



Gouvernance de la relation capital risqueur - entrepreneur

Jérôme POUGET

Éric STEPHANY

CREGO – Université de Montpellier II – IAE
Place Eugène Bataillon
34095 Montpellier Cedex France

pouget@iae.univ-montp2.fr
stephany@iae.univ-montp2.fr

Résumé

Cette communication a pour objectif d'être un éclairage sur les fondements et les pratiques d'une gouvernance d'entreprise spécifique : le financement par capital risque. Les fondements de la relation investisseur – entrepreneur naissent d'un risque polymorphe et imposent la rédaction de contrats spécifiques. Ce risque polymorphe intervient tant au niveau du financement du projet qu'à la sortie du capital risqueur. Dès lors, deux approches théoriques, l'une descriptive, l'autre normative, abordent la rédaction des contrats et l'impact que ces derniers sur l'organisation de la firme et le processus de création de valeur.

Gouvernance de la relation capital risqueur - entrepreneur

Porté par la vague de la nouvelle économie et la révolution des biotechnologies, le capital risque a connu une phase de croissance sans précédent dans les années à la fin des années 90 pour atteindre un sommet en 2000¹. Le retournement de conjoncture sur les marchés dédiés aux entreprises innovantes s'est traduit par une forte diminution des montants investis par la profession. La crise actuelle² amène l'ensemble des acteurs du capital risque à reconsidérer les fondements de sa pratique.

Il existe de nombreuses définitions du capital risque compte tenu de son caractère « protéiforme » (DE LALANDE & PAOLI GALIN (2000)). En 1985, dans la loi sur le statut des Sociétés de Capital risque, le législateur le définit comme « tout investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres, dans des sociétés non cotées en Bourse, y compris les opérations de création et de transmission des entreprises ». Cette approche nous amène à retenir une conception élargie de ce mode de financement ouvert à tous les stades de développement de l'entreprise : le capital investissement³. Le concept de capital risque doit être réservé pour le financement des premiers stades de développement de l'entreprise (étape de faisabilité, création, croissance). C'est un mode d'intermédiation financière spécifique (BASCHA et WALZ (2001)) qui repose sur les critères suivants :

- un apport minoritaire⁴ dans des PME non cotées à haut potentiel de croissance ;
- une durée de présence dans le capital de l'entreprise généralement limitée à celle prévue pour la réussite du projet de développement (entre 3 et 7 ans)⁵ ;
- un suivi actif de la participation et créateur de valeur ;
- un contrôle fondé sur un contrat implicite et/ou explicite ;
- une rémunération de l'investisseur réalisée principalement lors de la vente de la participation. Ce dernier point est fondamental

La mise en place d'un suivi actif se justifie principalement par le niveau de risque engendré. Les organismes de capital risque (OCR) sont généralement plus impliqués dans la vie de l'entreprise que les actionnaires sur les marchés financiers jugés plus passifs (ELANGO et alii (1995)). D. NOUVELLET (1989) fonde sa définition du capital risque sur ce suivi actif : « il se définit comme l'association d'un entrepreneur et d'un capitaliste qui vont ensemble courir le risque de l'entreprise et se partager les éventuels profits ». La mise au point de ce partenariat (ou suivi actif) fait de l'OCR un intermédiaire financier spécifique. Pour BERGER et UNDEL (1998), le capital risque remplit « la quintessence des fonctions d'un intermédiaire financier en prenant des fonds d'investisseurs et en les réinvestissant dans des opérations opaques sur le plan informationnel ».

¹ Rapport de EVCA 2000, 2001. On se rapportera aux travaux de CHERIF (1998) (2000) et STEPHANY (2001) pour une analyse des fondements de l'industrie du capital risque.

² Pour le cas du capital risque français, les investissements ont diminué de 46% et les levées de fonds de 17 % en 2001. (Les Echos du 28/02/2002 N°18604)

³ P. PORTELLI (1999) note que « la terminologie anglo-saxonne a elle aussi évolué en utilisant de plus en plus fréquemment le terme de « Private Equity » pour désigner le Venture Capital au sens large. » (Citation page 1)

⁴ Sous la forme de capitaux propres ou assimilés.

⁵ Cette période n'est pas bornée lors de la mise en place du financement.

Les recherches menées sur le capital risque suivent l'évolution de ses cycles d'investissement. Elles sont principalement fondées sur des démarches empiriques ou modélisées centrées sur les principaux champs théoriques actuels (théorie de l'agence, théorie des jeux, théorie des contrats incomplets...). BARRY (1994) note que les publications sur le capital risque dans les principales revues de recherches en finance demeurent peu importantes. Il apporte deux raisons : le caractère complexe des problèmes théoriques à résoudre et la nature même du capital risque qui rend les vérifications empiriques difficile compte tenu de la difficulté d'obtenir des données. DESBRIERES (2001)⁶ considère pour sa part que «le capital investissement a été jusqu'à une période récente assez négligé par la finance organisationnelle. Actuellement, les travaux sont assez parcellisés et ne permettent pas une compréhension globale de cette activité...».

L'un des thèmes de recherches actuels est la nature du contrôle mené par le capital risquer. Fondé sur un contrat entre l'investisseur et l'entrepreneur, il a pour finalité la mise en place d'un système de gouvernance centré sur le processus de création de valeur. La relation capital risquer dirigeant est au cœur du financement par capital risque et en représente une de ses spécificités. Par un suivi actif de la participation, l'investisseur réduit le risque encouru tout en structurant le développement de la firme autour de processus de création de valeur. Fondée autour d'une revue de la littérature, l'objectif principal de notre démarche est d'expliquer les fondements contractuels de cette relation et d'en présenter les principaux enjeux.

1. Les fondements de la relation capital risquer -entrepreneur

Lors des étapes d'évaluation, le capital risquer va chercher d'une part, à appréhender le risque encouru et d'autre part, à estimer le montant de valeur que l'entreprise peut potentiellement créer. Le contrat mis en place entre l'entrepreneur et l'investisseur va définir le *modus vivendi* du financement tout en organisant selon les cas la sortie de l'investisseur (SMITH (2001))

1.1. Le caractère polymorphe du risque.

Variable fondamentale à toute opération en finance, le risque est inhérent à toute prise de décision en capital risque. Pour mieux l'appréhender, de nombreux travaux ont tenté d'en approximer ses différentes composantes⁷ (REID et alii (1997), BERGEMANN & HEGE (1998)...). On distingue deux typologies de risque :

1.1.1. Les risques lors des étapes du financement par capital risque.

Le risque inhérent au projet (ou Business Risk). Il est lié à l'évolution (positive ou négative) du projet de développement. Il est principalement fonction du stade de développement de l'entreprise et de la nature du projet à financer (technologique ou non

⁶ citation page 362.

⁷ D'un point de vue sémantique, les traducteurs de l'expression « venture capital » ne se sont pas trompés en insistant sur le risque, même s'ils se sont éloignés de l'esprit plus « aventuriste » de l'approche anglo-saxonne de ce mode de financement.

technologique⁸, la spécificité des actifs, le caractère tangible voire intangible des actifs⁹...). Ce type de risque peut être associé aux difficultés manageriales voire à l'incapacité des dirigeants à gérer ce nouveau projet de développement (WALSH et SEWARD (1990)).

RUHNKA & YOUNG (1987) ont mis en évidence les indicateurs de risque par stade de développement. Le tableau suivant les présente pour les deux premières étapes du cycle de vie de l'entreprise.

Tableau 1 : Indicateurs de risque par stade de développement

Stade de développement	Indicateurs de risque
Incubation	<ul style="list-style-type: none"> - Le prototype est non productible ; - Le marché potentiel n'est pas assez large ; - Le développement est retardé ; - La production ne peut être mise en place à des coûts compétitifs ; - Les propriétaires n'ont pas les capacités manageriales nécessaires ; - Le produit est technologiquement dépassé ; - Le projet n'attire pas de capitaux pour financer les futurs stades de développement.
Amorçage	<ul style="list-style-type: none"> - Les propriétaires n'ont pas les capacités manageriales nécessaires ; - Le marché potentiel n'est pas assez large ; - Le plan de marchéage est non pertinent ; - La production est non compétitive ; - Les délais de production sont mal anticipés ; - La concurrence est forte

D'autre part, le projet peut être source d'externalité, notamment pour un OCR d'origine industrielle, autrement appelé « corporate venture » (CV). Cette externalité est alors appréciée à l'aune du corps de métier du CV et peut alors soit être positive si le produit ou le service développé lui est complémentaire, et au contraire négative si le produit ou le service en est un substitut (HELLMANN (1998)). Ce risque concerne aussi bien l'apporteur de capitaux que l'entreprise financée qui peut être l'otage d'un CV qui ne voudrait s'engager dans un processus de destruction créatrice schumpetérien en cas d'externalité négative, stoppant alors son financement.

Le risque financier. Ses caractéristiques sont d'abord liées à la nature du financement par capital risque : un investissement minoritaire en fonds propres dans le capital de PME non cotées qui ont un projet de développement à financer est plus risqué qu'un investissement

⁸ CUMMING (2000a) note que les start-up technologiques ont un niveau d'asymétrie d'information supérieur à celui des firmes non technologiques.

⁹ La présence d'un pourcentage significatif d'actifs intangibles (comme le capital humain) dans les entreprises technologiques rend difficile l'évaluation de ces dernières.

majoritaire en fonds propres ou un financement minoritaire en dettes. Il est renforcé selon les caractéristiques et le contexte plus ou moins spécifiques des investissements réalisés : illiquidité des titres, absence de moyens de contrôle de la participation, financement dont la durée dépend des possibilités de sortie du capital... . Ce risque est aussi lié aux difficultés rencontrées par l'organisme de capital risque pour appréhender avec certitude la valeur générée à terme par ce type d'investissement. En effet, ces investissements sont caractérisés par la grande incertitude régnant tant sur les espérances de gains que sur la distribution de probabilité de ces espérances de gains (HELLMANN (1994), BASCHA (2001)).

Le risque managerial : KAPLAN et STROMBERG (2000) ont montré, grâce à l'étude d'un échantillon d'OCR américaines que ce risque est une variable centrale à analyser dans la prise de décision en capital risque. Il peut avoir plusieurs origines principalement liées à deux situations d'incertitude informationnelle. AMIT, BRANDER et ZOTT (1998) considèrent que la prise en compte de l'asymétrie d'information est fondamentale dans la compréhension de la pratique du capital risque. De même, RAVID et SPIEGEL (1997) supposent que la situation informationnelle dans les contrats de financement des start-up est exactement l'inverse de l'information parfaite. Pour SAHLMAN (1990), les pratiques contractuelles en capital risque sont liées à l'existence de situations d'asymétrie d'information. On distingue :

-> **La situation de sélection adverse** : MILGRON & ROBERTS (1997)¹⁰ la définissent comme «un problème précontractuel. Il se pose, d'une part, lorsque, dans une transaction, une des deux parties détient des informations privées sur des éléments susceptibles d'affecter les bénéfices nets que l'autre partie peut tirer du contrat et d'autre part, lorsque seuls ceux qui détiennent des informations privées susceptibles de désavantager considérablement l'autre partie acceptent de co-contracter ». Elle peut se traduire lors de la phase d'évaluation et de sélection, par la réalisation de mauvaises estimations quant à la capacité du projet de développement de créer la valeur escomptée faute d'information de qualité. Les problèmes de sélection adverse dépendent principalement du stade de développement et du secteur à financer. Toutefois, RAVID et SPIEGEL (1997) considèrent qu'il existe un nombre limité de projet dont la valeur actuelle nette est positive alors qu'il existe un nombre illimité de projet pour lesquels cette valeur actuelle nette est négative, il convient donc, pour l'OCR, de financer des projets rentables donc de dissuader les entrepreneurs soutenant un projet non rentable de solliciter leur aide financière.

CHAN (1983) souligne le rôle du capital risquer par la réduction du risque de sélection adverse sur le marché du financement entrepreneurial. En situation de sélection adverse, seuls les projets de financement de qualité inférieure seraient proposés aux OCR. En remettant en cause l'efficacité informationnelle sur le marché du capital risque, cet auteur justifie le rôle des OCR comme producteur d'information « d'expertise ¹¹».

AMIT, GLOSTEN et MULLER (1990) présentent un modèle d'agence dans lequel le capital risquer est incertain des capacités de l'entrepreneur quand ce dernier présente ses besoins de financement. Le processus de décision de l'investisseur définit un niveau de compétence nécessaire et prédit avec quel type d'entrepreneur l'OCR peut envisager une relation de

¹⁰ Définition page 794.

¹¹ LANTZ & GED (1999).

coopération. Dans une approche plus spécifique, LERNER (1994a) considère que la syndication est un moyen de limiter les situations de sélection adverse. On entend par syndication le partage de la participation à financer entre plusieurs capitaux risqueurs. Cette dernière solution est surtout pertinente pour les entreprises en création. Ce mode de financement se généralise par la suite selon d'une part, l'importance des fonds levés BYGRAVE (1987) et d'autre part, les différents tours de financement. La syndication peut conduire à une meilleure sélection des projets d'investissement et à un meilleur contrôle principalement par un meilleur partage des informations.

->**Les situations de risque moral** (ou aléa moral) qui traduisent «un opportunisme post - contractuel qui naît du fait que certaines actions requises ou souhaitées par un contrat ne sont pas directement observables » (MILGRON & ROBERTS (1997)). On retrouve l'ensemble des situations qui peut amener des conflits entre le capital risqueur et le dirigeant de PME : comportement opportuniste de la part du dirigeant (SAHLMAN (1990), NORTON (1995)), politique d'investissement sous-optimale, (SAPIENZA et GUPTA (1994) AMIT, GLOSTEN et MULLER (1990)). Compte tenu des risques d'agence et ceux relatifs au projet à financer, l'investisseur va mettre en place un contrat dont les clauses vont permettre de limiter certaines situations risquées. BARNEY, BUSENITZ et FIET (1994) distinguent deux comportements opportunistes : l'opportunisme managérial et l'opportunisme concurrentiel. Le premier se manifeste par des dépenses de recherche et développement trop dispendieuses, des versements de salaires trop importants ou le maintien de dirigeants peu performants et a pour effet d'appauvrir directement l'OCR. L'opportunisme concurrentiel a pour conséquence d'accroître la concurrence industrielle face à l'entreprise financée par l'OCR via la fuite de l'entrepreneur dans une autre entreprise, la révélation par ce dernier de la technologie développée ou encore son seul rôle de conseil auprès de la concurrence. Enfin, CORNELLI et YOSHA (1997) se préoccupent de l'éventuelle manipulation de l'information par l'entrepreneur qui peut aller jusqu'à maquiller ses comptes afin de présenter des résultats de court terme conformes aux attentes du VC.

Ces risques managériaux viennent de deux caractéristiques majeures de l'entrepreneur selon HELLMANN (1994) : il est le plus souvent un excellent scientifique mais rarement un bon gestionnaire et, surtout, il n'a pas les mêmes préoccupations que l'OCR. En effet, il ne recherche pas seulement un retour financier de son projet mais aussi un retour en termes de capital humain : prestige de mener son affaire, intérêt scientifique, valorisation boursière de son travail.

1.1.2. Les risques inhérents à la sortie du capital.

A ce niveau, on distingue :

Le risque de faillite, qui se traduit concrètement par «la mort de la participation ». Dans ce cas, le capital risqueur en tant que créancier résiduel a très peu de chance de récupérer les sommes investies (HELLMANN (1994))

Le risque d'illiquidité. L'illiquidité apparaît au terme d'une échéance théorique prévue par l'investisseur. Elle se traduit par l'impossibilité pour l'investisseur de sortir du capital et par la

même, d'obtenir le montant escompté de plus-value. Ce risque d'illiquidité a fortement pénalisé le fonctionnement des organismes de capital risque : en limitant la reconstitution des portefeuilles des capitaux risqués, en les empêchant de participer à des tours de financement et enfin, en réduisant la performance financière de cette activité financière (de FREMINVILLE (1996)). Ce risque dépend de nombreux paramètres : la conjoncture et le niveau de liquidité sur les marchés financiers¹², le niveau de valorisation dans les entrées dans le capital, l'absence de potentiel de développement de l'entreprise suite à l'échec du projet de développement... Ce risque concerne principalement l'OCR qui, en plus d'une perte financière, risque de subir une perte en terme de réputation s'il ne mène pas le projet jusqu'à son aboutissement boursier ou industriel (BASCHA (2000, 2001)).

1.2. Le design du contrat.

C'est une réponse aux situations de risques de conflits et d'asymétrie informationnelle. Le contrat se définit comme un ensemble de clauses visant d'une part, à protéger la participation du CR et d'autre part, à organiser sa sortie du capital de la PME. Il associe une combinaison de mécanismes de contrôle.

1.2.1. Les différents droits

Les Droits de contrôle : HART (2001) montre que l'allocation de ces droits est de première importance dans le domaine de l'incitation du manager. La profitabilité de l'entreprise n'étant pas une donnée intrinsèque mais fortement dépendante des actions du manager, les droits de contrôle jouent un rôle primordial dans la rentabilité de l'investissement du OCR. Cette allocation est d'autant plus sensible dans une entreprise non cotée que la concentration du capital rend le contrôle effectif, contrairement à une grande entreprise cotée dont les actionnaires n'exercent leur contrôle que très partiellement et/ou lointainement (BEARLE et MEANS (1932)). Toutefois, la solution du conflit d'agence consistant à faire du manager un actionnaire implique une allocation de droits de contrôle au manager, facilitant son enracinement. L'équilibre optimal entre incitation et contrôle étant endogène, il est difficile de calculer le niveau optimal de détention du capital par le manager (BAKER et GOMPERS (1999)).

Les droits sur les cash flow : Ils représentent un outil d'incitation privilégié. En effet, la réduction des conflits d'agence par les OCR passe en partie par le paiement monétaire des efforts du manager (BAKER et GOMPERS (1999), REPULLO et SUAREZ (1998)), même si ces efforts n'ont pas nécessairement d'implication monétaire, i.e. ils n'accroissent que la réputation de l'OCR (BASCHA (2001)). ADAMATI et PFLEIDERER (1999) en font même un élément central de leur modèle puisqu'ils servent de base au refinancement optimal de l'entreprise.

Les droits de liquidation : CORNELLI et YOSHA (1997) posent que cette option de liquidation détenue par l'OCR est essentielle car l'entrepreneur a tendance à poursuivre le projet et à ne jamais l'abandonner même s'il s'avère sans aucun espoir de rentabilité.

¹² Le problème de liquidité rencontré dans les années 80, est lié au retournement de conjoncture sur le second marché associé à la sur-évaluation des participations lors de l'entrée dans le capital des PME.

1.2.2. Typologie des approches

Deux types de travaux de recherches analysent la nature du contrôle du capital risquer en étudiant le contrat mis en place entre les dirigeants et les investisseurs :

1.2.2.1. Les approches descriptives

On retrouve ici les travaux de SAHLMAN (1990), GOMPERS (1998), BLACK & GILSON (1998) et KAPLAN & STROMBERG (2000). L'objectif principal de ces travaux est de décrire les différents aspects des contrats de capital risque et la répartition des différents droits. Pour GOMPERS (1998), les clauses contenues dans les contrats allouent les droits de contrôle indépendamment des droits financiers. KAPLAN & STROMBERG (2000) dans une étude sur 200 opérations de financement, considèrent que la répartition des droits de contrôle et des droits financiers est liée à la performance observée. La concentration des actions entre les mains des investisseurs est d'autant plus importante que la situation de l'entreprise est mauvaise. Si la situation de l'entreprise est bonne alors les investisseurs vont renoncer à leurs droits de contrôle tout en maintenant leurs droits financiers.

1.2.2.2. Les approches normatives

Généralement fondés sur la théorie des contrats incomplets, ces modèles cherchent à expliquer la répartition des droits de contrôle entre le dirigeant et le capital risquer laquelle se traduit par un « hold up ». Ils s'inscrivent dans la recherche d'un contrat optimal dont l'évolution varie selon les hypothèses du modèle. Généralement, le niveau de contrôle détenu par le capital risquer est plus important que celui qu'il aurait obtenu avec la règle : une voix un vote. Plusieurs modélisations amènent un éclairage sur la nature de ce contrôle et apportent une justification au décalage dans la répartition des droits.

CHAN et alii (1990) ont montré que le contrôle mis en place à travers le contrat, permettait de prendre une décision de production. Les travaux de BERGLOF (1994) proposent une optimisation du contrat par l'intégration de dettes convertibles. L'allocation des droits de contrôle permet de statuer sur la crédibilité de la firme vis à vis d'un acquéreur extérieur.

GERTNET et alii (1994) étudient l'importance du contrôle dans la relation capital risquer dirigeant et montrent que le capital risquer peut vouloir le contrôle d'une part, pour mieux contribuer à ajouter de la valeur et d'autre part, pour préserver la valeur de liquidation sur les actifs. HELLMAN (1998), (2002) définit un contrat dans lequel la répartition des droits de contrôle s'entend comme la capacité pour l'investisseur de remplacer l'entrepreneur fondateur par un manager professionnel.

Plus récemment, KIRILENKO (2001) propose un modèle qui décrit la relation entre les capitaux risqueurs et les dirigeants engagés dans la formation d'une nouvelle entreprise. La proportion de droits de contrôle détenue par le capital risquer est une réponse aux situations de sélection adverse. Elle affecte la taille de l'investissement, la répartition des risques entre les deux acteurs. Une allocation optimale des droits de contrôle passe par la mise en place d'un ensemble de différents mécanismes de contrôle.

2. Gouvernance de la relation et création de valeur

La volonté d'un suivi actif de la participation fait du capital risquer un actionnaire spécifique. Les hypothèses d'asymétrie d'information, de comportements opportunistes, d'incertitude incitent l'investisseur à contrôler l'action de l'entrepreneur par différents leviers. Le système de gouvernance mis en place par l'investisseur est une combinaison plus ou moins exhaustive de ces mécanismes de contrôle. Par la mise en place d'un partenariat, l'investisseur modèle l'organisation de l'entreprise et l'inscrit dans un processus favorable à la création de valeur. Une double démarche contractuelle lie l'investisseur et le dirigeant selon WRIGHT et ROBBIE (1998) : à côté d'un contrat explicite fondé sur différentes clauses juridiques et financières, s'établit un contrat implicite fondé sur une démarche plus informelle où les notions de confiance et de coopération¹³ sont au cœur du dispositif mis en place. Notre analyse se portera principalement sur la nature explicite de ce contrat.

2.1. Les leviers de contrôle

2.1.1. Le financement par étapes (ou « Staged finance »)

Vu la nature des besoins d'investissement à financer, les apports en fonds propres peuvent s'échelonner dans le temps par l'organisation de différents « tours de table ou round financing (ou investissement séquentiel) ». En cas de situation de conflit, SAHLMAN (1990) considère que le capital risquer a une option réelle pour ne pas participer au tour de table suivant ou du moins conditionner l'augmentation future de son apport à de nouvelles pratiques manageriales plus coopératives. Pour cet auteur, cette option réelle est un moyen de minimiser les coûts d'agence. Cette méthode permet de discipliner le dirigeant dans le sens où ce dernier arbitre entre la valeur créée obtenue au terme du premier tour de financement et la dilution de son contrôle sur la société dans les prochains tours de financement. Comme le note SAHLMAN (1990), «le mécanisme de contrôle le plus efficace pour contrôler une participation est d'étaler les apports en capital. Chaque étape de financement est généralement liée à un développement significatif de l'entreprise». Cette approche en terme de «financement par étapes» a été modélisée par ADMATI et PFLEIDERER (1994) comme solution au problème du surinvestissement. Ces auteurs ont montré que l'OCR signale la qualité du projet par le maintien de sa participation lors des différents tours de financement. Ils élaborent un modèle dans lequel ce refinancement est proportionnel à la fraction des bénéfices que reçoit l'OCR au terme du premier stage de financement. Ce modèle à fraction fixe assure ainsi l'optimalité de la continuation du projet. Dans une étude menée en 1995, GOMPERS montre que le nombre de tours de financement augmente avec la fraction d'actifs intangibles. Ainsi, plus la fraction d'actif intangible est importante dans un projet et plus les

¹³ De nombreuses recherches ont étudié les différentes approches de la relation OCR – dirigeant : CABLE et SHANE (1997) proposent un modèle explicatif de la coopération entre ces deux acteurs à partir du dilemme du prisonnier. Cinq facteurs influent sur cette relation de coopération : la pression du temps, la récompense de la coopération, le partage de l'information, la relation sociale, les procédures de transaction. Outre la théorie des Jeux, d'autres théories permettent d'analyser cette relation et apporter un éclairage pertinent sur ses fondements et sa pratique. Par exemple, SAPIENZA et KOORSGARD (1996) proposent un modèle utilisant la théorie de la Justice Procédurale. Le modèle étudié s'intéresse principalement à deux aspects de cette relation : d'une part, l'apport des feedback fréquents de l'entrepreneur et d'autre part, l'influence de l'investisseur dans la prise de décision.

coûts d'agence sont élevés et le suivi important. Néanmoins, pour HELLMANN (1994), CORNELLI et YOSHA (1997) et GOMPERS (1995), ce type de financement peut avoir pour limite d'amener une «myopie» manageriale de la part des dirigeants en privilégiant les impératifs de performance de court terme de manière à être financé. BERGEMANN et HEGE (1998) justifient dans un modèle cette pratique, vu le caractère incertain de la valeur du projet et compte tenu de l'absence d'information sur le réel niveau d'investissement. Dans un article récent, NEHER (1999) propose un modèle global d'un financement par étape intégré dans le cadre théorique de l'agence dont certains résultats sont conformes aux pratiques rencontrées en capital risque. L'utilisation de la «staged finance» est liée aux risques de hold up comportementaux du dirigeant compte tenu de son rôle fondamental dans les premiers stades de développement de l'entreprise. La «staged finance» est un moyen pour l'OCR de contrôler et d'inciter le dirigeant à s'investir dans le projet de développement. Il est nécessaire de prendre en compte que ce mode organisationnel du financement par capital risque amène des coûts d'agence spécifiques selon l'organisation et le contrôle effectué (HELLMANN (1994) et GOMPERS (1995)). REPULLO et SUAREZ (1998) confèrent au financement séquentiel la possibilité pour l'investisseur des premiers jours de répartir ses exigences assez élevées sur les différents stages ultérieurs. Le risque est alors «amorti» sur les stages de financement ultérieurs.

2.1.2. Les options de conversion

Le choix de titres financiers hybrides (obligations convertibles, actions privilégiées convertibles en actions ordinaires...) constitue ce que HELLMANN (1994) qualifie d'utilisation de la «Strip finance». Ces clauses de conversion intégrées dans ces titres permettent de diminuer la sensibilité de la valeur des instruments financiers aux fluctuations du risque. Les divergences de perception du risque peuvent ainsi être surmontées. Par exemple, on considère que si le capital risqué a un doute dans le potentiel réel de développement à terme d'un projet, il peut privilégier un financement par obligation convertible, lui laissant une option de conversion en actions selon les résultats financiers futurs. Les effets d'une augmentation du risque sur les composantes de ce type de titre sont opposés : la valeur de la dette diminue avec le risque alors que la valeur du droit de conversion augmente. TRESTER (1998) démontre qu'en situation d'asymétrie d'information, les capitaux risqués préfèrent utiliser les actions (ordinaires ou privilégiées) que les dettes pour financer les projets innovants ou de croissance. Le contrat mis en place est fonction d'une part, des situations de risque de moral et d'autre part, des caractéristiques et de la qualité des projets à financer. De nombreuses études sur les pratiques du capital risque ont montré un recours majoritaire aux titres actions ou obligations convertibles dans la formalisation des contrats (KAPLAN et STROMBERG (2000), BASCHA (2000, 2001), CUMMING (2000a, 2000b, 2000c), ...)

Le principe de fonctionnement de tels contrats repose sur une sur-réaction des paiements de l'entrepreneur au regard des bénéfices vérifiables du projet. Ainsi, en cas de rentabilité positive, l'entrepreneur sera fortement récompensé et, dans le cas contraire, il sera fortement sanctionné puisque le projet pourra même être liquidé (BASCHA (2000)). L'emploi de ces outils convertibles peut être, selon l'auteur, plus efficace que le monitoring coûteux en termes d'incitation de l'entrepreneur. L'étude empirique menée par l'auteur en Allemagne confirme

cette hypothèse pour les titres convertibles puisqu'ils représentent le tiers des moyens de financement utilisés. L'emploi de ces titres convertibles différencie les OCR des établissements bancaires selon TRIANTIS (1998) dont les instruments sont les crédits sans risque à court terme puisque le Glass Steagall Act leur interdit la possession d'actions aux Etats-Unis (HELLMANN (1994)).

Ces titres convertibles peuvent aussi être une parade au risque de court termisme et d'habillage de bilan par lequel l'entrepreneur peut être tenté. Ainsi CORNELLI et YOSHA (1997) montrent que la dette convertible permet de construire un contrat empêchant la manipulation du signal et permettant ainsi un financement du projet. En effet, l'OCR pourrait être tenté de convertir sa dette en actions si le signal présenté par l'entrepreneur est par trop favorable et privera ainsi l'entrepreneur d'une part substantielle de sa richesse. A contrario, un signal négatif provoquerait le retrait de l'OCR et l'abandon du projet. Ce type de contrat incite donc l'entrepreneur à présenter un signal conforme à la réalité. BASCHA et WALZ (2001) ont démontré dans un modèle que l'intégration des titres convertibles amenait des contrats optimaux tout en créant un cadre incitatif pour organiser la sortie de l'investisseur.

2.1.3 Une politique de rémunération optimale.

La mise en place d'un système d'incitation qui se traduit par des dispositifs contractuels (Bons de souscription d'actions au profit de l'actionnaire majoritaire, stocks options...). L'objectif recherché ici est d'aligner la gestion de l'entreprise sur les impératifs de création de valeur. BAKER et GOMPERS (1999a) ont montré que la présence d'un capital risquer influait sur le niveau et le type de rémunération des dirigeants. Ainsi, l'étude réalisée montre que les dirigeants de PME financées par capital risque reçoivent un revenu plus faible par rapport à ceux de sociétés non financées par capital risque. Néanmoins, ils détiennent un pourcentage plus important du capital. KAPLAN et STROMBERG (2000) ont mis en évidence le lien entre la rémunération des dirigeants et le niveau de performance. Ainsi, la mise en place d'impératif de performance, de système de primes, de stocks options sont un ensemble de dispositifs à même d'inciter les dirigeants à la réussite des projets de développement mis en place.

2.1.4. Le conseil d'administration

Lieu de pouvoir au sein de l'entreprise, le conseil d'administration est composé d'administrateurs reflétant la nature de la géographie du capital. Sa composition dans le cadre d'une start-up, mérite un éclairage dans le sens où il intègre dans sa formation et son organisation des principes fondamentaux du gouvernement d'entreprise (que certaines grandes entreprises ont encore du mal à appliquer¹⁴): la présence d'administrateurs indépendants voire étrangers, une forte implication des administrateurs dans la vie de l'entreprise...

Les missions affectées au conseil d'administration sont multiples: d'une part, nommer, surveiller, récompenser les dirigeant, éventuellement révoquer les dirigeants et d'autre part,

¹⁴ Pour des études des pratiques du gouvernement d'entreprise sur les grandes entreprises, on peut se rapporter aux travaux de CHARREAUX (1997), GOMEZ (2001), PARRAT (1999), MAATI (1999),

ratifier et contrôler les décisions importantes prises par la direction (FAMA et JENSEN (1983)). De nombreux travaux ont décrit les structures de conseils d'administration dans les entreprises entrepreneuriales (LERNER (1995), HERMALIN et WEISBACH (1998)). Dans une enquête menée sur les conseils d'administration de 1553 entreprises entrepreneuriales (dont 433 entreprises financées par capital risque), BAKER et GOMPERS (1999) montrent le rôle actif joué par le capital risque au sein du conseil d'administration. GOMPERS (1996) a montré que les jeunes capitaux risquer (et a priori les moins expérimentés) étaient moins présents dans les conseils d'administration que les capitaux risquer plus établis. Acteur influent, le capital risque modèle la composition du conseil d'administration (par la diminution du nombre d'administrateurs spécialisés¹⁵) et joue un contrepoids au contrôle du dirigeant (par la diminution du nombre d'administrateurs internes).

2.2. Les leviers de la création de valeur

Pour le cas d'une opération en capital risque, l'efficacité du gouvernement d'entreprise mis en place dépend principalement de l'implication de l'investisseur et par voie de conséquence de son impact sur les décisions manageriales.

2.2.1. L'implication de l'investisseur

Le degré d'implication de l'investisseur s'illustre par le mode de gouvernance mis en place. Dans la profession, on distingue de manière classique, un financement hands off qui se traduit par un niveau d'implication faible voir nul, d'un financement hands on qui s'illustre par un suivi régulier et impliqué. De nombreux travaux académiques ont tenté d'expliquer ce concept et ces différentes interprétations manageriales par la fréquence des interactions entre le capital risquer et le dirigeant de l'entreprise. Par exemple, MAC MILLAN et alii (1989) identifient trois niveaux d'implications : faible, modéré et fort. De même, ELANGO et alii (1995) proposent trois niveaux d'implication dans les entreprises financées.

D'une manière générale, le degré d'implication d'un capital risque dans une entreprise financée est lié à la politique de financement de participations définie par les actionnaires de l'OCR (MAC MILLAN et alii (1989), BEECROFT (1994), LERNER (1995)). Une forte implication nécessite dans le suivi des participations, la mise en place de ressources (humaines, techniques...) au sein de l'OCR pour financer les frais liés au suivi régulier de l'entreprise.

L'ensemble des travaux sur l'implication de l'investisseur met en avant plusieurs facteurs explicatifs :

- *Le stade de développement de l'entreprise.* Selon GORMAN et SAHLMAN (1989), SAPIENZA et GUPTA (1994), le financement des premières étapes du cycle de vie de l'entreprise nécessite une plus forte implication des investisseurs que les stades plus en aval. A contrario, ELANGO et alii (1995) n'ont pas trouvé de liens entre le niveau d'implication et le stade de développement de l'entreprise financée.

¹⁵ L'importance du suivi, les contacts amenés par le capital risquer, sont autant d'éléments qui permettent à l'entreprise de diminuer le nombre d'administrateurs spécialisés.

- *Le niveau de risque.* SAPIENZA (1992), SAPIENZA et alii (1994b), EHRLICH et alii (1994) considèrent le niveau de risque comme un vecteur explicatif du degré d'implication du capital risqueur. Pour ces auteurs, la notion de risque s'inscrit dans une lecture multidimensionnelle : risque d'affaire, risque d'agence... . SAPIENZA et GUPTA (1994) montrent que la fréquence des relations entre le capital risqueur et les dirigeants est forte dans les situations de non-convergence des objectifs entre ces deux acteurs.
- *L'expérience du management de la firme.* ROSENSTEIN (1988) définit deux modes d'implication après l'apport des ressources financières par l'investisseur : soit, le capital risqueur change l'équipe pour la remplacer par un management plus expérimenté, soit, il collabore avec l'équipe en place. L'implication est d'autant plus forte que le management de la firme a une expérience faible. (SAPIENZA et GUPTA (1994))
- Les besoins financiers de l'entreprise et l'importance des investissements à réaliser. (BARRY (1994)).
- Le niveau de détention du capital par le dirigeant et le degré d'incertitude dans le partenariat entre l'OCR et le dirigeant (SAPIENZA et GUPTA (1994))
- *L'expérience de l'organisme de capital risque.* Le degré d'expérience se décline d'une part, sur la pratique du métier de capital risqueur (sélection des entreprises à financer, évaluation,...) et d'autre part, sur les connaissances spécifiques (secteurs, activités, ...). SAPIENZA et alii (1995), (1996) ont montré que des capitaux risqueurs expérimentés et spécialisés dans le financement de secteurs précis amenaient plus de valeur que d'autres avec moins d'expérience ou sans politique d'intervention spécialisée.
- Le nombre et la nature des investisseurs dans l'opération de syndication mise en place pour financer l'entreprise. (BYGRAVE (1987), LERNER (1994))
- *La proximité géographique* entre l'OCR et le dirigeant (LERNER (1994), SAPIENZA et alii (1995) (1996)). Il est évident que compte tenu des faibles effectifs dans les OCR, la proximité géographique peut faciliter la mise en place d'un partenariat.

2.2.2. Les sources potentielles de création de valeur

De nombreux travaux ont montré l'impact significatif du suivi du capital risqueur sur l'organisation de l'entreprise financée (FERNANDEZ et COBAS (1999), SAPIENZA et alii (1995, 1996), STEPHANY (1994) , MAC MILLAN et alii (1988), MAIER & WALKER (1987), GORMAN et SAHLMAN (1989), MULL (1994), SWEETING et WONG (1997)...). FRIED et HISRICH (1995) décrivent les apports des capitaux risqueurs dans les entreprises américaines : ressources financières, services opérationnels, réseaux, aide morale, connaissance des affaires et informations sectorielles. HELLMAN et PURI (1999) ont montré dans une étude sur 173 start-up qu'un financement par capital risque réduisait le délai entre la date de création de l'entreprise et la date de mise en vente des produits. Ce mode de financement joue un rôle important sur le plan de développement de l'entreprise et sur sa position concurrentielle sur les marchés.

D'une manière générale, l'importance de l'apport du capital risque est liée aux besoins de l'entreprise financée lesquels dépendent généralement, du stade de développement, et du type de projet à financer.

A la vue des résultats des « due diligences » lors des procédures de sélection, l'investisseur va chercher selon les cas à mettre en place les moyens techniques et humains pour optimiser le partenariat. Deux cas de figures peuvent être admis :

- *L'embauche d'un cadre expérimenté* au sein de l'entreprise aux fonctions soit de Directeur administratif, soit de Contrôleur de gestion, voire de Directeur financier. C'est souvent le cas dans des jeunes entreprises appartenant aux secteurs scientifiques des nouvelles technologies de l'information et de la communication, des biotechnologies... . Dans cette logique, le cadre embauché joue un rôle de relais entre l'entreprise et le capital risquer. A partir du même échantillon, HELLMAN et PURI (2000) ont montré, que le développement d'une gestion des ressources humaines était un préalable à la « professionnalisation » des start-up. ROSENSTEIN et alii (1993) ont mis en évidence que la présence du capital risquer dans le conseil d'administration facilitait la mise en place d'une assistance dans le recrutement de cadres.
- *La mise en place d'un système d'information comptable et financier* capable de répondre aux besoins informationnels du suivi du capital risquer (FALCONER et alii (1995), (1997)). La périodicité informationnelle demandée et le type d'information demandée imposent la mise en place de moyens spécifiques tant humains que techniques (SWEETING (1991), MITCHELL, REID et TERRY (1995), (1997)). La présentation des informations demandées peut se faire :
 - par la mise en place d'un tableau de bord dont la composition est préalablement définie par le capital risquer ;
 - par l'établissement de documents prévisionnels à même de faciliter le pilotage du projet de développement.

Tableau 2 : Informations mises en place dans le reporting

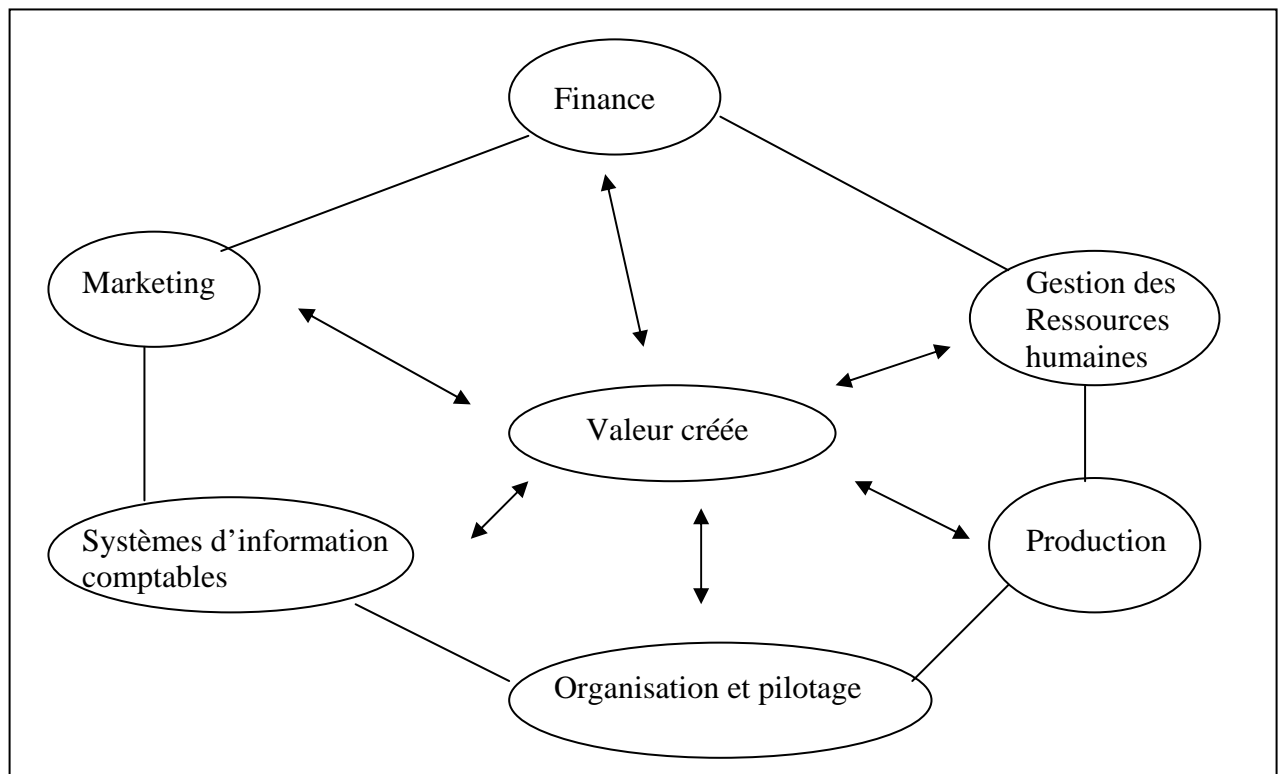
Tableau de bord	- des informations sur l'activité, la production, le chiffre d'affaires ; - des indicateurs de performances : marges (brute et nette), rentabilités ; - la situation de trésorerie et son évolution ; - l'évolution des stocks.
Des documents prévisionnels	- des budgets trimestriels ; - des prévisions de trésorerie ; - des bilans prévisionnels.

A côté des ressources financières, les apports du capital risque sont variables. On distingue :

- les apports formels : des conseils, le partage de réseaux (techniques, financiers, commerciaux...),
- les apports informels. La présence d'un capital risquer au sein du capital d'une PME est le garant du potentiel de l'entreprise. Ce capital réputation est un signal de qualité pour les différents stakeholders (banques, clients...) tant au niveau organisationnel qu'au niveau managerial. A titre d'exemple, BARY et alii (1990), SAPIENZA et alii (1996), FERNANDEZ et COBAS (1999) montrent que la présence d'un capital risquer permettait à l'entreprise de lever de nouvelles ressources financières auxquelles elle n'avait pas accès auparavant.

Outre la mise en place de structures de contrôle du dirigeant, le capital risque peut suggérer à l'entreprise certains changements propices à la réussite du projet de développement. Six pôles peuvent être mis en avant :

Figure 1: Les six pôles de création de valeur¹⁶



Le tableau 3 détaille les différents apports d'un capital risquer dans l'entreprise qu'il finance :

¹⁶ STEPHANY (2003)

Tableau 3 : Typologie des apports d'un capital risquer¹⁷

Finance	<ul style="list-style-type: none"> - l'obtention des nouvelles ressources financières (dettes...); - l'organisation d'un nouveau tour de financement avec d'autres financiers; - la politique de minimisation du coût du capital; - la structuration de la fonction finance; ...
Marketing	<ul style="list-style-type: none"> - la redéfinition de la stratégie commerciale de l'entreprise; - le développement des produits actuels; - la recherche de nouveaux marchés pour l'entreprise; - la recherche de nouveaux distributeurs... - le management par la valeur ...
Gestion des ressources humaines	<ul style="list-style-type: none"> - le recrutement de nouveaux cadres (directeur financier, contrôleur de gestion...); - le remplacement éventuel de membres de l'équipe manageriale; - la mise en place de nouvelles politiques de rémunération; ...
Systèmes d'information comptables	<ul style="list-style-type: none"> - l'établissement de reporting; - le développement de budgets; - la mise en place de nouvelles méthodes d'informations; ...
Production	<ul style="list-style-type: none"> - la réalisation de nouveaux produits; - le développement de nouvelles méthodes de production; - l'optimisation de la recherche et développement; - l'émergence de nouveaux fournisseurs; ...
Organisation et pilotage	<ul style="list-style-type: none"> - la formulation de la stratégie; - la mise en place de nouveaux objectifs.

La présence du capital risquer contribue à faire évoluer l'organisation et le management de la PME. Elle constitue une phase d'apprentissage si l'entreprise fait appel par la suite à une introduction sur les marchés financiers pour financer les autres étapes de son développement. Par son suivi, l'investisseur modèle le fonctionnement de l'entreprise dans l'impératif de création de valeur. De plus, il peut contribuer à modifier l'environnement de l'entreprise en l'intégrant au sein de nouveaux réseaux.

La recherche en capital risque sur la nature du contrôle est particulièrement importante. Sa richesse est en partie liée à son intégration dans les différents champs théoriques et à la diversité des études empiriques compte tenu de la spécificité des pratiques selon les pays. Les travaux actuels sur le contrôle s'orientent principalement sur trois axes : les aspects informels de ce contrôle, les conditions institutionnelles de la pratique du capital risque et l'impact de l'organisation de l'investisseur sur les pratiques contractuelles (influence de l'actionariat,

¹⁷ STEPHANY (2003)

expérience de l'OCR). L'industrie du capital risque n'est pas figée. C'est une activité financière qui connaît de nombreuses évolutions. L'arrivée de nouveaux acteurs dans le capital risque peut impliquer de nouvelles logiques et par la même amener de nouvelles pratiques. Par exemple, le développement récent des incubateurs et des fonds d'amorçage, associé à l'émergence de réseaux de Business Angel imposent des logiques financières et stratégiques spécifiques dans l'incubation et le développement des start-up (HARRISON et MASON (1999), GULLANDER (2002)). L'ensemble de ces travaux théoriques et empiriques contribue à compléter un corpus théorique émergent à même de définir une théorie financière du capital risque.

Bibliographie

ADMATI A.R. et PFLEIDERER P. (1994) – « Robust financial contracting and the role of venture capitalists » - *The Journal of Finance*, vol 49, pp 371-402.

AMIT R., GLOSTEN L. et MULLER E. (1990) –« Entrepreneurial ability, venture investments and risk sharing » - *Management science*, vol :36, N° 10, pp 1232-1267.

BAKER M. et GOMPERS P. (1999a) –“An Analysis of Compensation, Ownership, and Control in Closely Held Firms” - Working Paper Harvard Business School.

BAKER M. et GOMPERS P. (1999b) –« *The Determinants of Board Structure and Function in Entrepreneurial Firm* » - Working Paper Harvard Business School.

BARNEY J.B., BUSENITZ L.W., MOESEL D.D., J.O. FIET (1994) –« The relationship between Venture Capital and managers in new firms : determinants of contractual covenants » - *Managerial finance* vol 20.

BARNEY J.B. , BUSENITZ L., FIET J.O.et MOESEL D. (1996) –« New venture teams’ assessment of learning assistance from venture capital firms » - *Journal of Business Venturing*, vol 11, pp 257-272.

BARRY C., MUSCARELLA C., PEAVY J. et VETSUYPENS M. (1990) –« The Rôle of Venture Capital in the Creation of Public Companies : Evidence from going public Process » - *Journal of Financial Economics*, 27, pp 447-471.

BARRY C. (1994) –« New Directions in Research on Venture Capital Finance » - *Financial management*, vol 23, N°3 pp 3-15.

BASCHA A. (2000) –« *Why do Venture Capitalists hold different types of Equity securities ?* » - Working Paper – Université de Tübingen.

BASCHA A., (2001)” *Venture Capitalists Reputation and the Decision to Invest in Different Type of Equity Securities*” , Working Paper – Université de Tübingen.

BASCHA A. et WALZ U., (2001) “Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance” – *Journal of Corporate Finance*, 7, pp 285-306..

BEECROFT R. (1994) –« *The Role of The Venture Capital Industry in the UK* » - in DIMSDALE N. et PREVEZER M. –« *Capital markets and Corporate Governance* » - Oxford Press.

BERGEMANN D. et HEGE U. (1998) –« Venture capital financing, moral hazard and learning » - *Journal of Banking & Finance*, 22, pp 703-735.

BERGLOF E. (1994) –« A Control theory of Venture Capital » - *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol 10, pp 247-267.

BLACK B.S. et GILSON R.J. (1998a) –« Venture capital and the structure of capital markets : banks versus stock markets – *Journal of Financial economics* – pp 241-277.

BLACK B.S. et GILSON R.J. (1998b) – « Does venture capital require an active stock market » - *Journal of applied corporate finance* vol 11, N° 4, hiver.

BYGRAVE W.D. (1987) –« Syndicated investments by venture capital firms : a networking perspective » - - *Journal of Business Venturing* vol :2 , pp 139-154

CABLE D.M. et SHANE S. (1997) –« A prisoner's dilemma approach to entrepreneur – venture capitalist relationships » - *Academy of Management Review*, vol 22, N°1, pp 142-178.

CHAN Y., SIEGEL D. et THAKOR A.(1990) –« Learning, corporate control and performance requirements in venture capital contracts" » - *International Economic review* vol 31, pp 365-381.

CHAN Y.S. (1983) –« On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information » - *The Journal of Finance*, vol 38, N°5, pp1543-1561.

CHARREAUX G. (1997) –« *Le gouvernement d'entreprise* » - Economica.

CHERIF M. (1998) –« Analyse du financement des P.M.E. innovantes par le capital risque : le cas français » - *Revue du financier* N° 115- pp53-71.

CHERIF M. (2000) – « *Le capital risque* » - Collection Banque Editeur.

CORNELLI F. et YOSHA O. (1997) –« *Stage financing and the role of convertible debt* » - Working Paper – Finance Department, Wharton School, University of Pennsylvania.

CUMMING D.J. (2000a) –« *The convertible preferred equity puzzle in venture capital finance* » - Working Paper Faculty of Business University of Alberta.

CUMMING D.J. (2000b) –« *Is the Optimality of Conventional Venture capital Financial contracts Generalizable ?* » - Working Paper Faculty of Business University of Alberta.

CUMMING D.J. (2000c) –« *Robust Financial Contracting Among Syndicated Venture Capitalists* » - Working Paper Faculty of Business University of Alberta.

DESBRIERES P. (2001) –« La relation capital investissement : firmes commerciales et industrielles » - in CHARREAUX G. –« *Images de l'investissement* » Vuibert - Collection FNEGE.

De FREMINVILLE P. (1996) –« Le capital investissement face au risque d’illiquidité » - *Revue d’Economie Financière*. Été.

ELANGO B., FRIED V., HISRICH R. et POLONCHEK A. (1995) –« How venture capital firms differ » - *Journal of Business Venturing* vol :10, pp 157-179.

EVCA (2000) –“Annual survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity” -

EVCA (2001) –“Annual survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity” -

FALCONER M. REID G. TERRY N. (1995) –« Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists » - *Managerial Finance* vol 20 pp186-196.

FALCONER M. REID G. TERRY N. (1997) –« Venture capital Supply and Accounting Information System Development » - *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp 45-62.

FAMA E. et JENSEN M. (1983) –« Separation and ownership and control » - *Journal of Law and Economics*, vol 26, pp 301-325.

FERNANDEZ JARDON C.M. et MARTINEZ COBAS X. (1998) –« Effets indirects des sociétés de capital de risque dans les P.M.E » - Congrès International de la P.M.E. – Metz.

FRIED V. et HISRICH R. (1994) –« Toward a Model of Venture Capital investment decision making » - *Financial Management*, vol 23, N°3, Autumn pp 28-37.

GOMEZ P.Y. (2001) – « *La république des actionnaires : Le gouvernement des entreprises entre démocratie et démagogie* » - Syros Alternatives Economiques.

GOMPERS P. (1995) –« Optimal Investment, Monitoring and the staging of venture capital » - *The Journal of Finance*, vol1, N°5, pp1461-1489.

GOMPERS P. (1996) –« Grandstanding in the Venture Capital Industry » - *Journal of Financial Economics*, 42, pp 133-156.

GOMPERS P. (1998) –« Venture capital growing pains : should the market diet » - *Journal of Banking & Finance*, 22, pp 1089-1104.

GORMAN M. et SAHLMAN W.A. (1989) –« What do venture capitalist do ? » - *Journal of Business Venturing* , vol 4 pp 231-248.

GULLANDER S. (2002) –“The Buisness Angel and the Incubator” – *Communication au Congrès de l’Académie Européenne de Management Stockholm* .

HART O.D.,(2001) , *Financial Contracting*, Discussion paper N° 1924,

Harvard Institute of Economic Research

HELLMANN T. (1994) –« *Financial structure and control in venture capital* » - Working Paper University of Stanford.

HELLMANN T. (1998) –« The allocation of control rights in venture capital contracts » - *Rand Journal of Economics*, vol 29, N°1, spring, pp57-76.

HELLMANN T. (2002) –« A theory of corporate venture investing » - *Journal of Financial economics* .

HELLMANN T. et PURI M.(2000a) –« The interaction between Product Market and financing strategy : the role of venture capital » - *Review of Financial Studies*, winter pp 959-984.

HELLMANN T. et PURI M.(2000b) –«*Venture capital and the professionalization of start up firms : empirical evidence* » - Working Paper Stanford University – Graduate School of Business.

HERMALIN B. et WEISBACH M. (1998) –« The determinants of board composition » - *Rand Journal of Economics* vol 19, pp 589-606.

KAPLAN S.N.et STROMBERG P. (2000) –« *Financial contracting theory meets the real world : an empirical analysis of venture capital contracts* » - working paper N° 7660 – NBER.

KAPLAN S.N.et STROMBERG P. (2001) – “Venture Capital as Principals : Contracting, Screening and Monitoring” – *American Economic Review*, vol 91, 2, main, pp 426-430

KIRILENKO A. (2001) –« Valuation and Control in Venture Finance » - *Journal of Finance*

LANTZ J. et GED A. (1999) –« *L’intermédiation financière en capital investissement et l’évaluation de l’entreprise par le marché financier lors d’IPO* » - Working Paper – IAE d’Aix en Provence.

LERNER J. (1994a) –« The syndication of Venture Capital investments » - *Financial Management*, vol 23, N°3, pp 16-27.

LERNER J. (1994b) –« Venture Capitalists and the Decision to go public » - *Journal of Financial Economics*, juin, pp 293-316.

LERNER J. (1995) –« Venture capitalist and the oversight of private firms » - *Journal of Finance*, vol 50, pp 301-317.

LERNER J. (1997) –« *Venture capital and private equity : A course overview* » - Working paper Harvard Business School – NBER .

MAATI J. (1999) –“*Le gouvernement d’entreprise*” – De boeck Université

MacMILLAN I.C., KULOW I. et KHOYLIAN D. (1989) –« Venture Capitalists Involvement in their Investments : Extent and Performance » - *Journal of Business Venturing*, vol 4, pp 27-47.

MAIER J.B. et WALKER D.A. (1987) – « The role of venture capital in financing small business » - *Journal of Business Venturing*, vol 2, pp 207-214.

MILGRON P. et ROBERTS J. (1997) –« *Economie, organisation et management* » - De Boeck

MITCHELL F., REID G. TERRY N. (1995) –« Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists » - *Accounting and Business Research*, vol 25, N°99, pp186-195.

MULL R. (1994) –« Venture Capital , Private firms, and the capital acquisition process » - *The Journal of Small Business Finance*, vol 3, pp 229-248.

NEHER D. V.(1999) –« Staged financing : an agency perspective » - *Review of Economics Studies*, vol 66, pp 255-274

NORTON E. (1995) –« Venture Capital as an alternative means to allocate capital : An agency-theoretic view » - *Entrepreneurship Theory and Practice* – winter – pp 19-29.

NOUVELLET D. (1989) –“Le capital risqué, un métier qui tarde à devenir majeur” – *Banque* N°496, juillet.

PAOLI GAGIN V. et de LALANDE V. (2000) –« *Le capital risque : acteurs, pratiques et outils* » - Gualino Editeur – Collection actua – entreprise.

PARRAT F. (1999) –« *Le gouvernement d'entreprise* » - Maxima

PORTELLI P. (1999) –« Le développement du capital risque en France » - *Les Notes Bleues de Bercy* N° 158 – 16 pages.

RAVID S. A., SPIEGEL M., (1997) –“ Optimal Financial Contracts for a Start-Up with Unlimited Operating Discretion” - *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32 No. 3.

REID G.C., TERRY N.G. et SMITH J.A.(1997) –« Risk management in venture capital investor-investee relations » - *The European Journal of Finance* – pp 27-47.

REPULLO R. and J. SUAREZ (1998) –« *Venture Capital Finance : A security Design Approach* » - Working Paper N° 9804 du CEMFI

ROSENSTEIN J. (1988) –« The Board and strategy : Venture Capital and High Technology » - *Journal of Business Venturing*, 3, pp 159-170.

ROSEINSTEIN J., BRUNO A., BYGRAVE W. et TAYLOR N. (1993) –« The CEO, Venture Capitalists and the Board » - *Journal of Business Venturing* vol 8, pp 99-113.

RUHNKA J.C. et J.E. YOUNG (1991) - « Some Hypotheses about risk in venture capital investing » - *Journal of Business Venturing* Vol 6 pp115-133.

SAHLMAN W.A. (1990) -« The structure and governance of venture-capital organizations » - *Journal of Financial Economics* - vol 2 pp473-521.

SAPIENZA H. (1992) –« When do venture capitalists add value ? » - *Journal of Business venturing*, vol 7, N°1.

SAPIENZA H.J. et A.K. GUPTA (1994) -« Impact of Agency Risks and Task uncertainty on Venture Capitalist-CEO interaction » - *Academy of Management journal* vol 7 - pp1618-1632.

SAPIENZA H.J., S. MANIGART et W. VERMEIR (1995) – « A comparison of venture capitalist governance and value –added in the US and western Europe » - *Academy of Management Journal* – pp105-109.

SAPIENZA H.J., S. MANIGART et W. VERMEIR (1996) - « Ventures Capitalist Governance and Value Added in Four Countries » - *Journal of Business Venturing*, vol 11 pp439-469.

SAPIENZA H. et KORSGAARD M.A. (1996) –« Procedural justice in entrepreneur – investor relations » - *Academy of management Journal*, vol 39, N°3, pp 544-574.

SMITH D.G. (2001) –“Control over exit in Venture Capital Relationships” – Congrès de l’European Financial Management - Lugano – juin.

STEPHANY E. (1994) - « Contribution à l’étude de la liaison structure du capital, relation d’agence et performance financière : le cas des P.M.E. familiales d’Aquitaine financées par capital risque développement » - Thèse en Sciences de gestion - Université de BORDEAUX I

STEPHANY E. (2001) – « Les pratiques du capital investissement en France » - *Revue Française de Gestion* – septembre.

STEPHANY E. (2003) – « Capital risque : fondements et pratiques » - De Boeck (à paraître)

SWEETING R. (1991) –« Early Stage New Technology-Based Businesses : Interactions with Venture Capitalists and the development of Accounting Techniques and Procedures » - *British Accounting Review*, vol 23, pp 3-21.

SWEETING R.C. et WONG C. (1997) –« A UK Hands off Venture capital firm and the handling of post investment investor investee relationship » - *Journal of management studies*, janvier, vol 34, pp 125-152.

TRIANDIS G. G., (1998) –“ Financial Contract Design in the World of Venture Capital”,
Journal of Banking & Finance

WALSH J. et SEWARD J. (1990) –« On the efficiency of internal and external corporate
control mechanisms » - *Academy of Management Review*, vol 15, N°3, pp 421-458.

WALZ U. et BASCHA A. (2002) –« Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in
Venture Capital Finance » - *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming

WANG K., CHUA W., MEGGINSON W. L., 2001, *Signal Power of Technological and
Financial Variables in Venture Capital*, Working Paper