matière de financement et de prise de décision accordées par le CI à l'entrepreneur, et de réduction de la fréquence du contrôle exercé (Sapienza et Korsgaard, 1996). Mitchell et *al.* (1998) trouvent, à ce titre, que le système d'information comptable des sociétés ainsi financées évolue fortement dans ce sens après l'intervention des CI. Parallèlement, des arrangements contractuels peuvent prévoir, à l'instar des clauses introduites dans les contrats de prêts, que les CI exerceront une option de sortie anticipée du tour de table ou ne participeront pas à une nouvelle tranche de financement initialement prévue, si d'aventure les indicateurs comptables produits par l'entreprise se révélaient insuffisants. Compte tenu des risques spécifiques pesant sur ces opérations, le mécanisme de gouvernance mis en place par les CI est plus strict dans le cas des LMBI que dans celui des LMBO. Ils obtiennent en effet un *reporting* financier plus fourni et plus fréquent, et favorisent une plus grande attribution de *stock-options* aux dirigeants des firmes ainsi reprises (Robbie et *al.*, 1992).

Enfin, nous avons vu que l'inexistence d'un marché liquide du titre peut rendre problématique la sortie future des investisseurs. Or les CI accordent une importance particulière aux modalités et à l'horizon de sortie, ce dernier étant considéré comme étant un facteur de risque important (Manigart et *al.*, 1999), surtout par les CI indépendants (Desbrières et Broye, 2000). Il est donc possible, lors de la structuration du montage financier, notamment par la rédaction de pactes d'actionnaires, de prévoir *a priori* l'horizon et les modalités de leur sortie. Chaque CI peut, par exemple, négocier avec les autres investisseurs et l'entrepreneur l'obtention d'une option de vente de ses actions avec une maturité correspondant à son horizon d'investissement et un prix d'exercice qui lui garantirait une

rentabilité cohérente avec le risque assumé, quitte à ce qu'il leur consente un droit de préemption sur ces titres³⁵.

3.2. Le contrôle courant et *ex post* exercé par le capital-investisseur

Considérons maintenant la phase d'exécution des contrats. Par-delà la syndication du risque patrimonial et la réduction *a priori* du risque moral, les CI sont toujours soumis au risque lié à l'imparfaite observabilité du comportement et de la performance de l'entrepreneur. Toutefois, même lorsque le montage financier intègre plusieurs investisseurs, la grande concentration des droits de propriété de la firme financée et la présence des CI au conseil d'administration favorise un contrôle actif, relativement à celui qui est observé dans les firmes cotées (Sapienza et *al.*, 1996). Selon une conception traditionnelle, l'incitation des CI à produire un contrôle efficace sera d'autant plus grande que l'asymétrie informationnelle est importante et que les montants investis représentent une part significative des ressources dont ils disposent, ce qui limite ainsi leur capacité de diversification (Robinson, 1987) et accroît leur risque spécifique non diversifiable (Schilit, 1993). Elle est plus fondamentalement fonction du degré de spécificité des ressources apportées par le CI (cf. section 1) et par sa contribution au processus de création de valeur (Charreaux et Desbrières, 1998). Cette structure mise en place, qui aboutit à un système de gouvernance spécifique, est donc de nature à limiter les conflits potentiels entre les parties prenantes, notamment au niveau du processus de répartition de la richesse créée.

Barney et *al.* (1989) ont trouvé que ce système de gouvernance est d'autant plus élaboré que le risque de conflits d'agence et le risque d'exploitation des firmes financées est important. Dans le même sens, Sapienza et *al.* (1996) ont montré que les CI s'impliquent moins dans le contrôle d'activités dont le niveau de développement est assez avancé et qui paraissent moins risquées. Après avoir défini trois degrés d'assistance³⁶ à la firme financée, Elango et *al.* (1995) montrent aussi que le niveau d'implication des CI est fonction du stade ou de la nature de l'investissement (démarrage, expansion, LBO...). Les CI spécialisés dans les investissements de démarrage sont ainsi plus enclins à introduire les entrepreneurs auprès de

³⁵. Pour une présentation des clauses statutaires et extra-statutaires (dont les pactes d'actionnaires) dans une problématique d'organisation de la répartition du pouvoir ou de l'évolution de l'actionnariat des entreprises, se reporter à Desbrières (1995).

³⁶. Les auteurs ont en effet distingué les trois niveaux d'assistance suivants : plus de 20 heures consacrées chaque mois par les CI à la firme financée, de 10 à 20 heures et moins de 10 heures par mois. Le cas échéant, leur implication apparaît à plusieurs niveaux : recherche de nouveaux clients, distributeurs et fournisseurs, recrutement de dirigeants, développement de la gamme des produits et services, amélioration de la gestion opérationnelle et, évidemment, apports de nouvelles ressources financières. Cf. Elango et *al.* (1995) ainsi que MacMillan et *al.* (1988).

nouveaux clients et fournisseurs et à les aider dans la planification opérationnelle de la firme. Les investisseurs dont le niveau d'implication est élevé apportent ainsi une plus grande assistance en matière de financement additionnel, de recrutement de managers, de gestion opérationnelle.

La littérature financière consacrée aux relations d'agence dans les firmes caractérisées par une forte séparation des fonctions de propriété et de décision assigne au conseil d'administration un rôle majeur en matière de contrôle des dirigeants³⁷. Sur la base d'études de cas d'entreprises évoluant dans les secteurs de haute technologie aux États-Unis et financées par des CI, Rosenstein (1988) a mis en évidence que la taille du conseil de ces firmes est typiquement plus faible que dans les grandes sociétés par actions à capital diffus. De plus, ce conseil apparaît contrôlé par les CI, ceux-ci ayant un haut niveau d'expertise et entretenant des relations étroites avec les entrepreneurs. La présence des CI au conseil est d'autant plus forte que la localisation géographique de ceux-ci est proche de celle de la firme financée (Lerner, 1995). Les réunions du conseil d'administration sont d'autant plus fréquentes que la firme financée est à un stade de développement peu avancé (mensuelles pour les *start-up*), cette fréquence diminuant progressivement avec le temps. La réalisation des objectifs, une grande expertise et expérience des entrepreneurs contribuent aussi à atténuer l'intensité du contrôle exercé par les CI. Dans une étude de plus grande envergure, Rosenstein et *al.* (1993) confirment la plus faible taille des conseils des firmes « high-tech » financées par des CI (5 à 6 membres en moyenne, ce qui représente moins de la moitié de la taille moyenne du conseil des firmes à capital diffus), le contrôle majoritaire des administrateurs externes (70 % des membres), les capital-investisseurs y étant représentés en moyenne pour plus de 46 %. Conformément aux résultats obtenus antérieurement par MacMillan et *al.* (1988), la présence de ces administrateurs externes dans le conseil permet aux entrepreneurs, par ordre d'importance, de tester les propositions présentées au conseil, de bénéficier d'interfaces avec le groupe des investisseurs, et d'être contrôlés sur la performance d'exploitation et sur les performances financière et d'exploitation. Rosenstein et *al.* (1993) trouvent que cette présence leur permet de surcroît d'obtenir une assistance dans le recrutement et le remplacement de cadres dirigeants. Certaines nuances apparaissent dans cette étude selon le stade de développement de la firme financée et selon que les CI considérés font partie ou non des vingt plus gros investisseurs aux États-Unis. Par exemple, seuls les dirigeants d'entreprises en phase de démarrage trouvent que les plus gros CI-

³⁷. Le lecteur trouvera des revues de cette littérature et des prolongements originaux dans les chapitres 5 à 8 de l'ouvrage édité par Charreaux (1997).

administrateurs sont plus utiles en matière de recrutement et de remplacement de managers, le rôle de test des propositions étant relégué en cinquième position.

De plus, compte tenu du fait que l'actionnariat des entreprises financées par les CI est très concentré relativement aux firmes managériales ce qui favorise, comme nous l'avons vu, un contrôle direct des entrepreneurs, le rôle de contrôle du conseil d'administration pourrait être secondaire ou, à tout le moins, son activité pourrait être limitée à certains événements importants (Barry, 1994). Lerner (1995) trouve à ce titre que, dans le secteur des biotechnologies, la représentation des CI aux activités du conseil augmente notablement lors des périodes de remplacement des dirigeants alors que celle des autres administrateurs reste stable. L'obtention de sièges au conseil d'administration semble toutefois être le mode de contrôle privilégié par les CI dans les opérations de *buy-outs* britanniques (Robbie et al., 1992). Il apparaît néanmoins pour les opérations de petite taille, et quand bien même le conseil inclurait des administrateurs non-dirigeants, que les CI ne réagissent pas aussi rapidement que l'on pourrait s'y attendre aux signes avant-coureurs d'une réduction de la performance de la firme (Robbie et Wright, 1996).

Plusieurs auteurs ont étudié le processus de contrôle des CI. En recourant à un pairage entre les CI majoritaires dans le financement et les dirigeants des firmes américaines étudiées, Sapienza (1992) montre que l'implication du CI est d'autant plus efficace que les contacts entre ces deux parties sont nombreux et ont un caractère informel et libre, et que la performance de la firme financée est importante. Avec la même méthodologie, Sapienza et Gupta (1994) trouvent que la fréquence des relations entre entrepreneurs et CI est d'autant plus élevée que les objectifs de celles-ci ne convergent pas, que l'expérience des dirigeants est faible, que le projet financé est en stade de démarrage (*seed, start-up*) et que le degré d'innovation technologique de ce projet est élevé. Contrairement à leurs anticipations, ils mettent en évidence que le niveau d'actionnariat des dirigeants n'a pas d'influence sur la fréquence de ces relations. En fait, lorsqu'ils partagent les mêmes objectifs, les échanges d'informations entre les CI et les dirigeants sont d'autant plus fréquents que l'environnement du projet ou de l'activité financée est incertain. Néanmoins, ce résultat fluctue fortement selon le pays et les indicateurs utilisés, si l'on en croit les résultats d'une récente étude comparative consacrée aux États-Unis, au Royaume-Uni, à la France et aux Pays-Bas (Sapienza et al., 1996). Par ailleurs, Sweeting (1991) et Hatherly et al. (1994) pour le Royaume-Uni ainsi que Fried et Hisrich (1995) pour les États-Unis mettent en évidence l'importance de la flexibilité, au travers des relations interpersonnelles, dans le processus de gouvernance des firmes financées. Le pouvoir formel est utilisé parcimonieusement et n'est exercé que lorsque la

tournure des événements est particulièrement défavorable aux investisseurs. Reste à savoir dans quelle mesure ces observations reflètent une politique délibérée ou bien sont la résultante d'une certaine inertie. On peut en effet envisager que les CI, constatant une importante dégradation de la situation financière de l'entreprise, exercent leurs droits de contrôle avec modération, au moins dans un premier temps, afin de ne pas détruire les relations privilégiées qu'ils ont pu progressivement construire avec les entrepreneurs. L'étude de Robbie et Wright (1996) produit des résultats allant en ce sens. Dans le cas des LMBI de petite taille, les auteurs mettent en évidence que les relations entre les CI et les entrepreneurs ne sont pas développées au point de permettre aux premiers d'identifier et de comprendre les crises potentielles. En revanche, dans une autre étude réalisée sur des LMBI de plus grande taille, Wright et *al.* (1994) ont observé un contrôle actif régulier et extensif par les CI. Ces deux dernières études soulignent la plus grande incitation des CI à contrôler les investissements de grande taille ou, en d'autres termes, l'arbitrage coûts/avantages d'un contrôle actif selon l'importance du financement accordé à la firme.

De plus, selon Sahlman (1990), le financement de la firme en plusieurs étapes, plutôt qu'en une seule, facilite le contrôle courant des entrepreneurs et favorise donc la réduction du risque moral supporté par les CI. Cette répartition temporelle de l'investissement des CI permet une évaluation périodique des projets financés et des entrepreneurs et, par conséquent, crée chez ces derniers une forte incitation à la performance, ceci à deux niveaux. Premièrement, si la valeur des actions est révisée à la baisse, l'augmentation de capital programmée nécessitera la création d'un plus grand nombre d'actions et la participation des entrepreneurs se trouvera plus fortement diluée que prévue³⁸. S'ils deviennent majoritaires, les CI pourront aussi révoquer le dirigeant défaillant. Deuxièmement, le CI peut se désengager de la firme ou ne plus lui apporter de nouvelles ressources lorsque les objectifs intermédiaires fixés initialement ne sont pas atteints ou si d'aventure l'opération s'avérait insuffisamment rentable, ce qui peut remettre en question la pérennité même du projet et, là encore, la valeur du capital humain et financier de l'entrepreneur.

Dans la lignée des travaux de Sahlman (1990), Gompers (1995) montre que le processus de gouvernance de la transaction entre ces investisseurs et les entrepreneurs induit une production d'informations spécifiques. Ces dernières permettent effectivement aux CI de renoncer à s'engager davantage dans les firmes qui annoncent une révision à la baisse de leur

³⁸. Les entrepreneurs acceptent le financement en plusieurs étapes car, en cas de création de richesse (ce scénario étant évidemment pour eux le plus probable), ils bénéficieront de manière symétrique d'une « relation » de leur participation initiale.

rentabilité future, pour au contraire investir davantage et sur des tranches de financement plus nombreuses dans les entreprises pour lesquelles ces informations aboutissent à la formulation d'anticipations plus favorables. En revanche, les auteurs notent aussi que, malgré ce contrôle des CI entre les différentes phases de financement, les entrepreneurs disposent toujours d'une information privée sur les projets qu'ils conduisent. Gompers (1995) trouve aussi que les firmes en phase de démarrage reçoivent significativement moins de ressources lors de chacune des différentes étapes de financement par les CI. En revanche, pour les firmes caractérisées par une proportion importante d'actifs corporels, les CI s'engagent sur des phases de financement plus longues et réduisent l'intensité de leur contrôle relativement aux autres entreprises, notamment celles qui regroupent une forte proportion d'opportunités d'investissement ou dont l'activité future dépend d'importants investissements en R&D, dans lesquelles les CI interviennent sur des phases de financements beaucoup plus courtes.

Quelques développements ont par ailleurs été consacrés aux enjeux d'un contrôle actif des CI dans un contexte de restructuration des firmes financées. Ruhnka et *al.* (1992) montrent que dans le cas des investissements viables mais qui n'atteignent pas la croissance et la rentabilité adéquates pour assurer une sortie réussie des investisseurs (*leaving dead investments*), la réussite des stratégies de « retournements » mises en œuvre, qui ne représentent que 56 % des cas étudiés, est essentiellement déterminée par la nature du problème traité (spécifique à la firme financée et à ses marchés) et non par la taille, l'ancienneté et la compétence des CI en matière de contrôle. Wright et *al.* (1993) soulignent qu'il est difficile d'imposer des restructurations, quelle qu'en soit la forme, du fait de la difficulté à obtenir un consensus avec les autres parties, notamment les entrepreneurs et les autres investisseurs. À ce titre, si elle favorise la syndication du risque de défaillance (cf. *supra*, section 3.1.), l'intégration d'un nombre important de CI dans le tour de table d'une entreprise peut être un facteur d'inertie en cas de nécessité d'une restructuration rapide. La taille des firmes jouerait aussi un grand rôle. Les restructurations sont plus facilement admises dans les grandes firmes où les financements apportés par les CI sont importants relativement à la participation financière des entrepreneurs, que dans les plus petites organisations où la structure d'actionnariat est inversée.

3.3. La sortie des capital-investisseurs

De nombreux travaux se sont intéressés à la période et aux modalités de sortie des CI qui, afin de pouvoir renouveler leur portefeuille de participations, doivent régulièrement réaliser les plus-values potentielles produites par leurs investissements antérieurs. La période

de détention des titres est assez variable, surtout dans le cas des investissements directs. En France, la durée moyenne effective d'un investissement est de 4,5 ans (cf. AFIC – Ernst & Young, 1998). Elle s'avère conforme aux durées d'investissement définies comme idéales par les CI, et qui sont comprises entre 4 et 5 ans selon le stade d'investissement considéré³⁹ (Desbrières et Broye, 2000).

Quel que soit le stade ou la nature de l'investissement (démarrage, expansion, LBO, rachat de participation), la sortie peut être contrainte lorsque le CI est financé en tout ou partie à l'aide de fonds d'investissement à durée de vie limitée (*close end funds*). Dans le cas des LBO, les CI sortent généralement lorsque les dettes souscrites par le holding de contrôle sont remboursées. Wright et *al.* (1994) montrent que la sortie des financiers est alors d'autant plus rapide que les dirigeants ont une faible participation en capital, que les CI et investisseurs institutionnels exercent une contrainte à la sortie rapide, que la croissance de la firme ne peut être financée par des ressources internes (trésorerie, cession d'actifs...), que la concentration des entreprises dans le secteur d'activité se développe, qu'il n'existe pas de marché interne des actions permettant aux salariés actionnaires de céder leur participation, et que les dirigeants ont une stratégie de carrière personnelle les conduisant à quitter la société.

Hormis les cas de liquidation d'entreprises en cessation de paiement, la sortie des investisseurs peut s'effectuer de trois manières différentes : 1) par la cession, totale ou partielle, directement à des tiers, de la participation détenue dans la firme financée ou lors de la cession totale de cette dernière ; 2) grâce à la reprise de leur participation dans le cadre d'une opération à effet de levier organisée par le management en place (cas des LMBO), par des managers externes (LMBI) ou par d'autres investisseurs (LBO)⁴⁰ ; 3) par l'intermédiaire d'une introduction en bourse de l'entreprise.

Une étude récente de Bleackley *et al.* (1996) montre que, tant en France qu'au Royaume-Uni, les CI ont une nette préférence pour la cession directe de leur participation à des tiers, cette solution s'avérant moins coûteuse et plus aisée qu'une introduction en bourse. La sortie au moyen d'un LMBO/LMBI est quant-à-elle jugée viable surtout par les CI britanniques.

³⁹. Plus précisément, elles sont en moyenne de 4,8 ans pour les investissements de démarrage et les LMBO/LMBI, de 4 ans dans les rachats de participation et de 5,2 ans pour les investissements d'expansion. L'horizon d'investissement est significativement plus faible en France qu'en Belgique et aux Pays-Bas, et voisin de celui défini *a priori* par les CI britanniques, sauf pour les investissements de démarrage pour lesquels il est de 6 ans (cf. Manigart *et al.*, 1997).

⁴⁰. Lorsqu'il s'agit d'une participation dans un holding de contrôle, on parle d'un second LBO. Pour des exemples de telles opérations réalisées en France, se reporter à Desbrières (1995, 1999a).

On peut aussi penser que le choix de la date et d'un mode de sortie est largement conditionné par l'homogénéité des objectifs des différentes parties prenantes (désirent-elles toutes sortir en même temps ? Si tel n'est pas le cas, les actionnaires restant en place, notamment les entrepreneurs, peuvent-ils acquérir les titres des CI sortant ?...) et par leur pouvoir respectif de négociation. Ce dernier devrait être largement délimité par les arrangements contractuels prévus lors de la mise en place du financement des projets, concernant l'horizon et les modalités de sortie des différentes parties prenantes (cf. *supra*, section 3.1.). Les résultats des études quantitatives et des études de cas réalisées en la matière montrent que plus les conflits d'objectifs entre les parties prenantes sont élevés lors de la sortie de tout ou partie des investisseurs, plus le système de gouvernance doit être réactif et flexible (cf. par exemple Wright et *al.*, 1993).

Un grand nombre de travaux se sont intéressés aux sorties d'investisseurs dans le cadre d'introductions en bourse. Les firmes qui s'introduisent en bourse sont celles qui offrent la plus grande rentabilité aux CI et qui font l'objet des plus gros volumes d'investissements de la part de ces derniers, ce sur un plus grand nombre d'étapes de financement (Gompers, 1995). Barry et *al.* (1990) trouvent toutefois que les CI américains sortent rarement lors de l'introduction des sociétés dans lesquelles ils ont investi. Ce résultat, corroboré par Megginson et Weiss (1991), provient du fait que, par-delà le choix de la date et d'un mode de sortie, un problème spécifique peut se poser au sujet de l'évaluation de la participation du CI, dans un contexte d'asymétrie informationnelle et du fait de l'existence d'un risque d'estimation qui en découle (Lam, 1991 ; Amit et *al.*, 1998). Si l'on suppose que ce risque décline au fur et à mesure que le temps passe et que l'information sur la performance de la firme est révélée, les CI ont tout intérêt à sortir de leur investissement postérieurement à l'introduction en bourse. Barry et *al.* (1990) soulignent qu'en conservant ainsi l'essentiel de leur participation ainsi que leurs sièges au conseil d'administration, les CI donnent l'assurance à la communauté financière qu'ils continueront à effectuer un contrôle actif et efficace après l'introduction et envoient un signal crédible sur leurs anticipations concernant le devenir de l'entreprise. Jain et Kini (1995) trouvent à ce titre que l'exploitation des firmes ainsi introduites est plus performante, sur une période de trois années, et que cette surperformance est liée à la qualité du contrôle exercé par les CI. Espenlaub et *al.* (1999) montrent que trois ans après leur introduction, la performance boursière anormale cumulée des firmes soutenues par des CI est positive, ceci d'autant plus que ces derniers étaient affiliés aux banques introductrices et ont conservé une part importante de leurs titres après l'opération. Enfin, une récente étude de Lantz (1999) met en évidence que s'ils conservent après l'introduction une participation

voisine de celle observée chez leurs homologues américains, les CI français parviennent à ce résultat en cédant une proportion trois fois plus importante de leur participation initiale.

Barry et *al.* (1990) montrent aussi que la traditionnelle sous-évaluation des actions observée lors des introductions en bourse (cf. Ibbotson et *al.*, 1988) est ici plus faible, ceci d'autant plus : (1) que les CI sont nombreux à être actionnaires des sociétés impliquées ; (2) qu'ils en ont été durablement administrateurs ; (3) qu'un CI chef de file y est depuis longtemps impliqué ; (4) que ce dernier a participé à l'introduction d'un grand nombre de firmes ; (5) que la participation des CI dans les fonds propres des sociétés introduites est élevé. En d'autres termes, la sous-évaluation à l'émission est d'autant plus faible que les CI détiennent des informations spécifiques sur les sociétés introduites et ont développé leur expertise (notamment en matière de surveillance) et sont motivés par la réussite de l'introduction, ces divers éléments contribuant à réduire l'incertitude des nouveaux souscripteurs. Megginson et Weiss (1991) corroborent les résultats de Barry et *al.* (1990) : l'introduction en bourse de sociétés dans lesquelles des CI sont impliqués s'effectue avec une moindre sous-évaluation⁴¹ (que lorsque les firmes introduites ne sont pas financées par des CI) et la crédibilité des informations communiquées par ces derniers est d'autant plus grande qu'ils sont actionnaires de référence et conservent une importante proportion de leur participation initiale après l'opération. Les auteurs parviennent aussi à des résultats originaux : les firmes ainsi accompagnées par des CI attirent des auditeurs et des banques introductrices (ou autres intermédiaires en charge de la convention d'introduction et du contrat de placement des titres) de plus grande qualité⁴², et elles s'introduisent plus rapidement et à moindre coût que les autres firmes⁴³. Pour la France, Lantz (1999) montre que la probabilité d'observer une sous-évaluation à l'émission des firmes soutenues par des CI est d'autant plus faible que ces investisseurs détenaient une participation importante et qu'ils conservent celle-ci après l'opération. Enfin, Lerner (1994b) montre que les CI s'assurent que l'introduction en bourse s'effectue à une période jugée optimale, c'est-à-dire lorsque la valeur des actions est la plus élevée⁴⁴ (ce qui a pour effet de minimiser la dilution de leur participation en fonds propres

41. Jain et Kini (1995), Brav et Gompers (1997) puis Espenlaub et *al.* (1999) ont ultérieurement confirmé la moindre sous-évaluation des firmes introduites en bourse lorsque celles-ci sont soutenues par des CI.

42. A ce titre Espenlaub et *al.* (1999) montrent que la moindre sous-évaluation des firmes serait davantage due à la réputation des banques introductrices et des intermédiaires qu'à celle des CI. De plus, la sous-évaluation apparaît plus importante lorsque le CI est affilié à une banque ou intermédiaire qui n'est pas en charge de l'introduction en bourse.

43. Ce dernier résultat peut toutefois provenir du fait que, afin de communiquer leur performance passée au marché financier lors de la levée de nouveaux fonds d'investissement, les CI conseillent une sortie prématurée (c'est-à-dire, au détriment des intérêts des autres parties prenantes) par introduction en bourse (Barry, 1994, p.7).

44. Les financements privés (hors marché) étant privilégiés dans les périodes de chute des cours.

pour un même montant émis), notamment de par l'influence qu'ils exercent au sein du conseil d'administration ou grâce à des conseils informels donnés aux entrepreneurs.

Contrairement à ce que le nombre des travaux consacrés aux introductions en bourse pourrait laisser entendre, la majeure partie des sorties de CI s'effectuent dans le cadre de cessions directes de leurs participations à des tiers, notamment en Europe (Relander et *al.*, 1994). Wright et *al.* (1993) montrent cependant pour les sorties de LMBO/LMBI que la hiérarchie des modes de sortie privilégiés par les CI n'est pas homogène entre les différents pays européens, notamment en ce qui concerne les introductions en bourse qui sont le mode de sortie préféré des CI suédois et le second pour les CI britanniques, alors qu'elles sont le moyen le moins prisé des CI français et hollandais. Dans une étude consacrée aux sorties d'investissements en phase de démarrage, Muray (1994) montre que la cession à des tiers est le mode de sortie préféré des CI britanniques, l'introduction en bourse n'intervenant qu'en troisième position. Dans le cas des investissements de stade plus avancé, la cession à des tiers n'intervient plus qu'en quatrième position.

Conclusion

Ce chapitre met en évidence les nombreuses et importantes particularités de la relation liant les institutions financières spécialisées que sont les capital-investisseurs et les dirigeants de firmes, généralement non cotées, cherchant à financer leurs investissements à l'aide d'une augmentation de capital, ceci à différents stades de leur histoire et de leur développement. Cette étude résulte d'un double constat : la faible proportion des sociétés françaises cotées, d'une part, l'importance du financement en fonds propres des firmes s'effectuant hors marché boursier, d'autre part.

Les relations entre les capital-investisseurs et les firmes financées se caractérisent par un degré d'asymétrie informationnelle plus important que celui supporté par les actionnaires d'entreprises cotées. Il en résulte un plus grand risque de sélection contraire lors de l'établissement de la relation contractuelle et un plus fort risque moral une fois le financement accordé. Les capital-investisseurs supportent ainsi 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-tend fait 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.

La nature de ces relations contractuelles fait que le processus de sélection et d'évaluation des firmes dans lesquelles les capital-investisseurs envisagent d'investir est particulièrement complexe. Celui-ci est notamment influencé par de nombreuses variables contingentes comme les caractéristiques du projet ou de la firme financée (niveau de développement, degré d'innovation, structure de financement, zone géographique, débouché commercial...), la qualité de la *due diligence* (notamment du *business plan*), les caractéristiques des entrepreneurs (degré d'expertise, expérience, contribution financière...), les choix stratégiques et les caractéristiques organisationnelles des capital-investisseurs (diversification et horizon des investissements, taille, structure d'actionariat, modalités de contrôle des entrepreneurs...), diverses informations non publiées (sur les ventes, le marketing, la capacité de production...), l'horizon et les modalités de sortie de l'investissement, les contraintes budgétaires et de temps...

Une fois le financement accordé, se pose le problème de la gestion *a priori* du risque patrimonial et du risque moral encouru par le capital-investisseur. Le premier peut être réduit grâce à l'ouverture du capital à plusieurs investisseurs, de manière à organiser la syndication du risque de défaut. Plusieurs mécanismes contractuels permettent de limiter le risque moral comme le financement de la firme en plusieurs étapes, l'attribution de *stocks-options* aux dirigeants ou aux entrepreneurs minoritaires, un *reporting* régulier, la rédaction de pactes d'actionnaires... De nombreux travaux ont par ailleurs été consacrés aux modalités du contrôle courant exercé par les capital-investisseurs dans la phase d'exécution du contrat de financement (dans le cadre d'une assistance à la firme, du fonctionnement du conseil d'administration...), les apports spécifiques de ceux-ci les incitant à intervenir dans le processus de répartition de la richesse créée. Enfin, la problématique du contrôle de la firme et de l'entrepreneur intervient jusqu'à la sortie effective des capital-investisseurs du tour de table des financiers de la firme. Bien que le mode principal de sortie soit la cession de leur participation à des tiers, l'essentiel des travaux concerne la sortie par introduction en bourse. Il apparaît que les investisseurs ne profitent pas de l'opération pour céder leur participation et que leur présence contribue à réduire l'asymétrie informationnelle supportée par les souscripteurs et par là même la sous-évaluation des titres à l'émission.

Au terme de ce chapitre, il paraît important d'encourager tous les travaux s'inscrivant dans une perspective de décloisonnement disciplinaire et qui visent une compréhension globale de l'activité de capital-investissement dans un cadre dynamique, notamment par la

modélisation qualitative du processus d'intervention dans les fonds propres des firmes industrielles et commerciales.

Bibliographie

ADMATI A. et PFLEIDERER P. (1994), « Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists », *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 2, p. 371-402.

AFIC et ERNST & YOUNG (1998), *Mesures de la performance de l'activité du Capital Investissement en France (19 88 - 19 97)*.

AMIT R., GLOSTEN L. et MULLER E. (1990), « Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms », *California Management Review*, vol. 32, n° 3, p. 102-111.

AMIT R., GLOSTEN L. et MULLER E. (1993), « Challenges to Theory Development in Entrepreneurship Research », *Journal of Management Studies*, vol. 30, n° 5, p. 815-834.

AMIT R., BRANDER J. et ZOTT C. (1998), « Why do Venture Capital Firms Exist ? Theory and Canadian Evidence », *Journal of Business Venturing*, vol. 13, p. 441-466.

ARNOLD J. et MOIZER P. (1984), « A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, vol. 14, n° 55, p. 195-207.

BARNEY J., BUSENITZ L., FIET J. et MOESEL D. (1989), « The Structure of Venture Capital Governance : an Organisational Economic Analysis of Relations Between Venture Capital Firms and New Ventures », *Academy of Management Best Paper Proceedings*, p. 64-68.

BARNEY J., BUSENITZ L., FIET J. et MOESEL D. (1994), « The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms : Determinants of Contractual Covenants », *Managerial Finance*, vol. 20, n° 1, p. 3-15.

BARRY C. (1994), « New Directions in Research on Venture Capital Finance », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, p. 3-15.

BARRY C., MUSCARELLA C., PEAVY J. et VETSUYPENS M. (1990), « The Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, p. 447-471.

BIRLEY S., MUZYKA D. et HAY M. (1999), « Management Buyout : Perception of Opportunity. A Research Note », *Journal of Management Studies*, vol. 36, n° 1, p. 109-122.

BRAV A. et GOMPERS P. (1997), « Myth or Reality ? The Long Run Under-Performance of Initial Public Offerings : Evidence from Venture and Non-Venture Capital Backed Companies », *The Journal of Finance*, vol. 52, p. 1791-1821.

- Bleackley M., Hay M, Robbie K et Wright M. (1996), « Entrepreneurial Attitudes to Venture Capital Investment Realization: Evidence from the UK and France », *Entrepreneurship & Regional Development*, vol. 8, p. 37-55.
- BREALEY R. et MYERS S. (1997), *Principes de gestion financière des entreprises*, 5^e éd., Éditions international/MacGraw-Hill.
- BRUNO A. et TYEBJEE T. (1985), « The Entrepreneur's Search for Capital », *Journal of Business Venturing*, vol. 1, n° 1, p. 61-74.
- BYGRAVE W. (1988), « The Structure of Investment Networks of Venture Capital Firms », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, n° 2, p. 137-157.
- BYGRAVE W. et TIMMONS J. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press.
- CASTANIAS R. et HELFAT C. (1992), « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, n° 2, p. 153-184.
- CHARREAUX G. (Éd.) (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- CHARREAUX G. et DESBRIERES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.
- CHIPLIN B., ROBBIE K. et WRIGHT M. (1997), « The Syndication of Venture Capital Deals : Buy-Outs and Buy-Ins », in P. REYNOLDS et al. (Eds), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, MA : Babson College.
- CHUA J. et WOODWARD R. (1993), « Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Held of Stock Options », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n° 1, p. 43-58.
- COOPER I. et CARLETON W. (1979), « Dynamics of Borrower-Lender Interaction : Partitioning Final Payoff in Venture Capital Finance », *The Journal of Finance*, vol. 34, n° 2, p. 517-529.
- COPELAND T. et WESTON J. (1983), *Financial Theory and Corporate Policy*, 2^eme édition, Addison-Wesley.
- CORNELL B. et SHAPIRO A. (1987), « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, vol. 16, n° 1, p. 5-14.
- DE ANGELO H. et MASULIS R. (1980), « Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation », *Journal of Financial Economics*, vol. 8, n° 1, p. 3-29.
- DENIS D. (1992), « Corporate Investment Decisions and Corporate Control : Evidence from Going-Private Transactions », *Financial Management*, vol. 21, n° 3, p. 80-94.

- DENNING K. (1988), « Spin-Offs, and Sales of Assets : An Examination of Security Returns and Divestment Motivations », *Accounting and Business Research*, vol. 19, n° 73, p. 32-42.
- DESBRIERES P. (1991), *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, Économica.
- DESBRIERES P. (1995), *Ingénierie financière*, EMS.
- DESBRIERES P. (1997a), « 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.
- DESBRIERES P. (1997b), « Stock-options et signalisation : le cas français », in G. CHARREAUX (Éd.) *Le gouvernement des entreprises*, Économica, p. 273-302.
- DESBRIERES P. (1999a), « Leveraged Buy-Outs : la France confirme sa place au second rang du marché européen », *Fusions et Acquisitions*, vol. 115, p. 20-30.
- DESBRIERES P. (1999b), « Motifs et conséquences de l'adoption des stock-options », *Banque & Marchés*, n° 43, p. 5-17.
- DESBRIERES P. et BROYE G. (1998), « Critères d'évaluation des firmes non cotées : le cas des investisseurs en capital français », Actes des XIVèmes journées des IAE.
- DESBRIERES P. et BROYE G., (2000), « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, à paraître.
- DESBRIERES P. et SCHATT A. (1997), « Incidences des LBO sur la performance des sociétés cibles : le cas français », Actes du 16ème Congrès de l'AFFI.
- DIXIT A. et PINDYCK R. (1995), « The Options Approach to Capital Investment », *Harvard Business Review*, vol. 73, n° 3, p. 105-115.
- ELANGO B., FRIED V., HISRICH R. et POLONCHEK A. (1995), « How Venture Capital Firms Differ », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, n° 2, p. 157-179.
- ESPENLAUB S., GARRETT I. et PENG MUN W. (1999), « Conflicts of Interest and the Performance of Venture-Capital-Backed IPOs: a Preliminary Look at the UK », *Venture Capital*, vol. 1, n° 4, p. 325-349.
- FAMA E. (1990), « Contract Costs and Financing Decisions », *Journal of Business*, vol. 63, n° 1, p. 871-891.
- FAMA E. et JENSEN M. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-326.
- FRIED V. et HISRICH R. (1994), « Towards a Model of Venture Capital Investment Decision », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, p. 28-37.

- FRIED V. et HISRICH R. (1995), « The Venture Capitalists : A Relationship Investor », *California Management Review*, vol. 37, n° 2, p. 101-113.
- GIFFORD S. (1997), « Limited Attention and the Role of the Venture Capitalist », *Journal of Business Venturing*, vol. 12, p. 459-482.
- GOMPERS P. (1995), « Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, p. 1461-1489.
- GROSSMAN S. et HART O. (1982), « Corporate Financial Structure and Managerial Incentives », in J.J. MCCALL (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, p. 107-202.
- GUPTA A. et SAPIENZA H. (1992), « Determinants of Venture Capital Firms' Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of their Investments », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, p. 347-362.
- HALL J. et HOFER C. (1993), « Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n° 1, p. 25-42.
- HAMADA R. (1972), « The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stock », *The Journal of Finance*, vol. 27, n° 2, p. 435-452.
- HARRISON R. et MASON C. (1999), « Editorial: an Overview of Informal Venture Capital Research », *Venture Capital*, vol. 1, n° 2, p. 95-100.
- HATERLY D. et al. (1994), « An Exploration of the MBO-Financier Relationship », *Corporate Governance*, vol. 2, n° 1, p. 20-29.
- HARVEY M. et LUSH R. (1995), « Expanding the Nature and Scope of Due Diligence », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, n° 1, p. 5-21.
- HISRICH R. et JANKOWICZ A. (1990), « Intuition in Venture Capital Decisions : an Exploratory Study using a New Technique », *Journal of Business Venturing*, vol. 5, p. 49-62.
- HITE G. et VETSUYPENS M. (1989), « Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth », *The Journal of Finance*, vol. 44, n° 4, p. 953-970.
- IBBOTSON R., SINDELAR J. et RITTER J. (1988), « Initial Public Offering », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, p. 37-45.
- JAIN B. et KINI O. (1995), « Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms », *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, n° 6, p. 593-606.
- JENSEN M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- JENSEN M. et MECKLING W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

- JENSEN M. et MECKLING, W. (1992), « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. WERIN et H. WIJKANDER (Eds.), *Contract Economics*, p. 251-291.
- LAM S. (1991), « Venture Capitalist Financing : a Conceptual Framework », *Journal of Business, Finance & Accounting*, vol. 18, n° 2, p. 137-149.
- LANTZ J-S. (1999), *Les stratégies d'intermédiation financière en capital-investissement et l'évaluation de la firme lors d'introductions en bourse*, Thèse de Doctorat ès Sciences de Gestion, CEROG, Université d'Aix-Marseille III.
- LELAND H. et PYLE D. (1977), « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 371-387.
- LERNER J. (1994a), « The Syndication of Venture Capital Investments », *Financial Management*, vol. 23, n° 3, p. 16-27.
- LERNER J. (1994b), « Venture Capitalists and the Decision to Go Public », *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n° 3, p. 293-316.
- LERNER J. (1995), « Venture Capitalists and Oversight of Private Firms », *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, p. 301-318.
- MACMILLAN I., SIEGEL R. et SUBBANARASIMHA P. (1985), « Criteria used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals », *Journal of Business Venturing*, vol. 1, n° 1, p. 119-128.
- MACMILLAN I., ZEMANN L. et SUBBANARASIMHA P. (1987), « Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Venture Screening Process », *Journal of Business Venturing*, vol. 2, n° 2, p. 123-137.
- MACMILLAN I., KULOW D. et KHOYLIAN R. (1988), « Venture Capitalists Involvement in their Investments : Extent and Performance », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n° 1, p. 27-47.
- MANIGART S. et STRUYF C. (1997), « Financing High Technology Startups in Belgium : an Explorative Study », *Small Business Economics*, vol. 9, n° 2, p. 126-135.
- MANIGART S., WRIGHT M., ROBBIE K., DESBRIÈRES P. et DE WAELE, K. (1997), « Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects : an Empirical European Study », *Entrepreneurship, Theory and Practice*, vol. 21, n° 4, p. 29-43.
- MANIGART S., DE WAELE K., WRIGHT M., ROBBIE K., DESBRIÈRES P., SAPIENZA H. et BEEKMAN A. (1999), « Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information : A Comparative Study of the US, UK, France, Belgium And Holland », in M. WRIGHT et K. ROBBIE (Eds.), *Management Buy-outs and Venture Capital*, Edward Elgar Publishing, p. 238-262.

- MARCH et SHAPIRA (1987), « Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking », *Management Science*, vol. 33, n° 11, p. 1404-1418.
- MEGGINSON W. et WEISS K. (1991), « Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings », *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 3, p. 879-903.
- MILLER M. (1977), « Debt and Taxes », *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p. 261-276.
- MITCHELL F., REID G. et TERRY J. (1995), « Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists », *Accounting and Business Research*, vol. 25, n° 99, p. 186-196.
- MITCHELL F., REID G. et TERRY J. (1997), « Venture Capital Supply and Accounting Information System Development », *Entrepreneurship, Theory and Practice*, p. 45-62.
- MODIGLIANI F. et MILLER M. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, p. 261-297.
- MODIGLIANI F. et MILLER M. (1963), « Taxes and the Cost of Capital, a Correction », *American Economic Review*, vol. 53, p. 433-443.
- MURRAY G. (1994), « The Second Equity Gap : Exit Problems for Seed and Early Stage Venture Capitalists and their Investee Companies », *International Small Business Journal*, vol. 12, n° 4, p. 59-76.
- MURRAY G. et LOTT J. (1995), « Have Venture Capitalists a Bias against Investment in New Technologie Firms », *Research Policy*, vol. 24, n° 2, p. 283-299.
- MUZYKA D., BIRLEY S. et LELEUX B. (1996), « Trade-Offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n° 4, p. 273-287.
- MYERS S. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, p. 147-175.
- MYERS S. et MAJLUF N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information that Investors Do not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 187-221.
- NORTON E. et TENENBAUM B. (1992), « Factors Affecting the Structure of Venture Capital Deals », *Journal of Small Business Management*, vol. 30, n° 3, p. 20-29.
- NORTON E. et TENENBAUM B. (1993a), « The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal », *Journal of Small Business Management*, vol. 31, n° 4, p. 32-41.
- NORTON E. et TENENBAUM B. (1993b), « Specialization versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n° 5, p. 431-442.

- PIKE R., MEERJANSSEN J. et CHADWICK L. (1993), « The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and in Germany », *Accounting and Business Research*, vol. 23, n° 92, p. 489-499.
- RAH J., JUNG K. et LEE J. (1994), « Validation of the Venture Evaluation Model in Korea », *Journal of Business Venturing*, vol. 9, n° 6, p. 509-524.
- RELANDER K., SYRJANEN A. et MIETTINEN A. (1994), « Analysis of the Trade Sale as a Venture Capital Exit Route », in W. BYGRAVE, M. HAY et J. PEETERS (Eds.), *Realizing investment value*, FT-Pitman.
- ROBBIE K., WRIGHT M. et THOMPSON S. (1992), « Management Buy-Ins in the UK », *Omega*, vol. 20, n° 4, p. 445-456.
- ROBBIE K. et WRIGHT M. (1996), *Management Buy-Ins: Entrepreneurship, Active Investors and Corporate Restructuring*, Manchester University Press.
- ROBINSON R. (1987), « Emerging Strategies in the Venture Capital Industry », *Journal of Business Venturing*, vol. 2, n° 1, p. 53-77.
- ROMANO R. (1996), « Corporate Law and Corporate Governance », *Industrial and Corporate Change*, vol. 5, n° 2, p. 277-339.
- ROSENSTEIN J. (1988), « The Board and Strategy : Venture Capital and High Technology », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, n° 2, p. 159-170.
- ROSENSTEIN J., BRUNO A., BYGRAVE W. et TAYLOR N (1993), « The CEO, Venture Capitalists and the Board », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, p. 99-113.
- RUBINSTEIN M. (1973), « A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory », *The Journal of Finance*, vol. 28, n° 1, p. 167-182.
- RUHNKA J. et YOUNG J. (1991), « Some Hypotheses about Risk in Venture Capital Investing », *Journal of Business Venturing*, vol. 6, p. 115-133.
- RUHNKA J., FELDMAN H. et DEAN T. (1992), « The "Leaving Dead" Phenomenon in Venture Capital Investments », *Journal of Business Venturing*, vol. 6, n° 2, p. 137-156.
- SAHLMAN W. (1990), « The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, p. 473-524.
- SAPIENZA H. et GUPTA A. (1994), « The Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1618-1632.
- SAPIENZA H. et KORSGAARD M. (1996), « Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations », *Academy of Management Journal*, vol. 39, n° 3, p. 544-574.

- SAPIENZA H., MANIGART S. et WERMEIR W. (1996), «Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n° 2, p. 439-469.
- SCHLEIFER A. et VISHNY R. (1989), «Management Entrenchment : the Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n° 1, p. 123-139.
- SCHILIT K. (1993), « A Comparative Analysis of the Performance of Venture Capital Funds, Stocks and Bonds, and other Investment Opportunities », *International Review of Strategic Management*, vol. 4, p. 301-320.
- SITKIN S. et PABLO A. (1992), «Reconceptualizing the Determinants of Risk Behavior», *Academy of Management Review*, vol. 17, n° 1, p. 9-38.
- SMART G. (1999), «Management Assesment Methods in Venture Capital : An Empirical Analysis of Human Capital Valuation», *Venture Capital*, vol. 1, n° 1, p. 59-82.
- STEIER L. et GREENWOOD R. (1995), « Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation», *Journal of Management Studies*, vol. 32, n° 3, p. 337-357.
- STIGLITZ J. et WEISS A. (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, p. 393-410.
- SWEETING R. (1991), «UK Venture Capital Funds and the Funding of New Technology Based Business : Process and Relationships », *Journal of Management Studies*, vol. 28, n° 6, p. 3-21.
- TYEBJEE T. et BRUNO A. (1984), «A Model of Venture Capitalist Investment Activity », *Management Science*, vol. 30, n° 9, p. 1051-1066.
- WILLIAMSON O.E. (1975), *Markets and Hierarchies*, The Free Press.
- WILLIAMSON O.E. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, p. 567-591.
- WRIGHT M. et COYNE J. (1985), *Management Buy-Outs*, Croom-Helm, Beckenham.
- WRIGHT M. et THOMPSON S. (1987), « Divestment and the Control of Divisionalised Firms », *Accounting and Business Research*, vol. 17, n° 67, p. 259-267.
- WRIGHT M. et ROBBIE K. (1996), «Venture Capitalists and Unquoted Equity Investment Appraisal», *Accounting and Business Research*, vol. 26, n° 2, p. 153-168.
- WRIGHT M. et ROBBIE K. (1998), « Venture Capitalists and Private Equity : a Review and Synthesis », *Journal of Business, Finance & Accounting*, vol. 25, n° 5 et 6, p. 521-570.
- WRIGHT M., ROBBIE K. et ENNEW C. (1997), « Venture Capitalists and Serial Entrepreneurs », *Journal of Business Venturing*, vol. 12, n° 3, p. 227-249.

WRIGHT M., ROBBIE K., THOMPSON S. et STARKEY K. (1994), « Longevity and the Life Cycle of MBOs », *Strategic Management Journal*, vol. 15, n° 3, p. 215-227.

WRIGHT M., ROBBIE K., THOMPSON S., ROMANET Y., JOACHIMSON R., BRUINING J. et HERST A. (1993), « Harvesting and the Longevity of Management Buy-Outs and Buy-Ins : a Four Country Study », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 18, n° 2, p. 90-109.

WRIGHT M., ROBBIE K., WILSON N., BRUINING J., HERST A. et DESBRIÈRES P. 1995, « Dynamic Entrepreneurs : Management Buy-Outs in the UK, France and Holland », Actes du 6^{ème} colloque de The European Foundation for Entrepreneurship, Université de Gand.