



La rationalité des investisseurs en capital lors du processus de sélection et d'évaluation des projets d'investissement au Cameroun : une approche exploratoire

Marlène MAWAMBA

Doctorante

Université de Bourgogne

Laboratoire d'Economie et de Gestion

La rationalité des investisseurs en capital lors du processus de sélection et d'évaluation des projets d'investissement au Cameroun : une approche exploratoire

Marlène MAWAMBA

Doctorante

Université de Bourgogne

Laboratoire d'Economie et de Gestion

e4 boulevard Gabriel BP 26611 21066 DIJON cedex

tél. : 03 80 39 54 30, fax : 03 80 39 54 43

Courriel : ladymarleine@yahoo.fr

Résumé

L'essor actuel du capital-investissement en Afrique constitue une raison pour justifier de notre intérêt quant à ce mode de financement. Pour un investissement potentiel d'environ 3 milliards d'euros auprès de plusieurs centaines d'entreprises en Afrique centrale, la rareté des crédits bancaires et un marché financier à l'état embryonnaire, la place prépondérante qu'occupe ce mode de financement pour les entreprises camerounaises est aisément compréhensible. Mais notre étude exploratoire révèle que cette ressource est encore insuffisamment développée et peu sollicitée par les entreprises camerounaises qui ignorent le processus qui conduit au financement. Dès lors, il nous semble important de comprendre le processus de décision de financement par capital-investissement dans un contexte socio économique spécifique et le cadre de rationalité dans lequel ce processus s'inscrit. Cette communication a donc pour ambition de faire ressortir les critères de décision des CI installés au Cameroun et de mettre en lumière les divergences ou convergences des pratiques avec leurs confrères occidentaux. A partir d'une approche exploratoire et à l'aide d'un guide d'entretien et d'un questionnaire administré auprès de six CI installés au Cameroun et de dix dirigeants, l'analyse de contenu thématique et catégorielle révèle des critères formels et informels et un cadre de rationalité limitée qui conduit à un comportement procédural.

Mots clés : PME, Capital-investissement, Finance

Résumé

L'essor actuel du capital-investissement en Afrique constitue une raison pour justifier de notre intérêt quant à ce mode de financement. Pour un investissement potentiel d'environ 3 milliards d'euros auprès de plusieurs centaines d'entreprises en Afrique centrale, la rareté des crédits bancaires et un marché financier à l'état embryonnaire, la place prépondérante qu'occupe ce mode de financement pour les entreprises camerounaises est aisément compréhensible. Mais notre étude exploratoire révèle que cette ressource est encore insuffisamment développée et peu sollicitée par les entreprises camerounaises qui ignorent le processus qui conduit au financement. Dès lors, il nous semble important de comprendre le processus de décision de financement par capital-investissement dans un contexte socio-économique spécifique et le cadre de rationalité dans lequel ce processus s'inscrit. Cette communication a donc pour ambition de faire ressortir les critères de décision des CI installés au Cameroun et de mettre en lumière les divergences ou convergences des pratiques avec leurs confrères occidentaux. A partir d'une approche exploratoire et à l'aide d'un guide d'entretien et d'un questionnaire administré auprès de six CI installés au Cameroun et de dix dirigeants, l'analyse de contenu thématique et catégorielle révèle des critères formels et informels et un cadre de rationalité limitée qui conduit à un comportement procédural.

Introduction

Les petites et moyennes entreprises (PME) constituent l'essentiel du tissu économique camerounais. Sur le plan économique et social, leur contribution est non négligeable. Dans un rapport produit par le Bureau International du Travail (BIT) en 2000, les PME en Afrique totalisent entre 30 et 70% de l'activité urbaine. Au Cameroun, d'après le rapport sur le développement du Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD), en 2003, le secteur des PME regroupe 33,9% de l'ensemble des ménages du pays, 46% de la population active. Ce secteur contribue pour environ 30% du PIB et regroupe une masse salariale évaluée à près de 17 milliards de FCFA, soit plus de 70% de la consommation des ménages. Pour la 103^e assemblée générale du groupement inter patronal du Cameroun (GICAM) tenue à Douala en 2007, les PME contribuent pour 66% à la production et de 74% à la valeur ajoutée. Malgré ce fort potentiel, les entreprises camerounaises rencontrent de nombreuses difficultés de financement.

Ces dernières subissent en effet un rationnement aigu de la part du marché du crédit camerounais qui n'est pas étendu car on compte une douzaine de banques au Cameroun. Certains emprunteurs sont écartés du marché de crédit quelque soit le taux. Cette situation vient du fait qu'au Cameroun, les banques regroupent les demandes de crédit en trois catégories :

- Les projets *bancables*, les moins risqués.
- Les projets dont il est impossible de déterminer le risque en raison de l'asymétrie de l'information.
- Les projets trop risqués.

Les banques camerounaises ne financent que la première catégorie de projets. Elles écartent systématiquement les deux autres types de projets. L'argument avancé par les banques est celui selon lequel le remboursement du prêt est lié à la rentabilité du projet

financé. Or, les banques n'ont pas les moyens d'évaluer la rentabilité des deux derniers types de projets énumérés ci-dessus et pour Alain Le Noir (2004) « *prêter à risque est un métier auquel les banques ne sont pas toujours préparées* »

En plus, ces entreprises ont des difficultés à trouver du financement auprès du secteur bancaire en raison de leurs caractéristiques. Elles sont pour la plupart jeunes, petites et moyennes (PME), et ont un risque de défaillance accru. En outre, elles ne sont guère dotées de stratégies de communication financière, c'est dire que les PME camerounaises se caractérisent par un degré élevé d'asymétrie informationnelle. Elles possèdent peu d'actifs et opèrent sur des marchés qui évoluent rapidement. Ainsi, ces problèmes de financement méritent une réflexion soutenue et le capital-investissement est susceptible de combler ce besoin financier. Il nous importe donc de comprendre les motivations des CI à s'engager dans le financement.

Si les travaux précédents s'appuient essentiellement sur les recherches empiriques pour identifier les critères d'investissement des CI, notre travail tente de s'appuyer sur un cadre théorique. En effet, La plupart des choix d'investissement et des décisions reposent sur l'hypothèse de rationalité que nous mobilisons afin de donner de « l'épaisseur » à notre réflexion. Ainsi, l'objectif central de cette étude est de comprendre le processus de décision qui guide les capital-investisseurs, d'identifier et de confronter le cadre de leur rationalité à leurs choix. Les objectifs secondaires sont de faire ressortir les critères de décision des capital-investisseurs (CI) et de mettre en lumière les convergences ou les divergences avec leurs homologues occidentaux.

C'est donc l'occasion de diffuser leurs critères de sélection des projets d'investissement et leur soutien aux entreprises financées. Ainsi, ces dernières seront plus à même de fournir les informations demandées par les CI pour la sélection des projets. Ceci peut avoir une incidence sur le développement du métier de capital-investissement au Cameroun et dans la sous-région Afrique centrale. En incitant les entreprises à recourir davantage à ce mode de financement, cela peut contribuer à l'établissement de nouveaux investisseurs en capital. Notre approche consistera à présenter les critères formels habituellement retenus lors de la sélection et de l'évaluation de l'entreprise et à mettre en lumière les lacunes théoriques de ces recherches qui nous permettront d'introduire et de développer les hypothèses de rationalité. Ensuite, cette littérature sera complétée en tenant compte du contexte camerounais et des aspects informels difficilement cernables. Nous finirons par confronter les motivations des CI aux hypothèses de rationalité.

1. Un état de l'art des critères qui guident les choix d'investissements des CI

D'après Desbrières (2001), Manigart et al (2002), les entreprises qui sollicitent un financement par capital-investissement ne sont pas généralement cotées en bourse. De ce fait, elles ne sont pas soumises à une pression en matière de production d'informations financières et n'ont donc aucune stratégie en matière de communication financière. Dans ces conditions, les CI disposent d'informations insuffisantes autant sur l'entreprise que sur son dirigeant. Cette situation peut contribuer à accroître le risque de sélection contraire. La gestion de ce risque pré-investissement passe par une évaluation approfondie de l'entreprise qui se décline en deux points : la sélection des projets et l'évaluation de l'entreprise¹.

¹ Mais on peut remarquer que les activités des CI commencent au préalable par la prospection, laquelle ne relève pas de nos préoccupations.

1.1 Le *business plan*

Certains travaux empiriques mettent en avant l'importance accordée par les CI au *business plan*, pendant la phase de sélection des projets d'investissements. Ainsi, Desbrières et Broye (2001) arrivent à la conclusion selon laquelle les CI français accordent une grande importance au *business plan*. Cette étude est sur beaucoup de plans intéressante. Elle dépasse le cadre descriptif des premiers travaux relatifs aux critères de sélection des projets d'investissements en mettant en évidence leur relative importance à l'instar des travaux de Bruno et Tyebjee (1985)². Elle intègre à l'analyse les différents stades d'investissement contrairement aux travaux antérieurs qui se sont limités aux activités en phase de démarrage. Pour Wright et Robbie (1996) ainsi que De Carvalho (2008), les CI britanniques ont pour principal critère la qualité des moyens humains en particulier, le profil de l'équipe dirigeante. Les informations non publiques et relatives à l'organisation productive marketing et organisationnelle de l'entreprise sont aussi d'autres critères...Muzyka et al (1996) relèvent qu'en plus des caractéristiques des dirigeants, celles du produit et du marché sont prises en compte lors de la sélection des projets d'investissement. Roure et Keeley (1990) examinent 36 *business plan* d'entreprises de hautes technologies et identifient la complétude de l'équipe managériale, la supériorité technique du produit, le temps nécessaire au développement du produit, le degré de concentration des acheteurs. Notre étude permet de compléter la littérature existante par une prise en compte des spécificités africaines. Pour Elango et al (1995), la problématique est de savoir si le stade d'investissement du projet détermine le type d'informations demandées. En ce sens ils constatent que pour les stades de démarrage, la croissance du marché et les caractéristiques sont importantes pour les CI tandis que pour les projets d'expansion les informations déterminantes ont trait à la capacité d'absorption du marché.

1.2 Les *due diligences*

Desbrières et Broye (2001) ont montré l'importance attachée par les CI aux rapports certifiés par des auditeurs indépendants par rapport à ceux de l'équipe managériale en raison de la rétention volontaire ou non des informations de la part des dirigeants et d'une éventuelle production d'informations erronées sur l'entreprise. D'autres ont montré que les informations comptables étaient importantes dans le rapport de *due diligence* (Wright et Robbie, 1996). Les travaux de (Harvey et Lush 1995) s'attardent sur les difficultés budgétaires et temporelles de collectes des informations car la problématique de collectes des informations sur des cibles de petite taille est réelle dans la mesure où le CI rencontre des situations de rétention d'information Sahlman 1990 ; R. Amit et al. 1993).

1.3 Pour une évolution des critères de sélection des projets

Les travaux antérieurs ci-dessus présentés font l'hypothèse implicite que les critères de sélection des CI sont « corrects » et qu'éventuellement les biais susceptibles d'intervenir lors du processus de sélection relèvent seulement de l'erreur aléatoire. Pour Franke et al. (2006), les similarités existant entre le dirigeant et les CI influencent positivement la sélection du projet considéré car les CI ayant sensiblement le même âge, le même niveau d'étude, la même spécialité académique et la même expérience que les dirigeants demandeurs de financement ont tendance à sélectionner les projets d'investissement de ces derniers par rapport aux projets des dirigeants présentant des profils différents. Cette approche est porteuse d'enrichissements, car dans le cadre de nos recherches, la subjectivité influence les choix effectués par les CI.

² On peut toutefois remarquer que Macmillan et al (1985, 1988) ; Fried et al (1993) ont cherché à dépasser ces insuffisances.

1.4. L'évaluation des investissements

L'évaluation des projets d'investissements soumis aux CI est une étape importante (Desbrières et Broye, 2001; Manigart et al, 2002 ; Stephany, 2003 ; Mougnot, 2007). En effet, c'est au terme de cette dernière qu'un projet est élu ou non. Ainsi, pour prendre cette décision, les CI ont à leur disposition plusieurs méthodes qu'ils peuvent combiner. Ces méthodes permettent d'avoir un ensemble de valorisations utiles dans les négociations futures entre le CI et le dirigeant. Le CI évalue l'entreprise, le projet d'investissement et sa rentabilité lorsque les deux sont distincts.

1.5. Les différentes méthodes utilisées par les CI pour évaluer l'entreprise

La valorisation de l'entreprise est une étape fondamentale du processus de financement. Le *business plan* produit des références concrètes pour la valorisation, mais il n'y a pas de règles précises, plutôt un ensemble de méthodes et critères qui aboutissent à une proposition concrète, sachant que la valorisation obéit aussi aux lois de l'offre et de la demande (Paolin-Gagin et Lalande, 2003).

Plusieurs méthodes sont employées. Cependant, celle de l'actualisation des flux futurs ou *free cash flow* semble la plus souvent retenue. On distingue généralement les différentes méthodes d'évaluation ci après (Stephany, 2003; Paoli – Gagin et Lalande, 2003 ; Mougnot, 2007 ; Thauvron, 2007) :

Les méthodes d'actualisation par les flux de trésorerie se composent des méthodes des flux de trésorerie disponibles, des flux revenant aux actionnaires et de celle de la valeur actuelle ajustée (*l'adjusted present value*). Elles sont considérées comme très pertinentes en raison de leur cohérence avec la théorie financière et de leur mise en œuvre qui nécessite une étude approfondie de l'entreprise. Il s'agit d'évaluer les flux de trésorerie futurs, et la valeur de marché des capitaux.

Les modèles d'actualisation des dividendes sont rarement utilisés dans le cadre du capital investissement en raison de leur complexité et de la difficulté à les mettre en œuvre.

Les modèles d'évaluation par les résultats résiduels qui prennent en compte le résultat net de l'entreprise, après prise en compte de la rémunération que sont en droit d'attendre des actionnaires.

Les méthodes comparatives permettent d'évaluer une entreprise par comparaison avec d'autres sociétés. Une entreprise est valorisée à partir d'un échantillon d'entreprises qui lui sont comparables. Le CI va rechercher des équivalents dans le secteur sur le marché et s'efforcer d'échafauder des perspectives de développement.

Les approches patrimoniales reposent sur l'actif net réévalué.

Les méthodes relatives aux options réelles ne sont jamais utilisées et sont davantage considérées comme un outil de réflexion (Desbrières, 2001 ; Bonnet, 2004).

Les méthodes d'évaluation de la nouvelle économie³ sont adaptées aux entreprises de la nouvelle économie lesquelles sont particulièrement difficiles à évaluer en raison de leurs spécificités (Stephany, 2003). Les multiples de rentabilité sont remplacés par les critères d'attractivité commerciale et de pénétration du marché.

L'objectif de l'investisseur en apportant des capitaux à l'entreprise pour réaliser son projet est d'obtenir à terme une bonne rémunération du risque assumé. La mesure de cette rentabilité à terme intègre le risque (élevé) de l'investissement et se fait par le taux de

³ Nouvelle économie est un terme qui désigne aux États-Unis la hausse de la croissance générée à partir de la fin des années 1990 par les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC).

rentabilité interne (TRI). Par exemple pour obtenir un taux moyen de 15 à 20 %, la société de capital risque se fixe au moins 30 à 40 % des prévisions au moment de l'investissement (Paolo-Gagin et Lalande, 2003).

1.6. L'instrument de mesure de la rentabilité du projet d'investissement : Le taux de rentabilité interne

Le calcul du TRI intervient après l'évaluation de l'entreprise. Le TRI est selon Mougenot (2007), « *la pierre philosophale du capital investissement* » car c'est l'instrument qui mesure la performance annuelle d'un investissement, sa rentabilité prévisionnelle si le décaissement n'a pas encore effectué, ou sa rentabilité réelle si la sortie de l'investissement a été débouclée (Mougenot, 2007). On peut regrouper les travaux antérieurs relatifs aux déterminants du TRI d'après leur caractère national ou international (comparatif). Sur le plan national, l'un des déterminants du TRI est le stade de développement de l'entreprise. Les TRI requis sont plus élevés pour les entreprises en phase de démarrage, qui présentent les niveaux d'incertitude les plus importants que pour les investissements de développement qui ont une meilleure visibilité et une meilleure santé financière (Wright et Robbie, 1996; Desbrières et Broye, 2000; Manigart, 2002). Pour Wright et Robbie (1996) les TRI requis par les CI britanniques sont compris entre 46 % et 55 % pour les investissements de démarrage et entre 31 % et 35 % pour les LMBO (*leverage management buy-out*⁴). Pour Desbrières et Broye (2000), l'intervalle est de 36 à 55 % pour les phases de démarrage et de 21 à 30 % pour les investissements d'expansion, de LMBO et LMBI (*leverage management buy-in*). en France. Manigart et al (2002) trouvent également une dispersion suivant les stades d'investissement, de 36 à 45 % pour les investissements en phase de démarrage et de 26 % et 30 % pour les investissements d'expansion, d'acquisitions. Le TRI varie aussi suivant d'autres facteurs. Pour Desbrières et Broye (2000), il existe une convergence de vue des CI français relative à l'importance du niveau de risque lors de la détermination de leurs objectifs de rentabilité. Cette importance est essentiellement fonction de deux facteurs : la compétence des dirigeants et les caractéristiques du marché des produits et de la cible. Ces travaux réalisés dans différents pays ont occulté l'impact que peut avoir l'environnement économique sur les choix effectués par les CI. Par ailleurs la plupart des résultats sont inexpliqués et demeurent essentiellement descriptifs.

Sur le plan international (européen), les travaux de Manigart et al (1997) sont intéressants quoique, faiblement explicatifs des différences de TRI requis. Si le TRI varie selon les pays, il apparaît plus élevé au Royaume Uni, ensuite viennent la France, la Belgique et les Pays Bas. Ces conclusions ne sont pas expliquées par les auteurs.

La contribution financière des dirigeants et l'horizon de sortie des CI sont également jugés importants pour la détermination du TRI en Europe (Manigart et al, 2002). D'autres déterminants du TRI ont été mis en évidence dans la même étude. Les auteurs montrent que le TRI requis dépend de l'intensité du contrôle effectué par les CI. L'intensité du contrôle est mesurée par le nombre d'investissements de ces derniers. Les CI ayant peu d'investissements peuvent consacrer beaucoup de temps aux entreprises dans lesquelles ils ont investi et ainsi, créer de la valeur. Les CI requièrent un TRI élevé pour rémunérer ce temps consacré à l'entreprise. Les auteurs relèvent aussi l'influence de la nature du CI sur le TRI requis et selon leurs analyses, les CI indépendants requièrent un TRI plus élevé que les CI captifs et publics.

⁴ Pour Pintiaux (2007) « *Le LMBO consiste en une opération à effet de levier dans laquelle la société cédée est acquise, au travers d'une holding de reprise par un investisseur en capital et par les managers de l'entreprise.* » le LMBI fait appel à des managers externes.

Dans une étude comparative, Manigart et al (2000) vérifient que les CI américains accordent quasiment la même importance aux indicateurs de risque que les CI français ci-dessus évoqués. Cette étude met en évidence une divergence entre les réponses des CI américains, français et britanniques. En effet, en Grande Bretagne les CI accordent une grande importance à la contribution financière des dirigeants à la différence de leurs homologues américains et français pour qui cette contribution est le pivot du calcul du TRI requis. Ces études permettent d'avoir des critères d'évaluation des CI européen et américain. Mais elles n'expliquent pas les différences de point de vue des CI. Elles ne mettent pas en évidence les spécificités contextuelles susceptibles d'influer sur la détermination de la valeur de l'entreprise.

Nous pouvons regrouper les recherches relatives à la sélection et à l'évaluation en deux groupes de travaux: des recherches nationales et celles relatives aux comparaisons internationales. Cette communication vise à compléter ce dernier groupe de travaux en y apportant des spécificités africaines et en décrivant les attentes des investisseurs par rapport aux différents critères de sélection et d'évaluation développés dans la littérature. De plus, ces travaux antérieurs relatifs aux motivations des investisseurs en capital sont essentiellement empiriques et ne mobilisent pas des théories pour éclairer les choix de financement. Contrairement à ces travaux, notre travail tente d'intégrer des réflexions théoriques en s'appuyant sur les modèles de prise de décision dans le contexte de la rationalité.

2. Le cadre conceptuel du choix des investissements : la notion de rationalité

Pour Simon (1976, p.130), « *le comportement est substantiellement rationnel quand dans le cadre d'un système de contraintes données, le choix opéré est le plus approprié à la finalité poursuivie*⁵ ». Dans ce modèle économique du comportement rationnellement parfait, la décision relève de trois principes :

- **Le premier principe** énonce que le décideur est capable d'identifier l'ensemble de toutes les décisions possibles et l'ensemble de ses actions.
- **Le second principe** stipule qu'il est qualifié pour évaluer avec exactitude les conséquences associées à chacune des décisions possibles.
- **Le troisième** affirme qu'un agent est capable de sélectionner, parmi les possibles, la décision optimale. Ce choix est unique : il y a une et une seule allocation des moyens dans un contexte donné. Les agents sont supposés doués de capacités nécessaires à l'exécution des calculs discriminants et capables d'estimer les conséquences des décisions finales.

En réaction à ce décideur exceptionnellement doué d'une omniprésence, Simon (1976,1979) va concevoir la notion de rationalité limitée qui élargie l'ensemble des contraintes traditionnellement posées sur la décision individuelle, en tenant compte à la fois des contraintes externes (technologie, revenu, etc..) et des contraintes internes (coûts d'information et de calcul). À ceux qui retiennent le cadre de la rationalité limitée, Simon oppose les contraintes qui pèsent sur la capacité cognitive des individus à traiter l'information collectée. De plus, la rationalité substantive fait des hypothèses trop contraignantes sur l'accessibilité et le traitement de ces informations et semble donc peu réaliste. Ainsi chez Simon, la rationalité est procédurale et consiste pour un décideur à utiliser un processus de décision adapté, mais sur un ensemble d'informations limitées.

⁵ « *Behavior is substantively rational when it is appropriate to the achievement of given goals within the limits imposed by given conditions and constraints* ».

Désormais, il est question de confronter les éléments de la littérature empirique relatifs à la sélection et à l'évaluation des entreprises au cas camerounais et identifier le type de rationalité susceptible de mieux expliquer les motivations des CI.

3. Analyse des pratiques des CI installés au Cameroun

L'objectif central de cette étude est de comprendre sur le plan empirique le processus qui conduit à l'éligibilité d'un projet d'investissement soumis aux CI. Sur le plan théorique, nous tentons d'identifier le cadre de rationalité des CI. A cet effet, nous nous appuyons sur une démarche exploratoire et une enquête menée auprès des CI basés au Cameroun et qui financent des entreprises dans toute l'Afrique centrale et de quelques dirigeants de firmes financées. Les données recueillies dans cette étude ont été collectées à travers des guides d'entretiens et d'un questionnaire administré auprès de tous les six CI installés au Cameroun et dix dirigeants d'entreprises financées. Les données recueillies dans le cadre d'entretiens exploratoires et approfondies ensuite par des entretiens semi directifs ont été traitées à partir de l'analyse de contenu thématique (Huberman et Miles, 1991 ; Thietart, 2007) entendu comme une technique permettant l'examen méthodique, objectif, et à l'occasion quantitatif, du contenu de certains textes en vue d'en classer et d'en interpréter les éléments constitutifs, qui ne sont pas totalement accessibles à la lecture naïve (Robert et Bouillaguet, 1997).

3.1 Méthodologie

Au Cameroun, il n'existe pas à notre connaissance d'études antérieures relatives à la compréhension du processus de financement par capital-investissement et de surcroît analysant la rationalité des investisseurs. Face à ce manque d'études empiriques passées, la seule alternative est d'entretenir les CI sur leurs motivations à participer au capital d'une entreprise. À partir de la méthode qualitative, nous procédons par une étude exploratoire hybride qui repose sur des allers-retours entre les travaux empiriques passés et l'observation des faits (Thiéart, 2007). Pour cette étape exploratoire, nous avons adopté une approche basée sur des réflexions inspirées de la revue de littérature essentiellement empirique et de la pratique de certains CI. La nature exploratoire de l'enquête permet de contacter un nombre restreint de dirigeants et l'ensemble des CI. L'analyse de contenu thématique catégorielle permet de structurer le discours des CI et des dirigeants interrogés et la mobilisation des concepts issus des travaux empiriques nous permet de donner du sens à nos observations qui sont appréhendées en amont du questionnaire par un guide d'entretien semi-directif. Nous avons interrogé 6 CI (tableau 1) et 10 dirigeants dont 6 dirigent des firmes financées (tableau 2).

Tableau 1 : La classification des sociétés de capital investissement au Cameroun

Eléments	CI 1	CI 2	CI 3	CI 4	CI 5	CI 6
Indépendant/ captif/étatique	Captif	Indépendant	Indépendant	Indépendant	Captif	Etatique
Couverture géographique	International	International	Afrique Centrale	Afrique	Afrique centrale	National

Source : base personnelle construite à partir des enquêtes exploratoires réalisées auprès des CI

Tableau 2 : Profil des 10 dirigeants de sociétés financées

Dirigeants	Secteur d'activité	Années d'expériences professionnelles	age entreprise	Age dirigeant	Niveau d'étude
1	Transports entrepôts	21	8	55	Classe de 5ème
2	Industries chimiques, fabrication des produits chimiques	19	25	48	Ingénieur
3	Fabrication de papier et articles en papier	37	40	61	Ecole primaire
4	Autres industries alimentaires	29	42	58	Maitrise
5	Services à la collectivité, services sociaux	19	50	45	Probatoire
6	Restaurants et hôtels	38	15	63	Ecole primaire
7	Chimie et énergie	14	47	65	Ingénieur
8	Industrie du caoutchouc, plastique	22	49	52	BTS
9	Industrie du bois & fabrication des meubles	27	12	60	Apprentissage sur le tas
10	Affaires immobilières, services aux entreprises	3	3	28	Ecole primaire

Les CI ont impérativement tenu à ce que nous n'enregistrions pas nos entretiens exploratoires qui se sont déroulés en 2007 et 2008⁶ et qui ont porté essentiellement sur l'existence et l'influence des critères informels et/ou liés au contexte socioculturel sur la prise de décision.

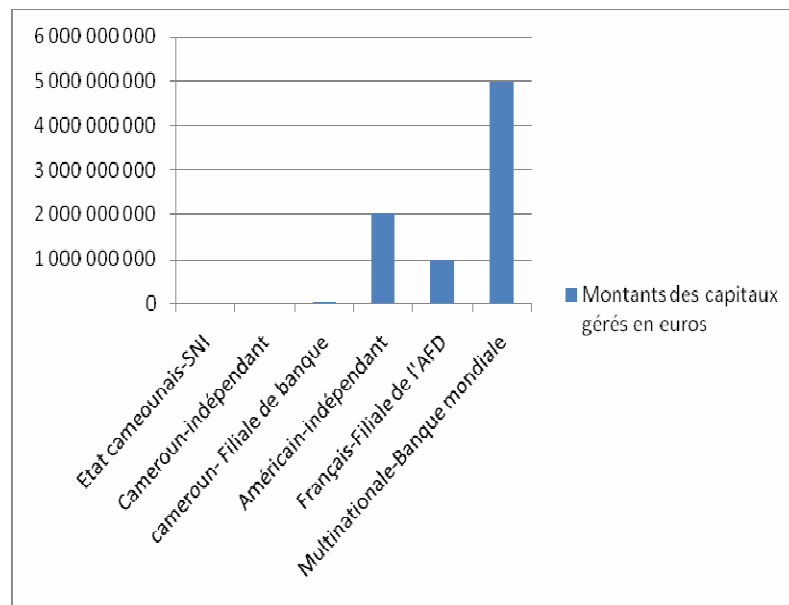
⁶ Confère annexe 2.

Nous avons également interrogés les CI sur les difficultés rencontrées pendant le processus de financement. Ces entretiens⁷ ont constitué une phase préalable qui nous a permis ensuite de bâtir un questionnaire. Nous sommes intervenus au cours des entretiens sous forme de répétitions qui ont consisté à répéter (sans rien ajouter) ce qui avait été exprimé. Chaque entretien a fait l'objet d'une relecture par les interviewés. Ensuite, nous avons procédé à un découpage de chaque entretien en fonction des thèmes et sous thèmes pré-identifiés en 2007. Chaque entretien a été référencé sur une feuille afin de savoir la personne correspondante. Enfin, les feuilles ont été groupées et structurées en fonction de ce qui se rapportait à chaque thème⁸. A partir de ce travail, il a été possible de comparer les contenus des différents entretiens et relever les points communs, les variations et les divergences et de proposer une typologie pour rendre compte des résultats.

En 2008, nous avons administré le questionnaire qui nous a permis de comprendre :

- L'importance accordée par les CI aux stades d'investissement, au secteur d'activité aux éléments relatifs à la qualité du projet tels que le business plan, les caractéristiques du produit et services etc. lors de la prise de décision.
- Les attentes des CI par rapport aux éléments relatifs à la qualité du projet. Nous avons aussi interrogés les CI.
- Nous avons aussi recueilli quelques données factuelles telles que le montant des capitaux gérés (figure 1)

Figure 1 : Répartition du montant des capitaux gérés par les sociétés de capital investissement en Afrique centrale en euros



⁷ Toutefois la technique de l'entretien ne se limite pas à une étape qui serait préalable à une étude quantitative. En effet, même si un petit nombre de personnes est interrogé, il est possible d'en tirer des conclusions suffisamment solides, en particulier pour tout ce qui peut se rapporter à un inventaire plus ou moins structuré de motivations et de les interpréter en référence à un ensemble de connaissances théoriques (Huberman et Miles, 2003).

⁸ Confère annexe 1 pour l'analyse thématique catégorielle.

Source : base personnelle construite à partir des données extraites de la base de l'INS.

3.2 Les résultats

3.2.1 Les critères de sélection des projets

Nous distinguons les critères formels des critères informels

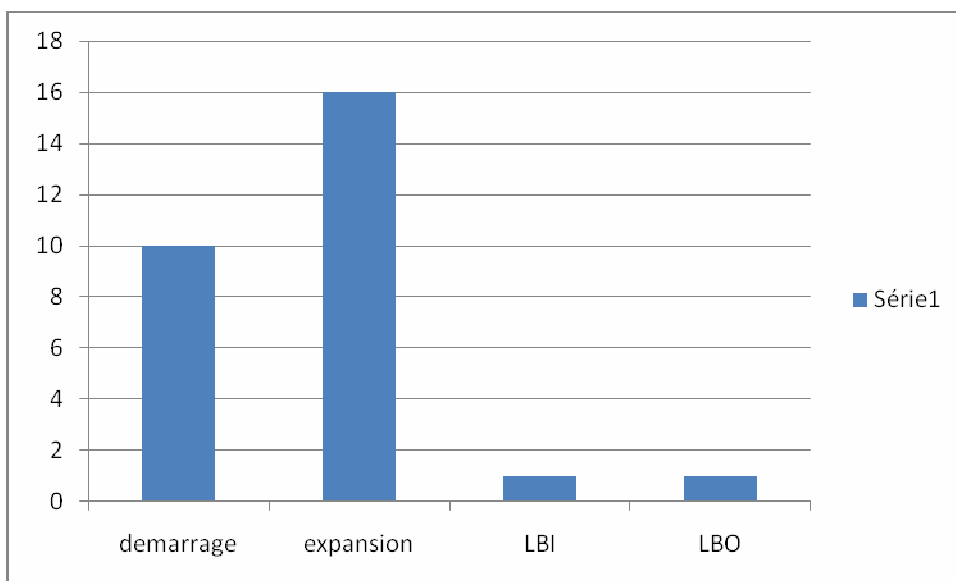
a. Les critères formels

Les critères varient en fonction du caractère international ou national du CI :

-**Les fonds d'investissement à caractère international** sont au nombre de trois. Le premier est de nationalité américaine, et est de nature indépendante. Le second est français et émane de l'Agence Française Développement. Le troisième fonds émane de la banque mondiale et est une multinationale car il compte dans son actionnariat 147 pays. Les deux derniers fonds ont essentiellement pour vocation de réduire la pauvreté.

Ces trois fonds internationaux gèrent un peu moins de 3 milliards d'euros. Ils n'ont aucune prédilection pour un secteur d'activité en particulier. En revanche, ils ne financent pas l'armement, le tabac, les jeux de hasard, la drogue et l'industrie du luxe tel que la fabrication du champagne, du diamant. Les deux fonds dont la vocation est de réduire la pauvreté et de promouvoir le développement privilégient les secteurs sociaux tels que les écoles, les cliniques à condition que les dossiers soient éligibles. Les entreprises financées sont situées dans plusieurs villes du Cameroun et différents pays d'Afrique. En général, les fonds prennent des participations minoritaires leur permettant d'obtenir au moins la minorité de blocage afin de bloquer des décisions contraires à la valorisation de leurs investissements et à leur éthique. Ces fonds financent 26 entreprises dont 10 en démarrage, 14 en expansion, 1 en LBO et 1 en LBI (Figure2). En raison du fait qu'une seule entreprise est financée via LBO, nous ne distinguerons pas une problématique entre la création et le LBO.

Figure 2 : Répartition des entreprises financées par des fonds internationaux en fonction du stade de développement



Source : base personnelle construite à partir des informations collectées auprès des CI.

En ce qui concerne la sélection des projets, l'élément fondamental sur lequel s'appuie les CI internationaux pour prendre leur décision est leurs *due diligences*. Elles sont très poussées et parfois les CI requièrent l'expertise d'un spécialiste lorsque le projet ne relève pas de leurs compétences. Ainsi, les rapports émis par les experts sont très importants et occupent une place centrale dans la prise de décision. Lorsque le projet relève de leur domaine de spécialisation, les CI procèdent à leur propre analyse à partir des hypothèses issues du *business plan* présenté par le dirigeant. A la suite des *due diligences*, les CI « remodélisent » le *business plan*. Cette logique constatée chez les CI internationaux en Afrique centrale diffère assez des conclusions de Desbrières et Broye (2001) en ce qui concerne les procédures de sélection chez les CI français et de Wright et Robbie (1996) chez les CI anglais. Alors que les CI français et anglais s'appuient essentiellement sur le *business plan* et la qualité de l'équipe dirigeante, les CI africains accordent une très grande importance aux *due diligences*. Leurs travaux sont complémentaires des nôtres qui montrent et expliquent en plus l'importance des *due diligences*.

L'équipe dirigeante est un critère important pour les CI africains. Sa carrière, son aptitude à s'entourer de compétences, à développer son entreprise et à faire face aux situations imprévues seront prises en compte. Les CI internationaux recherchent les qualités ci-après chez le dirigeant :

- Une bonne compréhension du secteur d'activité.
- Une bonne connaissance des obstacles à la pénétration du marché dans ce secteur.
- Un caractère dynamique et ambitieux.
- Une expérience non négligeable.
- Des collaborateurs compétents et dynamiques.
- Une vision nette de la croissance de son entreprise.

Le marché est un élément important lors de la prise de décision. Il doit être un secteur en rapide croissance, sur lequel le dirigeant qui sollicite le financement a des chances d'avoir une position dominante sur ce segment. Si la concurrence se trouve être un obstacle sérieux au développement de la société, les CI seront peu disposés à participer au capital.

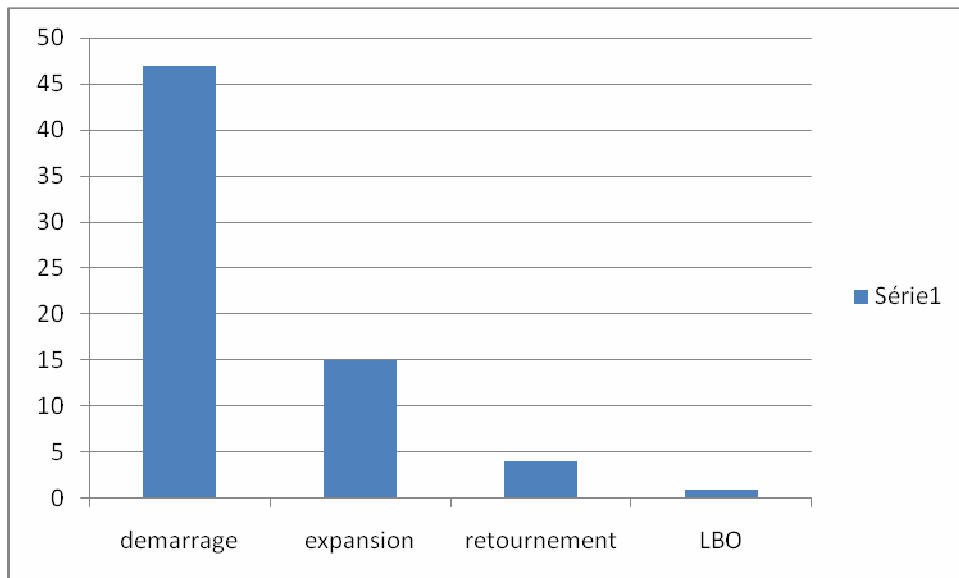
La rentabilité est un élément important de la prise de décision. L'entreprise doit être capable de réaliser des marges bénéficiaires conséquentes durant la période du financement. Plus les marges sont fortes plus la capacité de remboursement et la valorisation de l'action seront élevées.

Le produit ou service de la société doit être unique ou présenter un avantage concurrentiel par rapport aux autres. Si la technologie est facilement imitable, elle doit être protégée par un brevet. Le produit ou service doit être rapidement rentable.

Par ailleurs les projets sont sélectionnés en fonction des stades de développement. Les projets en phase de démarrage ont une certaine importance et la faveur des CI lorsque l'entreprise porteuse du projet est déjà installée dans un autre pays et qu'elle désire étendre ses activités dans un nouveau pays. Selon les CI internationaux, les cas de retournement ne sont pas des handicaps à partir du moment où ils ont du sens, et que les problèmes et les risques courus par l'entreprise sont bien connus.

-Les fonds d'investissement nationaux sont au nombre de trois. Deux sont indépendants et le troisième appartient à l'Etat. Ces trois fonds financent 67 entreprises dont 47 en démarrage, 15 en expansion, 4 en retournement et 1 en LBO (Figure 3).

Figure 3 : Répartition des entreprises financées par des fonds nationaux en fonction du stade de développement



Source : base personnelle à partir des informations collectées auprès des CI.

Ces fonds nationaux gèrent 20 millions d'euros. A l'instar des fonds internationaux, Ils n'ont aucune prédilection pour un secteur d'activité particulier mais ont quelques restrictions. En effet, ils ne financent pas l'armement, le tabac, les jeux de hasard, la drogue et l'industrie du luxe tel que la fabrication du champagne, du diamant. Les entreprises financées sont situées dans plusieurs villes du Cameroun et différents pays d'Afrique. En général, les fonds nationaux prennent des participations majoritaires ou minoritaires. Lorsque leurs participations sont minoritaires, elles atteignent au moins la minorité de blocage afin de bloquer des décisions contraires à leurs intérêts.

Pour ce qui est de la sélection des projets, la procédure varie selon qu'on est en présence de sociétés privées ou de la société d'investissement étatique (SNI). Pour les SCI privées, les moyens humains, les *due diligences* et les entretiens avec les promoteurs sont les éléments les plus importants de l'analyse. Le *business plan* importe peu car la plupart des dirigeants sont incapables de fournir un document clair et précis. Ceci d'autant plus que les PME camerounaises ne tiennent pas de comptabilité régulière et fiable. Ces derniers apportent leurs idées et une réflexion collégiale est menée afin d'élaborer un *business plan*. Ainsi, contrairement aux CI occidentaux, les CI en Afrique centrale ne s'appuient pas sur le *business plan*. En effet, du fait de l'environnement ci dessous décrit, le *business plan* est très souvent mis en difficulté. Lorsque l'investisseur est l'état (SNI), les logiques qui prévalent lors de la procédure de sélection des projets sont différentes de celles des CI privés. En effet, les critères de décision varient en fonction des projets soumis à l'attention de l'investisseur étatique. On distingue trois types de projets soumis à leur attention :

- Les projets transmis par le gouvernement : les documents relatifs au projet sont présentés et analysés par un comité d'investissement. Mais en définitive la décision est « politique ».

- Les projets privés qui émanent des particuliers : l'étude de faisabilité est la pièce maîtresse du projet. La qualité de cette étude de faisabilité est le critère le plus important. Lorsque l'entreprise est en démarrage, les *due diligences* sont plus poussées et sont essentiellement prises en compte lors de la prise de décision.
- Les projets qui prennent naissance à la société même.

Pour les fonds nationaux, les projets en démarrage sont très importants lors du processus de sélection (Figure 6). Le tissu économique et industriel n'étant pas développé, les entreprises sont la plupart du temps en création et nécessitent des fonds. Les investisseurs en capital répondent à ce besoin de financement.

Les critères formels sont certes nécessaires mais pas suffisants. En effet, dans les économies en développement et particulièrement au Cameroun, et dans la mesure où les projets sortent des critères d'évaluation classiques, il convient de tenir compte d'autres critères. En raison de l'existence d'un décalage entre les critères formels et la réalité socioéconomique, un complément des critères à caractère informels s'impose.

b. Les critères informels

Les CI interrogés évoquent certains critères qui ne sont pas formellement connus des entrepreneurs. Il s'agit de ce qu'on peut appeler la connaissance du promoteur et de sa moralité. L'ensemble des CI interrogés ont soulevé le problème de risque moral aigu dans le contexte africain où les lois ne sont pas à même de protéger l'investisseur et où la pauvreté est grandissante et susceptible d'inciter à la « malhonnêteté ». L'appréciation de la moralité de l'entrepreneur passe par la connaissance de son passé dans les affaires. En particulier il s'agit d'examiner ses comptes, de s'entretenir avec ses fournisseurs, ses clients, son banquier. Lorsque le projet est porté par un africain, le CI est beaucoup plus méfiant à son égard que lorsque le projet est porté par un étranger. En effet, selon les CI interrogés, les entrepreneurs étrangers « savent ce qu'ils veulent », ils sont en possession d'une bonne étude de marché et sont dotés d'une bonne capacité financière, technique et des potentialités en matière de gestion. Dans ce cas de figure, il s'agit pour l'investisseur d'entretenir une sorte de partenariat classique avec le promoteur du projet à financer.

L'aspect culturel influence aussi la décision du CI. Lorsque le projet est situé dans une région géographique donnée, la préférence va à un entrepreneur originaire de cette région car en cas de crise il maîtrise l'environnement et devrait être capable de résorber cette crise. Cette dimension culturelle participe aussi du processus de décision lorsque le CI entretient des relations privilégiées avec l'entrepreneur, et que celui-ci possède un important réseau relationnel. Ainsi, l'entrepreneur peut détenir des informations personnelles lui permettant par exemple d'obtenir un agrément grâce à ses relations privilégiées avec les autorités administratives. Cet aspect culturel est très important d'après les CI interrogés dans un environnement concurrentiel où l'information est presque inaccessible.

On peut relever également l'intuitivité qui influence la prise de décision chez le CI nationaux.

3.2.2 L'évaluation des entreprises au Cameroun

Les CI au Cameroun évaluent l'entreprise et le projet proprement dit lorsque celui-ci est sélectionné. Pour évaluer une entreprise, les CI utilisent toujours la méthode des *cash flows* futurs et actuels. Les méthodes patrimoniales relatives au calcul de la valeur comptable

et de la liquidation des actifs sont utilisées lorsque l'entreprise a une existence. Les CI étrangers utilisent en outre les méthodes des comparables. On peut cependant relever que ces différentes méthodes ne sont pas toujours adaptées eu égard à l'environnement.

Le second point de l'évaluation est le projet. Le TRI est calculé pour évaluer la rentabilité du projet. Le calcul de ce taux prend en compte le risque (Manigart et al, 2002). En Afrique centrale, les éléments les plus importants permettant d'apprécier ce risque sont : les caractéristiques du marché (des fournisseurs, des clients, des entrants et des sortants), du service et produit, les compétences du dirigeant (risque lié au promoteur), et la prise en compte d'une éventuelle non réalisation des *cash flows*. Les CI accordent une importance secondaire à la contribution financière du dirigeant et l'horizon de sortie lors de l'appréciation du risque. L'environnement juridique participe aussi du niveau d'appréciation. En Afrique centrale, les TRI ne sont pas uniformes et varient d'un CI à un autre. Ainsi pour l'investisseur multinational il n'existe pas de TRI exigé minimum. Le TRI est dans cette logique fonction du projet et de son potentiel. Pour les SCI américaines et françaises le TRI minimum exigé est de 25 %. En général, leurs actionnaires ajoutent 5 à 10 % de prime de risque. Mais pour les CI nationaux le minimum de TRI exigé est de 15 %.

A l'instar des pays européens, on observe aussi en Afrique centrale une certaine dispersion pour les TRI en fonction du stade de développement de l'entreprise. Pour les entreprises en démarrage, et selon les SCI américaines et françaises le TRI exigé est compris entre 35 et 40 %. Pour celles en expansion il varie de 30 à 35 %. Lorsqu'il s'agit d'un LBO, d'un LBI ou du capital de retournement il est compris entre 25 et 30 %.

Pour les SCI nationales, les Taux de rendements exigés pour les investissements en démarrage sont compris entre 20 à 25 %, pour les investissements en phase d'expansion, de retournement, les LBO et LBI le TRI est de moins 20 %. Mais en général, les SCI nationales investissent davantage dans les projets présentant une rentabilité élevée et ceci quelque soit leur stade de développement.

Pour la SCI multinationale, le taux de rendement exigé dépend du projet. Lorsqu'il est trop élevé ou très bas, la SCI est très réticente car elle n'y croit pas. Les stades de développement ne sont pas pris en compte pour le calcul du TRI.

3.2. 3 Analyse de la rationalité des CI

Au terme de cette étude, on dispose d'un ensemble des pratiques du capital-investissement en Afrique et en Afrique centrale en particulier. L'approche essentiellement qualitative permet de distinguer deux types de critères qui structurent les décisions des CI en Afrique centrale : les critères formels et les critères informels. On peut associer à cette typologie, celle entre les fonds internationaux et les fonds nationaux. Cette diversité s'explique par l'influence du contexte économique et l'environnement socio-culturel africain d'après les CI interrogés.

Sur le plan macro-économique, il s'agit de :

- Une situation macroéconomique instable et une faible croissance décourageant l'initiative privée.
- Un cadre juridique qui ne permet pas de gérer les conflits.
- Un cadre fiscal défavorable à l'investissement.

- Un contexte culturel où la culture de l'entreprise et le goût du risque sont absents.
- Un manque de fluidité et un accès difficile à l'information.
- La présence d'un marché des capitaux non liquide et peu actif.

Sur le plan micro-économique les spécificités sont liées :

- Au porteur du projet, dont son manque de compétences.
- A la non intégration de la notion de long terme par le promoteur du projet.
- A l'absence d'information relative au marché et à l'entreprise.
- A l'inadaptation des méthodes de valorisation classique des entreprises.

En raison de ce contexte économique et de l'environnement socio-culturel, les investisseurs se situent dans un cadre de rationalité limitée. En effet, nous constatons avec Simon (1976) que les CI sont rationnels car ils expliquent les décisions financières et économiques qu'ils prennent. Toutefois, ils commettent des erreurs de jugements et n'atteignent pas toujours les objectifs qu'ils se sont fixés car certaines entreprises financées rencontrent de grandes difficultés qui mènent parfois à la faillite.

Ainsi, les actions ne mènent pas complètement aux buts recherchés en raison des informations insuffisantes, des traitements insuffisants, et des capacités cognitives limitées des CI qui ne peuvent pas traiter toutes les informations reçues de l'environnement. Les CI élaborent alors une procédure de décision prenant en compte le processus de représentation subjective et de raisonnement menant à la décision qui suit. L'idée est que les procédures par lesquelles les CI parviennent à leurs décisions sont rationnelles, ce qui permet de les étudier scientifiquement. Les procédures permettent de prédire les choix. Dans un contexte aussi complexe et difficile, les CI essaient d'adopter une procédure de choix rationnel pour prévoir et s'adapter. La procédure engendre donc des alternatives qui ne se poursuivent pas jusqu'à la sélection optimale car ce serait trop long. En ce sens que les CI ne peuvent être informés de l'existence de tous les projets existants au Cameroun et ne peuvent donc pas matériellement tous les analyser. De fait, le processus de sélection s'arrête lorsque les CI trouvent des projets qui semblent correspondre à leurs critères.

C'est ce qui nous fait dire avec Simon (1976 ; 1979) que les critères formels et informels des CI indépendants et privés s'inscrivent dans un contexte de rationalité limitée qui les poussent à adopter un comportement procédural. En ce qui concerne la société d'investissement appartenant à l'Etat, le modèle de décision est en plus politique car les choix sont fixés précocement et évoluent peu au cours du processus décisionnel, la collecte des données, l'échange d'information et les critères d'évaluation sont déformés par les rapports de forces en jeu, les ambitions et les coalitions. Dans cette perspective, la rationalité est davantage celle du discours, destinée à donner une cohérence apparente à ce qui n'est en fait que le jeu du pouvoir et compris plus ou moins subtilement.

Rendu à ce niveau de la réflexion il nous semble que des actions doivent être menées afin d'améliorer cette activité qu'est le capital-investissement :

Proposition 1 : à l'endroit de l'Etat qui devrait impérativement créer un cadre juridique, fiscal et administratif favorable à l'investissement et à l'environnement des affaires par la mise sur pied d'un comité d'experts chargé de la réflexion.

Proposition 2 : aux CI qui devraient envisager la mise sur pied d'un partenariat de veille ou l'intégrer dans leur réseau par la création d'un cabinet dont l'objectif serait exclusivement de collecter les informations sur les entreprises cibles et sur celles en portefeuille.

Proposition 3 : aux dirigeants à la recherche de financement que les CI, l'Etat et les universitaires devraient éduquer dans la connaissance de l'existence des investisseurs et des attentes rationnelles des CI lors des choix d'investissement car beaucoup de responsables d'entreprises ignorent l'existence de ce mode de financements (salons entreprises, séminaires).

Conclusion :

Pour conclure, en Afrique centrale on relève une certaine diversité dans les pratiques du capital-investissement. Cette diversité s'explique par les caractéristiques de l'environnement socio économique. Ces pratiques varient d'un investisseur à un autre et se structurent de manière formelle et informelle. Celles qui sont formelles sont relatives aux *due diligences*, au profil de l'entrepreneur, des caractéristiques du marché et des produits. L'une des rares convergences avec les CI occidentaux se trouve au niveau des *due diligences* comme élément essentiel de la sélection des projets. Les problèmes de moralité de l'entrepreneur et les aspects culturels influencent aussi de manière informelle le processus de prise de décision chez les CI en Afrique centrale. L'évaluation des entreprises passe par des méthodes classiques utilisées également par leurs homologues occidentaux. A l'évaluation de l'entreprise, est associée l'évaluation du projet via le calcul du TRI, lequel dépend de nombreux facteurs tel que les caractéristiques du marché, du dirigeant, de l'environnement juridique.... Dans ce contexte, les décisions des investisseurs sont prises dans des conditions de rationalité limitée qui conduisent à un comportement procédural. Malgré tout, l'investissement ne se réalise pas sans difficultés. Les CI et dirigeants ont évoqué les difficultés relatives à l'actionnariat, à l'incompétence du dirigeant et son équipe, au caractère embryonnaire du marché financier en Afrique centrale, au risque moral, à l'inefficacité des lois, et au système fiscal.

Une fois l'investissement réalisé on peut s'interroger sur le suivi du CI et sa contribution au niveau de la performance de l'entreprise.

Eléments bibliographiques

AFIC (2001-2010), *Rapports annuels sur l'activité du capital investissement en France*.
Amit R., Brander J., Zott C. (1998), "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian Evidence", *Journal of Business Venturing*, vol. 13, n°6.

De Carvalho et al. (2008), « Venture capital as human resource management », *Journal of Economics & Business*, Vol. 60.

Bonnet C. (2004), *Confiance et liens sociaux entre capital – investisseurs et dirigeants d'entreprise: Conséquences comportementales et influence sur la performance financière*, Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne.

Bruno A., Tyebjee T. (1985), "The entrepreneur's search for capital", *Journal of Business Venturing*, Vol. 1, p. 61-74.

Desbrières P., Broye G. (2000), « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français » *Finance, contrôle stratégie*, vol.3, n°3, septembre, pp. 5 – 43.

Desbrières P. (2001), « La relation de capital–investissement dans les firmes industrielles et commerciales » in Charreaux G. (sous la dir de), *Images de l'Investissement*, Paris : vuibert, FNEGE, pp.361-392.

Desbrières P. (2001), « Le Capital-investissement », *Banque et Marché*, n°51, mars – avril, pp ;40 – 45.

Dubocage et Galindo, (2008), Le rôle des capital-risqueurs dans l'isomorphisme stratégique des « biotechs », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 11

Elango B, Fried H.V., Hirish D.R., Polonchek A., (1995) “How venture capital differ”, *Journal of Business Venturing*, vol. 10, pp. 157 - 179.

Fried H. V., Hisrich D. R., (1994), “Toward a model of venture capital making investment Decision Making”, *Financial Management*, vol. 23, n°3, pp. 28 – 37.

Hall J.,Hofer C.W., (1993), “Venture Capitalists’ Decision Criteria in New Venture Evaluation”, *Journal of Business Venturing*, Tome 8, n°1, pp. 25 – 42.

Hege, Palomino et Schwienbacher, (2009). Venture capital performance: the disparity between Europe and the United States, *Revue de l'association française de finance*, Vol.30 n°1.

Harvey M., Lush R., (199), "Expanding the nature and scope of due diligence", *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, p. 5-21.

Huberman, M., & Miles, M.B. (1991, 2003)., *Analyse des données qualitatives: recueil de nouvelles méthodes*. Bruxelles: De Boeck Université.

Manigart S., Koen W., Wright R., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beckman A., (2002), “Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: a five country study”, *Journal of Business Venturing*, vol.17, pp. 291 – 312.

Manigart S., Lockett A., Meuleman M., Wright M., Landström H., Bruining H., Desbrières P., Hommel U., (2002), “Why Do European Venture Capital Companies Syndicate”, *Social Science ResearchNetwork (SSRN)*.

Manigart S., Koen de Waele, Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beekman A., (2000), “Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland”, *European Financial Management*, vol.6, n°3, pp. 389 – 403.

Mougenot G., (2007), *Tout savoir sur le capital-investissement*, ed Gualino, 4e édition, Paris.

Muzyka D.,Birley S., Leleux B., (1996), “Trade – off in the investment decision of European Venture Capitalists”, *Journal of Business Venturing*, vol.11, pp. 273 – 287.

Roure J., Keeley R., (1990), “Predictors of success in nrw Technology based ventures”, *Journal of Business Venturing*, 5, pp.201-220.

Paoli-Gagin V. , Lalande V., (2003), *Le capital-risque : acteurs, pratiques et outils*, 2° édition Gualino éditeur.

Robert A., Bouillaguet A., (1998), *L'analyse de contenu*, Presses Universitaire de France.

Sahlman W., (1990), « The structure and governance of venture – capital organizations », *Journal of Financial Economics*, tome 2, vol. 27, pp. 473 – 521.

Sheperd A. D., Zacharakis A., Baron A.R. (2003), “VCs’ Decision Processes: Evidence Suggesting more Experience May not Always Better”, *Journal of Business Venturing*, vol. 18, pp. 381 – 401.

Simon H. (1976), “From Substantive to procedural rationality”, in S.J. Latsis ed., *Method and appraisal in economics*, Cambridge Univerty Press

Simon H., (1978), “On how to decide what to do”, *The Bell Journal of Economics*, vol 9, n°2, pp.494-507.

Simon H., (1979), Rational decision making in business organizations”, *American economic Review*, septembre, pp.493-513

Stephany E., (2003), La relation capital – risque /PME, DEBOECK

Stévénot A., et Guéry L., (2010), Le rôle « d’entrepreneur institutionnel » des capital-investisseurs auprès des entreprises : des influences coercitives et cognitives liées à l’importance relative des ressources, *Revue Finance Contrôle Stratégie*.

Thauvron A. (2007), *Evaluation d’entreprise*, 2^e édition, *Economica*.

Thietart A. R. et coll (2007), *Méthodes de recherches en management*, *Dunod*. **Wright M.,**

Robbie K. (1996), "Venture capitalists and unquoted equity investment appraisal", *Accounting and Business Research*, Vol. 26, p. 153-168.

Wright M., Robbie K., Ennew C., (1997),”Venture capitalists and serial entrepreneurs”, *Journal of Business Venturing*, vol. 12, pp. 227 - 249.

Annexe 1: Regroupement des entretiens

<i>Regroupement des entretiens</i>		
Catégories	Fréquence	Observations
I. Thèmes pré-identifiés à partir de la littérature		
1. Due diligence	Total = 66	Point le plus important et très déterminant pour la suite du processus
1.1 Sous-thème : analyses des CI	36	
1.2. Sous-thème : <i>business plan</i>	30	Business plan élaboré à la suite des <i>dues diligences</i>
2. Compétences/profils		
2.1 Sous-thème : bonne compréhension du secteur d'activité	19	
2.2 Sous-thème : expérience non négligeable	12	
2.3 Sous-thème : vision nette de la croissance de son entreprise	4	
3. Marché		
3.1 Sous-thème : concurrence	17	
3.2 Sous-thème : croissance	4	
II. Nouveaux thèmes		
1. Connaissance du promoteur		
1.1 Sous-thème : enquête de moralité	32	
2. Culturel		
2.1 Sous-thème : appartenance ethnique du lieu de réalisation du projet	8	
2.2 sous-thème : relations privilégiées entre CI et dirigeants	6	Important CI nationaux
3. Intuition		
	3	

Annexe 2 : Elément d'enquête auprès des CI au Cameroun

Noms des sociétés de CI		Premiers entretiens : Vérification de l'existence du capital investissement au Cameroun					Entretiens suivants : Pré-test en vue de la prise en compte des logiques informelles, entretiens libres, administration du questionnaire				
		Date	Durée	Personnes interrogées	Mode d'administration	Localisation	Date	Durée	Personnes interrogées	Mode d'administration	Localisation
CI1	Française	28 août 2007	40 minutes	Secrétaire administrative	face à face	Douala	28 avril 2008	50mn	Chargé d'affaires	Téléphone	Nigeria
CI2	Américaine	28 août 2007		Secrétaire administrative	face à face	Douala	21 avril 2008	1H30	Chargé d'affaires	Face à face	Douala
CI3	Américaine					Douala	12mars 2008	40 mn	Investisseurs juniors	Téléphone	Douala
							20 mars 2008	30 mn	Administrateur général	face à face	Douala
							04 avril	35 mn	Administrateur général	face à face	Douala
							30 mai 2008	40 mn	Administrateur général	face à face	Douala
CI4	Camerounaise	23 août 2007	45 minutes	Chargé d'affaires	face à face	Yaoundé	17 mars 2008	1H10	2 Chargés d'affaires	face à face	Yaoundé
							02avril 2008	30 mn	chargé d'affaires	face à face	Yaoundé
CI5	Camerounaise		35 minutes	Auditeurs	face à face	Yaoundé	24 avril 2008	1H20	Auditeurs	face à face	Yaoundé
CI6	Camerounaise	23 août 2007	1H20	Chargé d'affaires	face à face	Yaoundé	18 mars 2008	30 mn	Chef de Projet	face à face	Yaoundé
							03avril2008	2H	Chef de projet et directeur des investissements	face à face	Yaoundé

