

Le Capital - Investissement

Philippe Desbrières

Professeur à l'IAE de Dijon

Université de Bourgogne

Résumé

Le capital-investissement intervient dans le financement de firmes nouvelles ou en phase de changement radical, qui diffère du financement par le marché des sociétés cotées, notamment en matière d'asymétrie informationnelle. Les capital-investisseurs s'attachent à réduire ce déséquilibre en évaluant directement le projet à financer et en mettant en place des mécanismes de contrôle appropriés. Dans une première section, sont présentés 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, 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.

Mots-Clés

Capital-investissement, financement, asymétries informationnelle, contrôle

I. Les spécificités du capital-investissement

La théorie financière de la firme est traditionnellement centrée sur les décisions d'investissement et de financement, qui sont affectées par les asymétries d'information entre parties prenantes (actionnaires, dirigeants, prêteurs...) et par le risque de sélection contraire et le risque moral qui en découlent. Par delà le référentiel classique concernant la structure optimale du capital et l'évaluation des actifs, l'analyse des relations entre les capital-investisseurs (désormais CI) et les firmes financées est en de nombreux points spécifique (cf. Tableau 1). En effet, la vocation première du capital-investissement est le financement, sur longue durée et en plusieurs phases, d'entreprises non cotées, de taille relativement faible, peu soumises à des contraintes de publication d'informations et que les analystes financiers ne peuvent suivre en permanence.

Ainsi, contrairement aux actions des sociétés cotées, les titres acquis par les CI ne peuvent être cédés facilement et à tout moment. De plus, tous ne disposent pas de la même information, au même instant, et il leur est difficile d'évaluer les capacités des entrepreneurs. Leur degré de spécialisation et leur connaissance du secteur d'activité et de l'entreprise à financer déterminent en grande partie la qualité de leurs sélections et évaluations et, de fait, la rentabilité de leurs investissements. De plus, 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 attribut de la relation contractuelle entre la firme et le CI, alors qu'elle en est au plus une conséquence dans le courant principal de la finance d'entreprise. Une fois l'investissement réalisé, 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, ceci d'autant plus que le montant investi représente une part significative des ressources dont ils disposent.

L'accès à l'information pertinente limite aussi l'utilisation des méthodes d'évaluation traditionnelles. En effet, les sociétés nouvelles ou en restructuration radicale ne peuvent présenter qu'une information comptable limitée, se caractérisent par des *cash-flows* futurs aléatoires et mis en réserves, ce qui limite l'utilisation des méthodes reposant sur des données historiques, prévisionnelles ou sur les dividendes distribués. De plus, l'importance des montants investis sur un nombre restreint d'investissements limitant leur capacité de diversification, les CI devraient accorder une attention particulière aux caractéristiques du projet influençant son risque spécifique, et exiger une prime de risque supérieure à celle requise par le MEDAF (i.e. lorsque les investissements sont parfaitement diversifiables). Enfin, la non séparation des décisions d'investissement et de financement rend en théorie inapplicable le critère de la valeur actuelle nette.

Par ailleurs, si l'on peut admettre que les investisseurs indépendants maximisent leur rentabilité pour un niveau de risque accepté, il n'en va pas de même pour les CI ayant une autre structure de propriété. Par exemple, ceux du secteur public peuvent privilégier la création d'emplois dans les secteurs ou entreprises "favorisées" alors que le CI filiale de banque espérera que la firme financée recourra davantage à ses produits et services financiers. De plus, les CI filiales n'ont pas à lever de ressources propres, alors que les CI indépendants doivent structurer leurs ressources dans des fonds à durée limitée. Ces derniers privilégieront donc le

financement de projets permettant la réalisation d'une plus-value sur un horizon correspondant à la durée de vie du fonds d'investissement.

Tableau 1 : Capital-investissement et finance d'entreprise traditionnelle

Attributs	Finance d'entreprise traditionnelle*	Capital investissement
Importance et disponibilité de l'information	Publicité réglementée Information privée limitée	Information non publiée majoritaire et difficile à obtenir
Efficiences 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 <u>Activités en phase de démarrage</u> : accès limité aux CI très spécialisés <u>Stades avancés</u> : plus accessibles mais compétence requise en matière de contrôle actif
Marché secondaire des actions	Organisé et liquide	De gré à gré et peu liquide
Discipline des offres publiques	Importante	Quasi inexistante
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 des firmes	Faible ou moyenne	Actifs non redéployables et spécialisés
Séparation des décisions d'invest. et de financement	Généralement forte	Très faible, compte tenu des spécificités de la relation entre les CI et la firme
Evaluation des projets	Utilisation d'une grande variété de techniques	Techniques pertinentes plus restreintes. Faible applicabilité du critère de la VAN Plus forte prime de risque exigée
Décision d'investissement en fonds propres	Stade unique de financement. Investissements aisément diversifiables	Plusieurs phases d'investissement Horizon contraint par la structure de financement du CI Investissements peu diversifiables

* développée par les auteurs anglo-saxons, dont le référentiel est la firme managériale.
Source Desbrières (2001).

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

Plusieurs auteurs ont analysé le processus du capital-investissement dans la phase précédant l'approbation de l'opération et la mise en place du financement (cf. Desbrières, 2001). Ils distinguent généralement : l'identification des projets ; le filtrage initial ; la sélection finale ; l'évaluation ; la *due diligence*¹. Nous nous centrerons sur les étapes qui sont au cœur des relations entre les entreprises et les CI pour étudier les critères utilisés par ces derniers pour sélectionner puis évaluer leur projets d'investissement.

2.1. La sélection des projets d'investissement

¹. 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.

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 des managers que l'efficacité de leur contrôle après l'opération. La nature et l'importance de ce risque varient selon la catégorie ou le stade (démarrage, expansion, *leveraged buy-outs*, rachat de participation²), le montant et le secteur des projets à financer.

Des travaux ont évalué l'importance relative des différentes sources d'informations utilisées par les CI dans leur phase de sélection. Desbrières et Broye (2000) montrent que la plus importante est le *business plan*, qui inclut les projections des entrepreneurs et présente la structuration technique, juridique, économique et financière du projet. Il est jugé plus important en France, en Belgique et aux Pays-Bas qu'au Royaume-Uni et aux USA (Manigart et alii, 2000). Du fait du risque de rétention ou de déformation de l'information, les CI accordent plus d'importance aux rapports émis par des comptables ou auditeurs indépendants qu'aux informations fournies par les entrepreneurs (Desbrières et Broye, 2000). De plus, plusieurs études montrent que le capital humain de ces derniers (degré d'expertise, expérience, réputation, potentiel...) est un critère de sélection plus important que ceux relatifs aux marchés et aux produits de la firme. Cette utilisation d'informations extra-comptables varie en fonction du stade d'investissement : les CI intervenant dans les stades avancés retiennent d'abord la capacité d'absorption de la production par le marché alors que ceux intervenant en phase de démarrage privilégient les produits et la croissance de leurs marchés (Desbrières, 2001).

Il a aussi été étudié si le degré d'indépendance des CI influence la nature et l'horizon de leurs investissements ainsi que les sources d'information utilisées dans la phase de sélection. Les résultats des études empiriques diffèrent selon les pays (cf. Desbrières, 2001). Si, en France, les CI indépendants se spécialisent dans les LMBO alors que les filiales d'institutions financières le sont dans les investissements de développement, ce sont les CI "captifs" qui, au Royaume-Uni, préfèrent investir dans les LBO. De plus, les CI indépendants accordent en France significativement plus d'importance que les CI captifs à la méthode et à l'horizon de sortie, aux produits et aux ventes, à la capacité et aux techniques de production des firmes étudiées. Au Royaume-Uni, ces derniers accordent une importance significativement plus grande aux statistiques officielles et rapports émis par des auditeurs indépendants et ont, comme leurs homologues français, une préférence pour les opérations prévoyant un horizon de sortie.

2.2. L'évaluation des projets d'investissement

Après avoir présélectionné les projets satisfaisant à des critères déterminés en fonction de leurs caractéristiques, les CI procèdent à l'évaluation formelle des différents investissements réputés viables afin de procéder au choix définitif. Bien qu'il soit difficile d'établir une classification incontestable, on peut regrouper les différentes techniques d'évaluations en trois catégories : les méthodes fondées sur l'actualisation des flux futurs (*cash-flows*, dividendes), les seules à trouver une justification théorique³ ; les critères patrimoniaux (coûts historiques,

². Rachat de participations, majoritaires ou non, cédées par des fondateurs de la société ou par d'autres CI.

³. Mentionnons l'approche en termes "d'options réelles", qui peut être adaptée pour évaluer les sociétés nouvelles et risquées dont une part substantielle de la valeur proviendrait d'opportunités d'investissement.

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, PER, prix de transactions récentes...).

En France, ces dernières méthodes sont presque toujours utilisées par les CI devant celles fondées sur la valeur actuelle des flux futurs (Desbrières et Broye, 2000). Au Royaume-Uni, les CI privilégient les multiples de bénéfices, particulièrement dans le cadre d'investissements dans les stades avancés, alors qu'en Belgique et aux Pays-Bas, c'est la méthode des flux futurs actualisés puis les multiples qui sont privilégiés, les pratiques des CI américains étant proches de celles de leurs homologues français (Manigart et alii, 2000). Dans ces pays, les critères patrimoniaux sont très peu utilisés. Ces études montrent aussi que le recours à une technique d'évaluation particulière est lié à des facteurs propres à l'investissement considéré : l'information comptable non publiée et l'information qualitative, subjective ; la compétence, le niveau d'effort et d'implication des dirigeants (voire de tout le personnel) ; les caractéristiques du marché des produits de la firme ; la contribution financière des dirigeants ; l'horizon de sortie anticipé⁴.

En pratique, l'évaluation des projets est un préalable au calcul du taux de rentabilité interne (TRI). Se pose alors la question de la détermination du taux d'acceptation ou de rejet du projet. Manigart et alii (2000) montrent une grande dispersion, pour l'heure inexplicquée, du TRI requis par les CI selon le pays dans lequel les investissements sont réalisés (cf. tableau 2). Une hiérarchie est aussi constatée selon la nature de l'investissement : compte tenu de leur risque spécifique, les TRI requis sont plus élevés pour les investissements en phase de démarrage. Les autres facteurs influençant le plus le niveau du TRI requis sont, par ordre d'importance dans les pays étudiés, le degré d'innovation du projet ou de la société à financer, la durée de l'investissement, le fait qu'une sortie soit ou non planifiée et les conditions économiques générales. De plus, un accroissement du taux de participation en capital des entrepreneurs est jugée *a priori* par les CI comme un facteur important de réduction de leur risque. 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. D'autres études montrent que les choix stratégiques et les caractéristiques organisationnelles des CI (diversification et horizon des investissements, taille, structure d'actionnariat...) ainsi que le fait que l'entrepreneur ait déjà eu des expériences de création ou de développement d'activités cofinancées par des CI influencent le risque perçu et la rentabilité requise (cf. Desbrières, 2001).

Tableau 2 : Taux de rentabilité requis selon le pays et le stade d'investissement

Médiane	Etats-Unis (n = 73)	Royaume-Uni (n = 66)	France (n = 32)	Belgique/Pays-Bas (n = 38)
Ensemble****	30 %	30 %	25 %	15 %
Démarrage**	46 - 55 %	46 - 55 %	36 - 55 %	31 - 35 %
Expansion****	31 - 35 %	26 - 30 %	21 - 25 %	21 - 25 %
LMBO / LMBI****	26 - 30 %	31 - 35 %	26 - 30 %	21 - 25 %

** p < 0,05 ; *** p < 0,01 ; **** p < 0,001

n = nombre d'observations. Source : Manigart et alii (2000).

Bien que prometteuse en théorie, elle est peu utilisée par les CI compte tenu des hypothèses qui doivent être faites et de la difficulté à estimer les *cash-flows* futurs attachés aux options d'investissement.

⁴. Il s'agit là des facteurs de risque les plus importants pour les CI européens.

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

La firme à financer choisie, le CI reste soumis à un risque patrimonial, inhérent à son intervention en fonds propres, et à un risque moral, le comportement de l'entrepreneur étant imparfaitement observable et sa performance relative difficile à évaluer.

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

Plusieurs études montrent que le risque supporté par les CI peut être réduit de différentes manières complémentaires lors de la structuration du montage financier (cf. Desbrières, 2001). Premièrement, l'intégration dans le tour de table de plusieurs CI leur permet d'organiser une syndication du financement et du risque de défaillance. Elle est d'autant plus utile que la taille du projet à financer est importante relativement à celle de chaque CI et que ceux-ci se doivent de ne pas être moins performants que leurs concurrents pour obtenir ultérieurement de nouvelles ressources. La syndication permet aussi un partage d'informations et peut conduire à une meilleure sélection des projets d'investissement et à un meilleur contrôle *ex post*.

Le financement peut aussi être octroyé en plusieurs étapes, plutôt qu'en une seule. La moindre surface financière engagée à l'établissement de la transaction limite les risques patrimonial et moral supportés par le CI. Le contrat optimal semble alors celui par lequel le CI détient une participation fixe dans les fonds propres de la firme, ce qui signifie qu'il participera dans les mêmes proportions aux futures augmentations de capital destinées à financer son développement. En rendant le TRI du CI indépendant des évaluations successives des actions, ce contrat réduit les conflits d'intérêts potentiels entre les investisseurs entrant dans le tour de table à des périodes différentes.

De plus, afin que le taux de participation des entrepreneurs ne soit pas trop fortement dilué après l'intervention des investisseurs, ou pour aligner la rémunération d'autres managers faiblement actionnaires sur la performance financière de la firme, des mécanismes comme les *stock-options* peuvent leur être octroyés, avec pour sous-jacent et maturité respectivement la participation et l'horizon d'investissement des CI⁵. Cette pratique permet de surcroît de limiter le risque de liquidité de ces derniers, aussi efficacement qu'un pacte d'actionnaires prévoyant leur horizon et mode de sortie.

Enfin, pour 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, les CI négocient l'obtention d'informations comptables, dont le volume et la fréquence excèdent ceux généralement requis par les actionnaires des sociétés cotées. Parallèlement, des arrangements contractuels peuvent prévoir, à l'instar des clauses incluses dans les contrats de prêts, que les CI sortiront de manière anticipée du tour de table ou ne participeront pas à une nouvelle tranche de financement initialement prévue, si d'aventure les indicateurs comptables produits se révélaient insuffisants.

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

⁵. Le choix de la maturité pose alors problème lorsque plusieurs CI interviennent dans le tour de table avec des horizons différents, notamment en cas de financement en plusieurs phases.

Par delà la syndication du risque patrimonial et la réduction *a priori* du risque moral, les CI sont toujours soumis à l'imparfaite observabilité du comportement et de la performance de l'entrepreneur durant la phase d'exécution des contrats. L'analyse conduite en section I montre que l'intensité et l'efficacité du contrôle alors exercé par les CI sont une fonction positive de l'asymétrie informationnelle qu'ils supportent, de l'importance des montants investis relativement aux ressources dont ils disposent, de leur taux de participation dans les fonds propres de la firme financée, du degré de spécificité des ressources apportées et de leur contribution au processus de création de valeur.

Plusieurs études empiriques montrent 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 sont importants (cf. Desbrières 2001). Notamment, les CI s'impliquent davantage dans le contrôle d'activités en phase de démarrage. Cette implication consiste en une plus grande assistance en matière de financement additionnel, de recrutement de *managers* et de gestion opérationnelle (qui peut aller jusqu'à l'introduction auprès de nouveaux clients et fournisseurs). Elle apparaît d'autant plus efficace que les contacts entre CI et entrepreneurs sont nombreux et ont un caractère informel et libre, et que la performance de la firme financée est importante. D'ailleurs, la fréquence des relations entre les deux parties est d'autant plus élevée que leurs objectifs ne convergent pas, que l'expérience des entrepreneurs est faible, que le projet financé est en stade de démarrage et que son environnement est incertain, notamment lorsque son degré d'innovation technologique est élevé. Des travaux 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.

Un financement en plusieurs étapes permet aux CI de gérer dynamiquement leurs risques. Il s'avère que les firmes en phase de démarrage reçoivent moins de ressources à chacune des étapes. Dans les firmes disposant d'une forte proportion d'actifs tangibles, les CI s'engagent sur des phases de financement plus longues et réduisent l'intensité de leur contrôle relativement à celles dont l'activité future repose sur des opportunités d'investissement ou la R&D. De plus, ce financement par étapes permet une évaluation périodique des projets, ce qui incite les entrepreneurs à être performants. En effet, 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 leur participation se trouvera plus fortement diluée que prévue. S'ils deviennent majoritaires, les CI pourront aussi révoquer le dirigeant défaillant. De plus, le CI peut se désengager de la firme si l'opération s'avère 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.

Des travaux ont par ailleurs été consacrés aux enjeux d'un contrôle actif des CI dans un contexte de restructurations des firmes financées. Quelle qu'en soit la forme, celles-ci sont difficiles à imposer du fait de la difficulté à obtenir un consensus avec les autres parties (entrepreneurs, autres investisseurs...). Ainsi, si elle favorise la syndication des risques moral et de défaillance, l'intégration d'un grand nombre de CI dans le tour de table peut être un facteur d'inertie en cas de nécessité d'une restructuration rapide de l'entreprise. La taille de celle-ci 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 au taux de participation 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 (cf. Desbrières, 2001). La période de détention des titres est variable. En France, la durée moyenne effective d'un investissement est de 4,5 ans (cf. AFIC - Ernst & Young, 1998), conformément aux durées d'investissement idéales définies *a priori* par les CI (Desbrières et Broye, 2000). Ces sorties s'effectuent surtout grâce à des cessions totales ou partielles à des tiers des participations détenues dans les firmes financées (directement ou via un LBO), ou par l'intermédiaire d'une introduction en bourse.

Dans le cas des LBO, les CI sortent généralement lorsque les dettes du holding de reprise sont remboursées. Leur sortie est 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 le secteur d'activité se concentre, 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 externe. Quel que soit le stade de l'investissement (démarrage, expansion, LBO...), la sortie peut être contrainte lorsque le CI a investi via des fonds à durée de vie limitée (*close end fund*).

On peut 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 et par leur pouvoir respectif de négociation. Des études quantitatives et des études de cas montrent que plus les conflits d'objectifs entre les parties prenantes sont élevés lors de la sortie de tout ou partie des CI, plus le système de gouvernance doit être réactif et flexible.

De nombreux travaux se sont intéressés aux sorties d'investisseurs dans le cadre d'introductions en bourse. Elles montrent que les CI sortent rarement, dès l'introduction, des sociétés dans lesquelles ils ont investi du fait du problème qui se pose au sujet de l'évaluation de leur participation, dans un contexte d'asymétrie informationnelle. Si l'on suppose que le risque d'évaluation décline au fur et à mesure que l'information sur la performance de la firme est révélée, les CI ont tout intérêt à sortir après l'introduction. D'ailleurs, les firmes qui s'introduisent en bourse sont celles qui offrent la plus grande rentabilité aux CI et qui ont fait l'objet des plus gros volumes d'investissements de la part de ces derniers, ce sur un plus grand nombre d'étapes de financement.

D'autres études montrent 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 élevée, notamment de par l'influence qu'ils exercent au sein du conseil d'administration ou grâce à des conseils informels donnés aux entrepreneurs. Les auteurs montrent aussi que la traditionnelle sous-évaluation des actions observée lors des introductions en bourse 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 ; (6) qu'ils conservent une importante proportion de leur participation initiale après l'introduction. En d'autres termes la sous-évaluation à l'émission est d'autant plus faible que les CI détiennent des informations privées sur les sociétés introduites, 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. A ce titre, il apparaît que les firmes ainsi accompagnées par des CI attirent des auditeurs et des souscripteurs plus prestigieux et s'introduisent plus rapidement que les autres firmes.

Contrairement à ce que le nombre des travaux consacrés aux introductions en bourse pourraient laisser entendre, la majeure partie des sorties de CI, notamment en Europe, s'effectuent dans le cadre de cessions directes de leurs participations à des tiers. Il a toutefois été montré que la hiérarchie des modes de sortie privilégiés par les CI n'est pas forcément homogène entre les différents pays européens et varie en fonction du stade de l'investissement (démarrage, expansion, LBO, rachat de participation).

*
* *

Il existe de nombreuses et importantes particularités du capital-investissement, c'est-à-dire de l'investissement en fonds propres par des institutions financières spécialisées dans des firmes généralement non cotées et à différents stades de leur développement.

Les relations entre les CI 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 CI supportent ainsi des coûts de transaction d'autant plus élevés qu'ils doivent mobiliser d'importantes compétences, qu'ils financent des projets non redéployables et que leur portefeuille est peu diversifié. En conséquence, le processus de sélection et d'évaluation des firmes à financer est particulièrement complexe. Il est influencé par de nombreuses variables contingentes comme les caractéristiques du projet ou de la firme, les caractéristiques des entrepreneurs, les choix stratégiques et les caractéristiques organisationnelles des CI, l'horizon et les modalités de sortie de l'investissement...

Une fois le financement accordé, se pose le problème de la gestion *a priori* du risque patrimonial et du risque moral encouru par le CI. 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 entrepreneurs, un reporting régulier, la rédaction de pactes d'actionnaires... Les CI exercent aussi un contrôle actif dans la phase d'exécution du contrat de financement. Enfin, la problématique du contrôle de la firme et de l'entrepreneur intervient jusqu'à la sortie effective des CI du tour de table des financiers de la firme, essentiellement lors de la cession de leur participation à des tiers. En cas

d'introduction en bourse, les investisseurs ne profitent pas de l'opération pour céder leur participation et leur présence contribue à réduire l'asymétrie informationnelle supportée par les souscripteurs et par là même la sous-évaluation des titres à l'émission.

Bibliographie

AFIC et Ernst & Young, 1998, *Mesures de la performance de l'activité du Capital Investissement en France (1988 - 1997)*.

Desbrières P., 2001, " La relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales", in : *Images de l'investissement : une lecture organisationnelle*, Vuibert, Charreaux G. ed.

Desbrières P. et Broye G., 2000, "Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français", *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.3, n°3, 2000, p5-43.

Manigart S., de Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beekman A., 2000, "Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the US, UK, France, Belgium and Holland", *European Financial Management*, vol.6, n°3, p.389-403.