



HAL
open science

Origines de la surperformance des introductions en bourse des sociétés financées par des capital-investisseurs : le cas français

Kan Honorine N'Dri N'Dri

► **To cite this version:**

Kan Honorine N'Dri N'Dri. Origines de la surperformance des introductions en bourse des sociétés financées par des capital-investisseurs : le cas français. Gestion et management. Université de Bourgogne, 2010. Français. NNT : 2010DIJOE009 . tel-00661007

HAL Id: tel-00661007

<https://theses.hal.science/tel-00661007>

Submitted on 18 Jan 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**UNIVERSITE DE BOURGOGNE
LABORATOIRE D'ECONOMIE ET DE GESTION
FARGO – FINANCE, ARCHITECTURE ET GOUVERNANCE DES ORGANISATIONS**

**ORIGINES DE LA SURPERFORMANCE DES INTRODUCTIONS
EN BOURSE DES SOCIETES FINANCEES PAR DES
CAPITALINVESTISSEURS: LE CAS FRANÇAIS**

Thèse pour l'obtention du Doctorat ès Sciences de Gestion, option Finance

Présentée le 12 juillet 2010
Par Kan Honorine N'DRI

MEMBRES DU JURY

Directeur de recherche

Philippe DESBRIERES
Professeur à l'Université de Bourgogne

Rapporteurs

Mike WRIGHT
Professeur à l'Université de Nottingham

Ulrich HEGE
Professeur à HEC Paris

Suffragant

Gérard CHARREAUX
Professeur à l'Université de Bourgogne

L'Université de Bourgogne n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses : Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

REMERCIEMENTS

L'écriture d'une thèse est une tâche trépidante qui n'a rien d'un exercice solitaire. Au cours des années passées à réaliser ce travail, j'ai pu bénéficier de l'aide de plusieurs personnes sans lesquelles je n'aurais pu mener à bien ce projet. Ces quelques mots me permettront de les remercier.

Mes premiers remerciements sont adressés à mon directeur de thèse, le Professeur Philippe Desbrières, dont la patience à mon égard a été infinie. Si ses remarques ont été parfois difficiles à accepter, elles ont néanmoins stimulé et enrichi ma réflexion. Ce travail n'aurait pu aboutir sans sa bienveillance et ses encouragements.

Je souhaite également exprimer ici toute ma gratitude envers les membres du jury : les Professeurs Mike Wright et Ulrich Hege, pour avoir accepté d'évaluer ce travail ainsi que le Professeur Gérard Charreaux pour ses précieux conseils et l'honneur dont il me fait de siéger dans ce jury.

Je tiens également à remercier les membres du Fargo dont les critiques et remarques lors des séminaires ont largement contribué à ce travail.

J'adresse toute ma reconnaissance à mes parents et mes frères et sœurs qui malgré la distance géographique, n'ont jamais cessé de m'épauler. Un grand merci aussi à mon mari qui a fait preuve d'une patience et d'un soutien sans faille durant toutes ces années.

Enfin, un merci particulier à mes amies Karima Bouaïss, Christine Marsal, Esther Marvane pour leurs conseils et leur amitié inestimable ainsi qu'à Loïc Belze de l'EM Lyon Business School, Mohammed Zhouari de l'IAE de Besançon et tous les autres dont le soutien m'a été précieux.

À mes parents,

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	8
PREMIERE PARTIE – APPROCHE DESCRIPTIVE : FINANCEMENT PAR CAPITAL-INVESTISSEMENT ET PERFORMANCE DE L’INTRODUCTION EN BOURSE	20
INTRODUCTION DE LA PARTIE 1	21
CHAPITRE 1 : LES CARACTERISTIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL-INVESTISSEMENT ET LES STRATEGIES DE SORTIE DES INVESTISSEURS	23
<i>Section 1 : Le capital-investissement en France : caractéristiques et évolution</i>	24
1.1. Les fondements historiques du capital-investissement	24
1.2. Le développement du capital-investissement en Europe et en France	27
1.3. Les cycles d’évolution du capital-investissement français	31
<i>Section 2 : Le capital-investissement : une activité d’intermédiation spécifique</i>	35
2.1. Le fonctionnement d’un financement par capital-investissement	36
2.2. Les caractéristiques d’un financement par capital-investissement	44
<i>Section 3 : La sortie des CI et l’importance du marché des introductions en bourse</i>	52
3.1. Les voies de désengagement des CI	53
3.2. La densité des activités d’introductions en bourse : un intérêt pour le capital-investissement	56
Conclusion du Chapitre 1	60
CHAPITRE 2 : LE ROLE DES CAPITAL-INVESTISSEURS DANS UN CONTEXTE D’INTRODUCTION EN BOURSE	62
<i>Section 1 : Le processus d’introduction en bourse en France</i>	63
1.1. Les différents marchés	63
1.2. Les méthodes d’introduction	71
1.3. Les principales parties prenantes d’une introduction en bourse	74
<i>Section 2 : Les problématiques d’asymétrie informationnelle et la performance de l’introduction en bourse</i>	75
2.1. Le niveau de sous-évaluation et les modèles d’asymétrie informationnelle	76
2.2. L’importance d’un signal dans un contexte d’asymétrie informationnelle	80
2.3. Une revue de la littérature : l’impact de la présence des CI sur la performance de l’introduction en bourse	84
Conclusion du Chapitre 2	91
CONCLUSION DE LA PARTIE 1	92
DEUXIEME PARTIE – APPROCHE THEORIQUE : UNE MODELISATION DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L’INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES : LA GOUVERNANCE DE LA RELATION CI-ENTREPRENEUR	94
INTRODUCTION DE LA PARTIE 2	95
CHAPITRE 3 : L’APPROCHE DISCIPLINAIRE DE LA THEORIE DE LA GOUVERNANCE : CADRE CONCEPTUEL DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L’INTRODUCTION EN BOURSE DE LA FIRME FINANCEE	100
<i>Section 1 : Les fondements de la théorie de la gouvernance</i>	101
1.1. La relation d’agence entre les actionnaires et les dirigeants	102
1.2. Les principaux mécanismes de gouvernance	106
<i>Section 2 : L’implication des CI dans la résolution des conflits d’agence</i>	109
2.1. La relation contractuelle entre les CI et l’entrepreneur / dirigeant de la PME	109
2.2. Les mécanismes de gouvernance des firmes financées par les CI	119

<i>Section 3 : La modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées selon le modèle disciplinaire de la gouvernance</i>	131
3.1. Le modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées : une gouvernance de la relation CI / dirigeant axée sur le contrôle.....	132
3.2. Les hypothèses dérivées du modèle	134
Conclusion du Chapitre 3	159
CHAPITRE 4 : LA CONTRIBUTION DES THEORIES COGNITIVES DE LA GOUVERNANCE A L'ETUDE DE LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES PAR DES CI	162
<i>Section 1 : L'importance des théories cognitives de la gouvernance et les fondements</i>	164
1.1. Les limites de la vision disciplinaire de la gouvernance.....	164
1.2. Les fondements des théories cognitives	166
1.3. Le modèle cognitif de la gouvernance.....	169
<i>Section 2 : L'implication des CI dans la résolution des conflits cognitifs "destructeurs" et dans la création de ressources cognitives</i>	172
2.1. La relation CI-entrepreneurs / dirigeants de PME selon le modèle cognitif de la gouvernance : une relation de créations cognitives	173
2.2. Les mécanismes de gouvernance dans la relation de collaboration entre les CI et les entrepreneurs	180
<i>Section 3 : La modélisation de l'impact des CI sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées sous une approche cognitive de la gouvernance</i>	185
3.1. La modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées : une approche cognitive de la gouvernance.....	185
3.2. Les hypothèses dérivées du modèle	187
Conclusion du chapitre 4	205
CONCLUSION DE LA PARTIE 2	208
TROISIEME PARTIE – APPROCHE EMPIRIQUE : IMPACT DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES.....	210
INTRODUCTION DE LA PARTIE 3	211
CHAPITRE 5 : LA PRESENTATION GENERALE DE L'ETUDE	213
<i>Section 1 : Les travaux empiriques antérieurs</i>	213
1.1. Les études empiriques relatives aux facteurs explicatifs de l'implication des CI.....	215
1.2. Les études empiriques relatives à la performance des introductions en bourse des entreprises financées par des CI	218
<i>Section 2 : La description générale de la démarche empirique</i>	220
Conclusion du Chapitre 5	223
CHAPITRE 6 : LE RAPPEL DES PROPOSITIONS THEORIQUES ET OPERATIONNALISATION DES VARIABLES	224
<i>Section 1 : Le rappel des propositions théoriques</i>	224
<i>Section 2 : L'opérationnalisation de la variable expliquée et des variables de contrôle communes aux modèles disciplinaire et cognitif</i>	230
2.1. La variable expliquée	230
2.2. Les variables de contrôle.....	236
<i>Section 3 : L'opérationnalisation des variables explicatives dans le modèle disciplinaire</i>	240
3.1. Les hypothèses liées aux facteurs explicatifs du contrôle exercé par les CI (à travers le système de gouvernance).....	240
3.2. Les hypothèses liées au système de gouvernance des CI (mécanismes de gouvernance) et ses effets sur la performance de la firme.....	244

<i>Section 4 : L'opérationnalisation des variables dans le modèle cognitif</i>	250
4.1. Les hypothèses relatives aux variables déterminant la gouvernance cognitive des CI	250
4.2. Les hypothèses relatives aux mécanismes de gouvernance et leur impact sur la performance de la firme	252
Conclusion du Chapitre 6	255
CHAPITRE 7 : L'ANALYSE DESCRIPTIVE DE L'ECHANTILLON	256
<i>Section 1 : Les statistiques descriptives générales</i>	256
1.1. La constitution de l'échantillon.....	257
1.2. La description détaillée de l'échantillon.....	259
<i>Section 2 : Les différences significatives entre les deux sous-échantillons</i>	263
2.1. Une analyse univariée	264
2.2. Les résultats et l'interprétation	266
<i>Section 3 : La description du profil des CI présents dans le sous-échantillon et l'implication des CI dans le système de gouvernance</i>	270
3.1. Le profil des CI	270
3.2. L'implication des CI dans le système de gouvernance (dans l'échantillon)	270
Conclusion du Chapitre 7	275
CHAPITRE 8 : LES DETERMINANTS ET EFFETS DE LA GOUVERNANCE DISCIPLINAIRE ET COGNITIVE DE LA RELATION CI-ENTREPRENEUR SUR LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION	276
<i>Section 1 : Les déterminants du système de gouvernance dans les modèles disciplinaires et cognitifs</i>	276
1.1. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant dans le modèle disciplinaire.....	276
1.2. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant dans le modèle cognitif	285
<i>Section 2 : L'impact de la gouvernance de la relation CI / entrepreneur sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI</i>	293
2.1. Le modèle explicatif disciplinaire de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI	293
2.2. Le modèle explicatif cognitif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI	308
Conclusion du Chapitre 8	317
CHAPITRE 9 : LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE – UNE APPROCHE SYNTHETIQUE	319
<i>Section 1 : Les déterminants du niveau d'implication des CI</i>	319
<i>Section 2 : Les effets de l'implication des CI sur la performance de l'introduction en bourse</i>	322
Conclusion du Chapitre 9	328
CONCLUSION DE LA PARTIE 3	330
CONCLUSION GENERALE	331
BIBLIOGRAPHIE	343
TABLE DES ILLUSTRATIONS	368
TABLE DES MATIERES	370
TABLE DES ANNEXES	377

INTRODUCTION GENERALE

« La crise financière bloque le financement de nombreux projets de croissance des PME. Les portes de la bourse sont quasiment fermées et les banques sont beaucoup moins prêtes. Dans cette phase transitoire, le capital-investissement (capital-risque et capital développement) peut-il prendre le relais ? Est-il encore possible de lever de l'argent en capital auprès des capitaux-risqueurs ? »¹

« Face à la crise, le capital-investissement a maintenu sa présence aux côtés des entreprises ; 2009 a été l'année des investissements en fonds propres sans levier... »²

Ces extraits d'articles montrent l'importance du financement par capital-investissement et place cette activité au cœur de l'actualité financière. Avec la crise actuelle et les éventuels changements réglementaires avec Bâle III, les conditions de prêt octroyé par les banques se trouvent encore plus endurcies et par conséquent, se pose la question du financement des jeunes entreprises non cotées. Dans ce contexte, le capital-investissement, mode d'intermédiation financière consistant en « l'apport de fonds propres dans des sociétés en phase de démarrage, de développement ou encore de changement radical », permet encore de répondre aux besoins financiers de sociétés pour la plupart non cotées et contribue ainsi au développement de l'activité économique française (Desbrières, 2001a). Avec un niveau d'investissement de 4,10 milliards d'euros³, près de 1 500 sociétés ont été soutenues par des investisseurs en capital en 2009. Selon le rapport annuel de l'AFIC⁴ (Association Française des

¹ « La crise financière crée un problème de financement... », une tribune de Patrick Vignaud, Directeur associé, Aelios Finance, 18 décembre 2008.

² « Activité des acteurs de capital-investissement en 2009 », AFIC et Grant Thornton.

³ L'activité des fonds en 2009 a sensiblement chuté, avec une baisse de 59 % des montants investis par rapport à l'année 2008, en raison de la crise financière.

⁴ Créée en 1984, l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) est un organisme professionnel totalement indépendant. Avec plus de 260 membres actifs, l'AFIC regroupe la quasi-totalité des structures de capital-investissement implantées en France. Les 188 membres associés conseillent et assistent les investisseurs et les entrepreneurs dans le montage et la gestion de leurs partenariats. L'AFIC s'assure de la

Investisseurs en Capital) publié en 2010, 91 % des entreprises financées en France par capital-investissement ne sont pas cotées en bourse ; plus de 80 % comptent moins de 250 salariés et réalisent un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros. Ces statistiques montrent que cette activité d'intermédiation financière participe à la croissance économique en favorisant la création des PME/PMI⁵ et le développement des jeunes pousses. En 2009, environ 27,3 % des entreprises accompagnées par capital-investissement en France sont en phase de création ou d'amorçage (AFIC, 2010).

Outre son rôle majeur dans la croissance de l'économie, le capital-investissement apparaît comme « un acteur essentiel du développement social français » (AFIC, 2010). En effet, entre 2007 et 2008, les entreprises accompagnées par capital-investissement ont enregistré en France un taux de croissance de leurs effectifs supérieur à la moyenne nationale : un taux de croissance de 4,2 % de l'effectif des entreprises accompagnées par les capital-investisseurs (désormais CI) contre un taux de -0,5 % pour l'évolution moyenne nationale⁶ des entreprises du secteur privé. En 2007, les entreprises soutenues par des CI emploient 1,2 à 1,5 million de salariés (AFIC, 2008). Malgré l'impact de la crise sur la politique de recrutement des entreprises françaises, les perspectives de recrutement des entreprises financées par des CI demeurent meilleures.

déontologie de la profession, notamment au travers de sa commission déontologie et de nombreuses publications, en particulier le code à l'usage des sociétés de gestion, approuvé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers).

⁵ Le 6 mai 2003, la Commission européenne a adopté une nouvelle recommandation 2003/361/CE concernant la définition des PME, qui depuis le 1er janvier 2005 a remplacé la Recommandation 96/280/CE. Elle définit une **PME** comme une entreprise employant moins de 250 personnes, et : **1**) dont le chiffre d'affaires n'excède pas 50 millions d'euros, ou **2**) dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros, **3**) qui respecte le critère d'indépendance.

Est indépendante, une entreprise qui est détenue à hauteur de 25 % ou moins du capital ou des droits de vote par une ou plusieurs autres entreprises non PME. Ce seuil peut être dépassé lorsque l'entreprise est détenue par un organisme de capital-investissement. Les cibles du capital-investissement sortent largement de ce cadre de définition des PME. De fait, plusieurs auteurs dont notamment Julien (1997) et Bellante et al. (2001) recommandent une définition des PME en privilégiant une approche plutôt qualitative, selon des typologies multicritères, qui permettent une meilleure prise en compte de la diversité des situations. Une **PMI** est tout simplement une PME évoluant dans un secteur industriel.

Les tableaux de l'économie française de l'INSEE définissent la P.M.E. comme étant une entreprise de 10 à 500 salariés (y compris le chef d'entreprise). La P.M.I. est une P.M.E. ayant une activité industrielle.

⁶ Le taux d'évolution des effectifs français des entreprises du CAC 40 est en moyenne de 0 % sur la période 2007-2008.

Selon l'enquête⁷ réalisée par la société Opinionway en 2009, 40 % des dirigeants d'entreprises accompagnées par capital-investissement envisagent de recruter sur les 12 derniers mois (contre 26 % pour les autres entreprises françaises).

Par-delà son impact social, le capital-investissement semble également contribuer au succès des firmes en exerçant une influence positive sur leur niveau d'activité. Précisément, l'étude⁸ réalisée en 2009 par le cabinet Ernst & Young met en évidence une croissance supérieure du chiffre d'affaires France-Export des firmes ayant ouvert leur structure actionnariale à ces investisseurs (par comparaison à celle affichée par les entreprises du CAC 40) : 4,7 % pour le chiffre d'affaires des entreprises soutenues par des CI contre une baisse de 7,2 % pour le chiffre d'affaires des entreprises du CAC 40 dans la période 2007-2008 (Etude AFIC /Ernst &Young, 2009).

Dans le monde académique, un corps important de travaux empiriques s'est consacré à étudier le lien existant entre la présence des CI et la performance des firmes financées. Généralement, il ressort de ces études l'impact positif de ces intermédiaires financiers sur les performances opérationnelle et financière des firmes financées (Jain et Kini, 1994 ; 1995 ; Fernandez et Martinez, 1998 ; Manigart et al. 2002 ; Rindermann, 2004). Bien au-delà de l'impact des CI sur la performance comptable, sont également analysés par la suite, leurs effets sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

L'introduction en bourse permet à l'entreprise de lever des fonds destinés au financement de ses projets et de sa croissance (Lachmann, 1999).

⁷ Cette enquête a été réalisée sur la demande de l'AFIC à travers le Baromètre Entrepreneurs & Capital-investissement afin d'analyser les anticipations des dirigeants des entreprises financées par des CI, quant aux perspectives économiques et leurs conséquences ; et de comprendre la perception qu'ont les dirigeants de ces entreprises et la relation qu'ils entretiennent avec les investisseurs en capital pour mieux cerner leurs attentes. L'étude est réalisée sur la base de deux échantillons : un échantillon de 180 dirigeants, représentatif des entreprises françaises accompagnées par le capital-investissement (fichier AFIC), et un autre échantillon de contrôle composé de 180 dirigeants, représentatif des entreprises françaises de 1 salarié et plus.

⁸ A la demande de l'AFIC (Association Française d'Investissement en Capital), le Cabinet « *Coopers & Lybrand Corporate Finance* » avait déjà effectué en 1993 une étude comparant les performances financières des entreprises avec des CI et celles sans les CI, de taille comparable et de secteurs identiques. L'étude montre l'impact positif du capital-investisseur sur la croissance du chiffre d'affaires France et Export des entreprises avec les CI.

Elle implique cependant de profonds changements dans la structure de propriété et dans la structure financière des entreprises (Serve, 2007). Pour les CI, l'introduction en bourse représente l'une des modalités de sortie leur permettant de renouveler leurs portefeuilles de participations. Sur un horizon de 5 ans en moyenne, ces investisseurs cherchent à sortir de l'actionnariat des sociétés financées, avec pour finalité de réaliser des plus-values (Desbrières, 2001a). Par le biais d'une introduction en bourse, les CI bénéficient parfois d'une plus grande rentabilité. C'est d'ailleurs l'une des raisons qui motive certains auteurs⁹ à qualifier l'introduction en bourse de « voie royale » pour la sortie des CI. Selon Black et Gilson (1998), le marché des introductions en bourse est étroitement lié à celui du capital-investissement. La probabilité pour une entreprise financée par capital-investissement d'être introduite en bourse est d'autant plus forte que le marché financier a un niveau d'activité élevé (Lerner, 1994). Au cours de la période 1996-2000 marquée par une activité dense du marché financier, plus de 1000 entreprises financées par des CI ont été introduites en bourse sur le marché américain (NVCA¹⁰, 2010). Dans cette même période, plus de 250¹¹ sociétés soutenues par des CI ont connu une première cotation sur le marché français.

Si l'on se réfère aux travaux empiriques anglo-saxons¹², la présence des CI a un impact positif sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées. En comparant la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI à celles qui ne le sont, Barry et al. (1990) et Megginson et Weiss (1991) trouvent que, lors des introductions en bourse, les sociétés financées par capital-investissement sont plus performantes sur le marché américain.

⁹ Les auteurs concernés sont Barry et al. (1990), Gompers (1994).

¹⁰ Le NVCA (National Venture Capital Association) est la première association créée en 1973 qui s'intéresse au marché du capital-investissement américain. Elle publie chaque année un rapport annuel de l'activité du capital-investissement sur le marché américain.

¹¹ Cette statistique est obtenue sur la base de nos propres calculs réalisés à partir des données de prospectus d'introduction en bourse des entreprises françaises.

¹² Voir les articles de Barry et al. (1990), Brav et Gompers (1997), Megginson et Weiss (1991), Rinderman (2004), Smith (1990), Rinderman (2004). Cette liste d'articles est loin d'être exhaustive.

Plus précisément, ces dernières enregistrent une moindre sous-évaluation¹³ lors de leur première cotation. Brav et Gompers (1997)¹⁴ montrent également un déclin moins important de la performance boursière des titres de firmes soutenues par des CI, 5 années après l'opération. Fernandez et Martinez (1998) expliquent que les sociétés financées par capital-investissement ont une meilleure santé financière, reçoivent des aides publiques plus élevées, ont un meilleur accès à l'information et font preuve d'une plus grande formalisation dans leurs processus de décision ; d'où la performance supérieure observée. Précisons cependant que les résultats observés restent mitigés. Manigart et al. (2002) qui s'intéressent au marché belge, ne trouvent aucune probabilité de survie plus grande pour les sociétés financées par capital-investissement. Selon le pays étudié, la fenêtre d'observation ou encore selon la méthodologie retenue pour mesurer la performance boursière, les conclusions divergent.

A ce stade de notre réflexion, deux questions principales émergent:

- (1) La performance de l'introduction en bourse des firmes soutenues par des CI est-elle réellement supérieure à celle des sociétés non financées sur le marché français ?
- (2) Si oui, existe-t-il un lien entre la présence des CI et la performance de l'introduction en bourse ?
 - a. Autrement formulé, quelle est la contribution des CI à la performance des firmes introduites en bourse ?
 - b. Quels impacts ont-ils sur la performance de l'introduction en bourse ?

Les recherches consacrées au lien existant entre les CI et la performance de l'introduction en bourse des firmes se sont souvent inscrites dans le cadre d'analyse purement financier de la théorie du signal. Cette dernière postule que dans un contexte

¹³ La sous-évaluation est la mesure retenue dans les travaux de Leleux (1993), Sentis (2001), Faugeron-Crouzet et Ginglinger (2002) et Broye et Schatt (2003). Elle est égale à la différence entre le premier cours coté et le prix d'offre, rapportée au prix d'offre.

¹⁴ Notons que les auteurs n'observent aucune dégradation de la performance en ajustant le rendement par le rendement d'un portefeuille des sociétés pairées par taille et par le ratio Book to market value.

d'asymétrie d'information, la présence des CI est perçue comme un signal favorable aux investisseurs potentiels au moment de l'introduction en bourse. Définis comme des spécialistes du financement des sociétés non cotées, ces intermédiaires financiers apportent leur expertise, expérience et des contacts nécessaires à l'entreprise pour la réussite de l'opération financière d'introduction (auditeurs, sociétés de bourse, banques introductrices de qualité)¹⁵. Le maintien d'une forte participation lors de l'introduction en bourse implique que les CI détiennent une certaine influence dans la gestion de l'entreprise après l'opération et sont à même de contribuer continuellement à la performance de l'entreprise émettrice, par l'apport de ressources financières et cognitives (apport de compétences, d'expertise et d'expérience). Dans la théorie du signal, la présence des CI a donc un effet de « certification » puisqu'elle conduit à une incertitude moins grande sur la valeur et la qualité de l'entreprise soutenue. Ceci suppose que les investisseurs en capital réduisent les coûts de recherche d'information sur le marché, et probablement le degré de sous-évaluation (Megginson et Weiss, 1991).

Par-delà cette contribution financière et cognitive, les CI s'impliquent de manière active dans la gouvernance des entreprises financées. Par opposition aux actionnaires traditionnels, les CI sont considérés comme des actionnaires actifs¹⁶ ayant un comportement qualifié de « hands-on » voire « hands-in ». Par une forte concentration de la propriété et des droits de vote et une représentation au conseil d'administration, les CI parviennent à exercer un « monitoring » du dirigeant et à

¹⁵ Beatty et Ritter (1986), Booth et Smith (1986) et Titman et Trueman (1986) montrent que la réputation de l'introducteur réduit les problèmes de sélection contraire et de risque moral liés à l'introduction en bourse. Dans leurs études empiriques, Johnson et Miller (1988), Carter et Manaster (1990), Chemmanur et Fulghieri (1994), Carter et *al.* (1998) et Kirkulak et Davis (2005) montrent que les banques chefs de file réputées réduisent l'asymétrie d'information sur les marchés financiers, qu'elles atténuent significativement le niveau de sous-évaluation à l'introduction et qu'elles n'acceptent que les contrats d'émission des entreprises les moins risquées (par rapport aux banques à faible réputation). Ces auteurs ont également mis en évidence une taille de l'introduction en bourse plus grande lorsque la banque chef de file est réputée.

¹⁶ Notons qu'en France, ce comportement actif de CI est beaucoup moins intense que dans les pays anglo-saxons, même s'il s'est actuellement renforcé par comparaison aux années 1990, où les crises du capital-risque ont provoqué une remise en question des pratiques du métier (Battini, 2000). En effet, les crises qui ont marqué le capital-risque dans les années 1990 et au début des années 2000, ont affecté l'ensemble de la profession et ont provoqué une remise en question des pratiques. Quelques décisions de justice en France ont condamné des CI qui siégeaient au conseil d'administration à combler le passif des entreprises soutenues en faillite pour un déficit de surveillance et une carence dans l'exercice de leur fonction d'administrateur. Ainsi, les CI français qui étaient moins actifs que leurs confrères anglo-saxons ont été encouragés à être plus vigilants et à s'impliquer plus concrètement dans la gouvernance des entreprises financées.

réduire l'asymétrie d'information entre les deux parties (Barry et al. 1990, Wright, 2002). La forte implication des CI dans la gouvernance des entreprises financées avec pour finalité le contrôle et l'incitation du dirigeant, apparaît comme une caractéristique du capital-investissement en raison du degré d'asymétrie informationnelle plus important dans ce type de financement. D'ailleurs abordée dans la plupart des travaux s'inscrivant dans le cadre d'analyse financier de la théorie du signal, elle n'est cependant pas intégrée comme l'élément principal permettant de comprendre la contribution des investisseurs en capital à la performance des sociétés (Megginson et Weiss, 1991 ; Francis et Hasan, 2004 ; Franzke, 2004...).

L'intérêt majeur de notre travail de recherche est de considérer l'implication des CI comme le facteur explicatif central de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées. Aussi, formulons-nous la question suivante : Dans quelle mesure l'implication des CI dans la gouvernance des entreprises influence-t-elle la performance de l'introduction en bourse des firmes financées ?

Telle est la problématique qui oriente notre travail de recherche.

L'importance accordée à la participation active des CI dans notre travail, requiert la mobilisation d'un référentiel théorique permettant de mettre en évidence la contribution des investisseurs à la performance de l'introduction en bourse à travers leur implication dans la gouvernance de la firme. La grille de lecture de la gouvernance s'avère être pertinente pour traiter notre problématique.

Charreaux (1997) définit la gouvernance d'entreprise comme « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants », autrement dit la gouvernance a pour objectif de surveiller la conduite et de définir la latitude discrétionnaire des dirigeants. Elle s'impose dans toute relation de coopération entre deux parties.

Pour Charreaux (1997), « toute relation contractuelle faisant intervenir au moins deux parties peut être perçue comme une relation d'agence ». La relation qu'entretiennent les CI avec les dirigeants est décrite dans la plupart des études¹⁷ consacrées au capital-investissement comme une relation contractuelle entre les CI (le principal) et les dirigeants (l'agent) qui laisse paraître des risques de conflits importants à cause de problèmes d'asymétrie informationnelle non négligeables. Desbrières (2001b) et Wright (2002) précisent que le capital-investissement diffère du financement par le marché des sociétés cotées « notamment en matière d'asymétrie informationnelle ». En outre, le caractère incertain des projets ou encore la nature et le niveau des actifs immatériels sont autant de caractéristiques liées à la firme qui peuvent accroître les problèmes d'asymétrie d'information et d'agence, et par conséquent déterminer l'intensité du contrôle exercé par les CI vis-à-vis des dirigeants (Cherif, 2008). « Afin de réduire ce déséquilibre informationnel, les CI s'attachent à évaluer directement le projet à financer et à mettre en place des mécanismes de contrôle appropriés » (Desbrières, 2001a). Ainsi, la forte implication des CI dans la gouvernance des entreprises financées apparaît comme un moyen de réduction des risques susceptibles d'affecter la rente issue de la relation entre les deux parties.

Il est utile de préciser que la plupart des recherches s'intéressant à la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des entreprises traite l'implication des CI comme une variable exogène. Pourtant, Rosenstein et al. (1993) expliquent que l'intensité d'implication des CI diffère d'une entreprise à une autre ; elle est conditionnée par plusieurs critères comme le stade de développement de l'entreprise, le degré d'asymétrie d'information, l'âge de l'entreprise,... La prise en considération des facteurs contextuels relève le caractère endogène de l'implication des CI et conduit à traiter notre problématique autour de trois axes :

¹⁷ Voir les articles et ouvrages suivants : Barry et al. (1990) ; Brav et Gompers (1997) ; Elango et al. (1995) ; Manigart et al. (2000) ; Stephany (2003), Gompers et Lerner (2004).

Le premier axe consiste à analyser les facteurs susceptibles d'influencer le degré d'implication des CI : Quels sont les déterminants de l'implication des CI?

L'implication des CI dans la gouvernance des entreprises fait avant tout apparaître la dimension disciplinaire du rôle des CI, si nous nous référons à la définition première de la gouvernance. Dans cette vision, la participation active des CI dans la gouvernance des firmes a pour principal objectif de minimiser les coûts d'agence qui peuvent réduire la création de richesse. Aussi, la contribution des CI se limite uniquement à la mise en place de mécanismes de contrôle axés sur l'incitation et le contrôle des dirigeants. La plupart des travaux examinant le lien entre l'implication des CI dans la gouvernance de la firme et la performance de l'entreprise s'inscrivent d'ailleurs dans cette approche « juridico-économique » de la relation CI-dirigeants (Charreaux, 2002b). Pourtant, Aoki (2001) considère le capital-investissement comme un moyen pour les investisseurs d'apporter et de développer des compétences.

Bien au-delà de l'apport de ressources financières, les CI contribuent au processus de création de valeur des firmes financées en initiant une réelle dynamique d'échange de compétences complémentaires. Grâce à leur degré de spécialisation et leur forte expertise, ces derniers offrent une assistance particulière aux dirigeants. Ainsi, ils participent à la création et au développement de ressources « cognitives » dans l'entreprise. La notion de ressources cognitives désigne un ensemble de « connaissances, de capacités théoriques et pratique », de compétences « susceptibles de procurer à l'entreprise un avantage concurrentiel » et de contribuer à la création de valeur (Penrose, 1959). Les compétences et connaissances ont potentiellement un double impact sur la création de valeur : d'une part, elles peuvent éventuellement conduire à une meilleure « évaluation des opportunités stratégiques qui diffère de celle du dirigeant » et donc, à une divergence de points de vue, indépendante de tout conflit d'intérêts ; d'autre part, elles peuvent permettre au « dirigeant d'élargir ses propres connaissances afin de l'aider à mieux construire sa vision stratégique » (Charreaux et

Wirtz, 2006). La perception de la dimension cognitive du rôle des CI renvoie à une relation de collaboration productive entre ces derniers et le dirigeant. Dans la gouvernance cognitive, les mécanismes de gouvernance sont étudiés « en fonction de leur influence sur les dimensions cognitives de la création de valeur, la perception des opportunités de croissance, la coordination cognitive, l'apprentissage organisationnel » et leur efficacité est mesurée à travers leur incidence sur la performance des firmes financées (Charreaux et Wirtz, 2006).

Le deuxième axe renvoie à la question suivante : En quoi consiste concrètement l'implication des CI selon le cadre conceptuel de la gouvernance ?

Le troisième axe de notre problématique consiste enfin à appréhender l'efficacité de l'implication des CI dans la gouvernance de la firme (dans une vision aussi bien disciplinaire que cognitive). Quels sont les effets de l'implication des CI sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées ?

Pour répondre aux trois questions liées aux axes de recherche, nous réalisons une étude empirique dans laquelle nous testons le lien entre les déterminants et la gouvernance des CI, puis nous vérifions l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'introduction en bourse.

Au regard de ces axes, notre travail de recherche présente plusieurs intérêts :

Premièrement, il analyse la contribution des CI à la performance de l'introduction des firmes financées en considérant comme principal facteur explicatif, l'implication des investisseurs dans la gouvernance de l'entreprise. Deuxièmement, il tient compte de deux approches disciplinaire et cognitive de la théorie de la gouvernance pour définir le rôle des investisseurs dans la performance des entreprises. La dimension cognitive du référentiel théorique de la gouvernance consiste en

l'intégration des théories non économiques au champ traditionnel de la gouvernance (Forbes et Milliken, 1999 ; Westphal, 1999).

Enfin, il teste l'efficacité du rôle des investisseurs dans la gouvernance des sociétés à travers une étude quantitative originale. En effet, les études¹⁸ empiriques qui se sont intéressées à l'implication des CI – plus précisément, les facteurs influençant l'intensité de l'implication des CI – sont effectuées sur la base de questionnaires ou d'études de cas ; ce qui limite la quantité de données utilisées et introduit des biais liés à l'exploitation de données perceptuelles. L'un des intérêts de notre travail est la mise en œuvre d'une étude quantitative s'appuyant sur un échantillon¹⁹ très vaste constitué d'introductions en bourse en France sur la période de 1997 à 2005.

Afin de traiter notre problématique, notre travail de recherche s'articule de la manière suivante :

Dans la première partie, nous décrivons les spécificités de l'activité d'investissement en capital. Même si les fondements et les principales caractéristiques du capital-investissement demeurent, les mutations majeures qui façonnent sa structure méritent d'être précisées. Notamment, la création de marchés financiers comme Alternext et les crises survenues après l'éclatement de la bulle spéculative, la crise financière actuelle sont autant d'éléments qui ont influencé l'évolution de l'activité du capital-investissement en France.

En considérant le lien existant entre le marché des introductions en bourse et celui du capital-investissement, nous analysons le rôle des CI au moment de l'introduction en bourse des firmes financées dans le cadre de la théorie du signal (Partie 1).

¹⁸ Voir les articles de MacMillan et *al.* (1988) ; Sapienza et Timmons (1989) Landström (1992) ; Barney et *al.* (1996) ; Maunula (2006).

¹⁹ L'échantillon est le produit d'informations extraites des prospectus d'introduction et de bases de données.

La seconde partie de notre thèse est consacrée à la conceptualisation de la contribution des CI à la performance des entreprises. Cette modélisation de l'implication des CI dans la gouvernance des firmes soutenues s'inscrit dans le champ théorique de la gouvernance ; ce qui conduit à analyser la relation CI-dirigeant sous deux angles :

Sous l'angle disciplinaire de la théorie de la gouvernance, l'étude de la relation de coopération entre ces deux parties permet de faire ressortir les sources des problèmes d'agence, de mettre en exergue les mécanismes de gouvernance axés sur le contrôle ou le « monitoring » des dirigeants et enfin de mettre en lumière l'impact de ces mécanismes sur la performance des firmes financées.

Sous l'angle cognitif de la théorie de la gouvernance, la relation entre ces deux parties s'analyse plutôt comme une relation de collaboration productive, dans laquelle le processus de création de valeur doit être analysé. L'étude de ce processus renvoie à considérer l'origine des compétences, à étudier les mécanismes de gouvernance axés cette fois sur le « mentoring » des dirigeants et l'apprentissage organisationnel, et enfin à considérer l'efficacité de ces mécanismes dans une vision cognitive en testant leur impact sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées (Partie 2).

Dans la dernière partie de notre travail, nous soumettons nos hypothèses théoriques à l'épreuve des faits en utilisant plusieurs méthodologies économétriques, en accord avec la nature de nos variables et les cadres théoriques mobilisés (Partie 3).

PREMIERE PARTIE – APPROCHE DESCRIPTIVE :
FINANCEMENT PAR CAPITAL-INVESTISSEMENT ET
PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE

INTRODUCTION DE LA PARTIE 1

Le capital-investissement, activité d'intermédiation financière spécifique, répond généralement aux besoins en fonds propres des entreprises non cotées. Celles-ci présentent parfois des risques plus importants – que les firmes cotées sur le marché financier – en raison des problèmes d'asymétrie informationnelle et de leurs caractéristiques particulières telles que le niveau élevé d'actifs intangibles, le secteur d'activité à forte innovation, l'incertitude liée à l'aspect novateur de leurs projets... Dans le but de réduire ces risques, la relation qu'entretiennent les professionnels du capital-investissement avec l'entrepreneur²⁰, dirigeant de la firme non cotée est marquée de méthodes d'évaluation et de contrôle spécifiques censées permettre un meilleur suivi des firmes financées (Desbrières, 2001a). Ainsi, le capital-investissement apparaît comme un mode de financement fort de spécificités qu'il convient de préciser.

Dans un premier chapitre, nous décrivons les caractéristiques du financement par capital-investissement. Tout d'abord, nous retraçons les différentes étapes du développement et les cycles d'évolution de cette activité en France. Par la suite, nous mettons en évidence les caractéristiques spécifiques de ce type de financement (processus d'investissement...). Avec pour finalité de mieux comprendre le comportement actif de ces investisseurs.

Nous terminons ce chapitre en présentant les différentes voies de sortie des investisseurs en capital insistant sur l'importance d'une sortie par introduction (Black et Gilson, 1998).

Dans le deuxième chapitre, nous nous attelons à montrer le lien entre la présence des CI et la performance de l'introduction en bourse. Pour ce faire, nous présentons dans un premier temps, le processus d'introduction en bourse sur le marché français en définissant les principaux marchés, acteurs et partenaires financiers qui y interviennent et les différentes méthodes d'introduction en bourse.

²⁰ L'entrepreneur est considéré ici comme le dirigeant de la PME.

Cette première étape descriptive a pour objectif de comprendre le contexte d'une introduction en bourse et de permettre par la suite l'analyse des problématiques liées à la performance de l'introduction en bourse.

Enfin, nous montrons dans une revue de littérature dans quelle mesure les CI peuvent influencer la performance de l'introduction en bourse.

CHAPITRE 1 : LES CARACTERISTIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL-INVESTISSEMENT ET LES STRATEGIES DE SORTIE DES INVESTISSEURS

Le capital-investissement a longtemps constitué l'une des unités d'analyse de la théorie financière relative au financement de l'entreprise en croissance (Lachmann, 1992). Apparu depuis les années 1940 sous forme d'innovation financière, dans un premier temps aux Etats-Unis, puis en Europe, plus précisément en Grande Bretagne, le concept de l'investissement en capital n'a orienté les recherches portant sur l'innovation qu'à partir des années 1970. En effet, l'accroissement des activités entrepreneuriales de services, et par la suite de haute technologie va favoriser une dynamique financière, du fait des besoins de financement importants des entreprises évoluant dans ces domaines d'activité. Au fil des années, se dresse un profil de la profession avec plus ou moins de spécificités liées aux différences économiques, historiques et culturelles de chaque pays.

Nous rappelons dans la section 1 de ce chapitre, les fondements historiques de l'industrie du capital-investissement puis nous en retraçons l'évolution au cours des dix dernières années en Europe, plus particulièrement en France.

Par la suite, nous expliquons les spécificités du financement par capital-investissement en capital dans la section 2. En effet, ce mode d'intermédiation se caractérise par un niveau d'asymétrie informationnelle important et des risques importants qui conduisent à un processus d'investissement marqué de méthodes de sélection et de suivi rigoureux... (Desbrières, 2001a). A l'issue du financement, l'une des préoccupations des CI est de négocier une sortie du capital leur permettant de dégager d'importantes plus values. La présentation des caractéristiques des entreprises cibles ainsi que les étapes de sélection, de suivi et de sortie permet de comprendre dans

quelle mesure ce type de financement constitue un mode d'intermédiation financière spécifique.

L'activité du capital-investissement a connu une réelle évolution aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe au cours des dernières décennies. Cette dernière s'explique par les incitations juridiques et fiscales mises en place par les gouvernements et institutions nationales, ou encore par les initiatives des investisseurs privés. Au final, chaque marché présente des spécificités. Pour autant, il est nécessaire de restituer historiquement les étapes majeures du développement de cette activité en procédant à une comparaison entre le marché du capital-investissement américain et le marché européen.

Section 1 : Le capital-investissement en France : caractéristiques et évolution

1.1. Les fondements historiques du capital-investissement

1.1.1. *Le développement du « Venture Capital » aux Etats-Unis*

Initialement développé aux Etats-Unis après la seconde guerre mondiale, par des entrepreneurs aidés par la fondation American Research and Development (ARD) dont l'objectif était le financement des entreprises innovantes, le capital-investissement a connu un véritable essor à partir des années 1950 sous le nom de « venture capital » lorsque l'industrie électronique a inondé le marché avec ses nouveaux produits (semi-conducteurs, ordinateurs...). En 1958, la création des « Small Business Investment Companies » (SBIC), initiative du gouvernement américain, va par la suite, favoriser le développement de la profession en aidant à la formation de nombreux fonds de « venture capital ». Les premières vagues de « success stories » dans la haute technologie, les mesures fiscales libérales comme la réduction de l'imposition des plus-values, l'assouplissement des règles de gestion des caisses de retraite et les incitations politiques mises en place par le programme SBIC vont progressivement permettre l'essor de l'activité.

Ainsi, cette activité orientée a priori vers les jeunes entreprises à risques élevés du fait de leurs secteurs d'activité (technologique pour la plupart) et de leurs stades de développement (en phase de démarrage) va finalement répondre également aux besoins de financement des firmes à un stade de développement plus avancé.

1.1.2. Le « Private Equity » ou le capital-investissement

Désormais, le capital-investissement va au-delà du financement d'entreprises en phase de démarrage et englobe les activités de LBO²¹. Il se résume au terme anglo-saxon « private equity »²² qui désigne l'investissement en fonds propres dans les entreprises non cotées en stade de démarrage (capital-risque stricto sensu), en stade de croissance (capital développement) ou en phase de transmission (capital transmission).

Le capital-risque ou le terme anglo-saxon « venture capital » concerne le financement de jeunes entreprises en stade de création, innovantes ou évoluant dans des secteurs de technologie. Il englobe le capital d'amorçage ou « seed capital », le financement en amont du démarrage d'une entreprise, le capital démarrage dit « start up » qui correspond à l'étape de la création, de la production jusqu'à la commercialisation et le capital post-crétion qui concernent les deux premières années de démarrage de l'entreprise. Les taux des sinistres (30 à 40%) sont relativement plus élevés que dans le cadre d'un financement d'entreprises en phase d'expansion ou de transmission (Mougenot, 2007). En moyenne un à deux projets sur dix dossiers dégagent des flux rentables (Bhide, 1993).

Le capital-expansion ou développement correspond au financement d'entreprises souvent « low ou middle tech » bénéficiaires et ayant un projet de

²¹ Le LBO ou « *Leveraged Buy Out* », que l'on traduit parfois par « reprise en levier » est une technique qui permet d'acheter une entreprise grâce à un endettement important qui sera remboursé à l'aide des résultats dégagés par la société reprise. Il s'est développé en France au cours de la seconde moitié des années 1980.

²² Le terme « *private equity* » qui désigne l'activité du capital-investissement adressé généralement aux firmes non cotées s'oppose au « *public equity* », qui désigne les titres ayant déjà fait l'objet de procédures de cotation sur un marché financier.

croissance interne (développement de nouveaux produits, investissement en capacités de production, financement du besoin en fonds de roulement) ou externe (acquisition d'une ou plusieurs sociétés). Notons que les rentabilités offertes ($15\% < TRI < 20\%$) à ce stade sont moins importantes que celles espérées pour un financement par capital-risque (Mougenot, 2007).

Le capital-transmission, connue techniquement, sous le terme générique de Leveraged Buy Out (LBO) correspond au rachat d'une entreprise via la constitution d'une holding de reprise, en recourant à l'emprunt (Desbrières, 1998).

Sur le marché américain du capital-investissement, les firmes non cotées en stade de démarrage bénéficient d'une partie considérable des fonds investis ; ce qui fait du capital-risque ou « venture capital », le secteur dominant. L'évolution de l'activité de capital-risque ou « venture capital » présenté dans le [tableau I.1](#) montre une explosion littérale du métier à la fin des années 1990. Entre 1997 et 2000, le nombre de transactions a presque triplé avec un montant investi qui atteint 105,9 milliards de dollars (contre 14,88 milliards de dollars en 1997). Notons cependant, une très forte baisse de l'activité de capital-risque d'environ 100 % en termes de montants investis dans les années 2000 (2001-2004), qui s'explique essentiellement par l'éclatement de la bulle internet. Malgré cette récession, le marché américain du « venture capital » essaie de regagner le niveau d'activité des années antérieures (années 90) en suivant une croissance lente depuis 2004.

Malgré ces différents cycles d'évolution, le marché américain demeure le marché du capital-investissement le plus développé à travers le monde avec plus de 1000²³ fonds, dont les deux tiers sont spécialisés dans le financement de projets innovants, dans le secteur de la haute technologie.

²³ Un quart des fonds est membre de la NVCA (National Capital Venture Association).

Certains aspects culturels comme l'attitude positive des investisseurs face au risque ou à l'échec, ou des points économiques comme l'environnement réglementaire plus favorable à la création d'entreprises ou encore la dimension géographique (taille plus importante du pays) sont autant de facteurs qui expliquent la première place mondiale du marché américain du capital-investissement.

Tableau I.1 : les investissements en « *venture capital* » aux Etats-Unis

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fonds investis (Md\$)	14,88	21,12	54,07	105,9	40,63	21,88	119,7	22,47	22,99	26,59	29,98	28,4	17,7
Nombre de transactions	2536	2976	4406	6340	3779	2628	2439	2608	2682	3023	3226	3192	2372

Source : National Venture Capital Association (NVCA), Yearbook 2010

1.2. Le développement du capital-investissement en Europe et en France

En comparant le marché américain à son homologue européen, il apparaît que le marché européen demeure moins important (aussi bien en volume qu'en valeur). Ce dernier a néanmoins connu une croissance significative lors des années 1990. Quelles sont les principales évolutions du marché européen²⁴ du capital-investissement ?

Contrairement aux Etats-Unis où le développement du capital-investissement est lié au pouvoir d'investisseurs privés, en Europe, les prémices de cette industrie sont davantage fondées sur les initiatives publiques. L'émergence du capital-investissement est une résultante de la volonté de l'Etat de faire de ce mode de financement l'un des piliers d'une politique de financement de l'innovation et de la création d'entreprises. A cet effet, l'essor des investissements constatés sur le continent concerne tout d'abord les entreprises au stade d'amorçage ou de création.

Selon le [tableau I.2](#), les montants investis dans ces jeunes entreprises (qui constituent la part de capital-risque ou « *venture capital* ») ont augmenté de 4,1

²⁴ Mougnot (2007) précise que le marché européen représente environ 60 % du marché américain.

milliards d'euros en 1997 à 12,2 milliards d'euros en 2001 et représentent 50 % des montants investis dans le capital-investissement ou « private equity ».

Toutefois, la période 2001-2003 est marquée par un ralentissement du « venture capital » en raison de l'éclatement de la bulle internet. Parallèlement, l'activité du capital-investissement ou « private equity » poursuit une croissance progressive jusqu'en 2006. A partir de 2007, les fonds investis aussi bien en « private equity » qu'en « venture capital » connaissent une chute fortement marquée entre 2008 et 2009 ; une tendance qui résulte de la crise financière. Avec tous ces chiffres, le capital-investissement français s'installe au premier rang en Europe continentale devant le Royaume-Uni²⁵.

Tableau I.2 : les investissements en « private equity » et « venture capital » en Europe (en milliards d'Euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fonds investis en « private equity »	9,7	14,5	25,1	35	24,3	27,6	29,1	36,9	47,1	71,2	68,3	54,1	21,3
Dont « venture capital »	4,1	6	10,7	19,7	12,2	9,8	8,4	10,3	12,7	17,3	11,5	7,54	4,5

Source : *European Venture Capital Association (EVCA), Yearbook 2009*

En France, le capital-investissement a connu une croissance semblable à la tendance du continent. L'une des particularités de ce marché français liée à son histoire et à ses origines est la forte contribution des banques au développement de l'activité, qui conduit à expliquer la structure du métier. En effet, les banques constituaient les seules structures qui disposaient de capitaux longs et d'expérience en matière de financement. Ainsi, elles se sont lancées elles-mêmes dans l'investissement en capital.

A cette implication, s'ajoute l'initiative de l'Etat qui favorise le décollage de l'activité dans les années 1960.

²⁵ Les investisseurs en capital au Royaume-Uni étaient les premiers acteurs du marché du capital-investissement sur le marché européen en 2008, avec 29 milliards d'euros de fonds levés et 24 milliards d'euros d'investissements réalisés.

1.2.1. La création de réseaux des sociétés de développement régional

La première initiative politique à noter en France est la création du réseau des sociétés de développement régional (SDR).

Créés dès 1955, les SDR avaient pour vocation première la collecte d'épargne locale destinée à être réinvestie dans le capital de PME régionales. En pratique, elles se sont cependant consacrées à des activités de crédit et de caution à cause de certaines difficultés financières, notamment les problèmes de liquidité et d'insuffisance de fonds propres des firmes. De fait, leur activité d'apport en fonds propres est restée mineure.

Selon Mougenot (2007), sur la vingtaine d'établissements d'origine, seulement deux sont restés des opérateurs « indépendants » : La SADE et la SDR de Bretagne. Deux autres ont fusionné avec des Sociétés de Capital-Risque (SCR) régionales (Expanso à Bordeaux avec Auxitex, et SDR de Méditerranée à Marseille avec Sud Capital).

1.2.2. La mise en place de structures institutionnelles et de véhicules d'investissement

Dans les années 1970, sont apparues plusieurs institutions, dont l'Institut de Développement Industriel (IDI), les Sociétés Financières d'Innovation²⁶ (SFI) et les Instituts Régionaux de Participation (IRP) dont l'objectif principal est de financer l'innovation. Pour ne citer que quelques SFI nationales, nous pouvons retenir Epicea, Sofinnova, Soggonove, Agrinova... Néanmoins, ces premières initiatives auront peu d'impact. D'après Lebas (1984), l'échec de ces initiatives est due au fait que ces organismes « n'employaient pas de techniques d'évaluation des technologies, des hommes, des actifs financiers, ni n'utilisaient des techniques d'optimisation d'investissement ». Pour Stephany (2001), les IRP créés en 1977 à la suite des SFI n'ont pas rencontré plus de succès du fait de l'inexpérience liée à l'absence d'une culture financière, industrielle et même entrepreneuriale, de la préférence des investisseurs pour l'endettement et de l'étroitesse des marchés financiers.

²⁶ Les SFI (Sociétés d'Innovation Financières) ont été créées en 1971.

Progressivement, la vocation des CI à financer les jeunes entreprises (capital-risque) s'étiole au fil des années du fait de la faible rentabilité²⁷ dégagée par ces investissements – comparativement à celle des opérations de développement et de rachat d'entreprise qui fût beaucoup plus importante. Ainsi, la mise en place de structures de financement plus appropriées tels que les Fonds Communs de Placement à Risques²⁸ (1983) et de dispositifs réglementaires par les pouvoirs publics sont à l'origine du véritable essor des opérations de capital-investissement dans les années 1980 :

- L'Association Européenne de Capital-Risque (European Venture Capital Association ou EVCA) est créée en 1983.
- L'association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) est établie en 1984 pour contribuer au développement de cette activité en France.
- La création du Second Marché en 1983, puis celle du Nouveau Marché en 1996, offre des facilités aux entreprises pour l'appel à l'épargne publique et la levée de fonds.

Les grandes dates du capital-investissement Français sont détaillées dans [l'annexe1](#).

²⁷ Ainsi, selon l'étude de l'AFIC et Ernst & Young (1993), la part des montants investis consacrés à la création est passée de 20 % en 1986 à 5 % en 1993; tandis que celle allouée aux opérations de rachat est passée de 4,1 % à 34 % sur la même période.

²⁸ Les investisseurs institutionnels, les compagnies d'assurances apportent les fonds (véhicules d'investissement) qui sont gérés dans un portefeuille de participations par les sociétés de capital-investissement.

Les FCPR, appartiennent à la famille générale des OPCVM. Ils se distinguent par des particularités réglementaires fixées en fonction de la nature et des risques des investissements dans les sociétés non cotées. Dans la grande catégorie des FCPR, il existe le fonds de fonds ou FCPR de FCPR, la structure de mutualisation de participations dans plusieurs fonds de capital-investissement autorisée depuis le décret du 10 décembre 1998. Elle permet aux FCPR de détenir des parts d'autres FCPR, et ainsi de créer des fonds de fonds qui réduisent le risque pour l'investisseur en créant une plus grande mutualisation et en améliorant la liquidité du capital-risque (au détriment de la rentabilité). D'un point de vue organisationnel, le fonds de fonds est géré par une équipe de professionnels. En 2008, le recensement de l'AFIC indique environ 270 équipes de gestion de fonds de fonds et 3 000 professionnels sur le marché français. Les professionnels gèrent la relation avec les différents fonds sous-jacents et organisent le transfert de l'information.

Outre le fonds de fonds, il existe également d'autres FCPR : le Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) qui est un autre type de FCPR créé en 2003 par le législateur, avec pour vocation l'aide au développement des petites et moyennes entreprises régionales (PME). Pour ce faire, il doit investir 60 % au moins de son actif dans les titres de PME. Le Fonds Commun de Placement dans l'Innovation (FCPI) désigne un FCPR qui investit au moins 60 % de ses actifs dans des valeurs mobilières (part de sociétés à responsabilité limitée et dans l'innovation).

Depuis, le nombre d'opérateurs et le volume des fonds investis dans l'activité de capital-investissement en France n'ont cessé de croître rapidement. En 2008, les montants investis en « private equity » s'élèvent à 10 milliards d'euros. Avec ce montant, le marché français s'affiche comme le premier marché du capital-investissement en Europe Continentale et le troisième marché au monde. Il détient près de 20 % de la part de marché en Europe (en montants investis) en 2008.

Nous proposons une étude plus approfondie des différents cycles d'évolution du capital-investissement français au cours des douze dernières années.

1.3. Les cycles d'évolution du capital-investissement français

Les statistiques annuelles publiées par l'AFIC montrent très nettement que l'activité du capital-investissement est très cyclique. Au cours de cette dernière décennie, elle a connu trois principales phases d'évolution (cf. tableau I.3). La première phase du cycle concerne la période de 1997-2000.

Tableau I.3 : l'évolution de l'activité du capital-investissement en France (en milliards d'Euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Capitaux levés dans l'année	0,7	2,6	3,3	6,1	5,1	4,2	2,4	2,2	11,9	10,28	9,9	12,7	3,67
Fonds investis dans l'année	1,3	1,8	2,8	5,3	3,3	5,9	3,7	5,2	8,1	10,26	12,6	10	4,1

Source : Association Française d'Investisseurs en Capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2008

Une croissance régulière et importante de 1997 à 2000 des capitaux levés et investis

Dans cette période, le nombre d'opérations d'investissements a augmenté de 93 % (cf. tableau I.4). Plus précisément, entre les années 1999 et 2000, le niveau d'activité a presque doublé tant en valeur de capitaux levés qu'en montants investis.

A la fin de l'année 2000, le cumul des fonds investis dépasse la barre des 10 milliards d'euros (soit 11,2 milliards d'euros).

Tableau I.4 : le nombre d'opérations d'investissements réalisés par les CI en France

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nombre de transactions	1551	1554	2545	2994	1926	1778	1749	1812	2072	2398	N.A.	N.A.

Source : Association Française d'Investisseurs en capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2009

Cette croissance historique s'explique par deux faits majeurs :

- Premièrement, le fait du formidable essor des opérations de capital-risque dans lesquelles les montants investis ont augmenté de 122,5 % entre 1999 et 2000 (cf. tableau I.5). Les investissements réalisés en 1999 concernent essentiellement les « start-up » du secteur de l'internet, les jeunes sociétés de logiciels, de hardware, de « bio-tech », de télécom et d'autres technologies innovantes.
- Deuxièmement, le dynamisme maintenu des opérations de capital-transmission, avec une progression de 88,25 % entre 1999 et 2000.

A partir de l'année 2001, le marché du capital-investissement connaît une chute du fait d'une baisse brutale de 37,73 % (par rapport à 2000) des montants investis et de 16,4 % des capitaux levés.

Une évolution cyclique du montant des capitaux investis entre 2001 et 2003, une récession succédant aux années de croissance

Cette période de récession se poursuit jusqu'en 2003 où le nombre d'investissements passe de 2994 en 2000 à 1749 en 2003 ; soit une baisse d'environ 42 %. Notons cependant qu'en 2002, le marché essaie de décoller à nouveau malgré le contexte économique difficile (éclatement de la bulle internet avec des conséquences sur l'économie).

Tableau I.5 : l'évolution des montants investis en capital-investissement par stade de développement en France (en millions d'Euros)

Type d'investissement	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Amorçage et création (capital-risque)	167	260	519	1155	561	493	332	396	481	536	677	758	587
Développement (Capital développement)	382	587	1071	1884	720	755	785	695	895	1057	1310	1653	1798
LBO/ Transmission (Capital transmission)	613	821	1073	2020	1937	4493	2015	3608	6287	8075	10340	7399	1605
Divers (Retournement et autres)	96	121	154	245	69	110	511	410	500	496	227	199	110
Fonds investis	1258	1789	2817	5304	3287	5851	3643	5109	8163	10164	12554	10009	4100

Source : Association Française d'Investisseurs en capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2008

Les fonds investis en 2002 atteignent leur plus haut niveau depuis 1997 (soit une valeur de 5,9 milliards d'euros). Ce niveau d'investissement résulte d'un marché stimulé par les opérations de LBO (capital transmission) qui représentent 77 % des montants investis. En valeur absolue, ces montants ont été multipliés approximativement par 2,3 entre 2001 et 2002. En 2001, une douzaine d'opérations de LBO significatives a contribué à cette évolution positive puisque les LBO représentent à eux-seuls 59 % du total des investissements réalisés (soit 1,937 milliards d'euros), selon le rapport annuel de l'AFIC publié en 2002. Le montant des capitaux levés correspond à un taux de croissance annuel moyen avoisinant les 45 % sur les cinq dernières années (1998-2002).

En 2003, l'activité du capital-investissement enregistre une baisse sensible de 38 % par rapport à 2002 (en montants investis). Ce repli n'est qu'une conséquence directe de la baisse des gros LBO qui ont marqué l'activité l'année précédente. Les investissements destinés au démarrage et à la création diminuent tandis que le capital développement maintient sa croissance aussi bien en volume qu'en valeur (cf. [tableau I.6](#)).

Malgré la phase de récession en 2003, le marché français du capital-investissement reprend sa croissance en 2004 pour atteindre un montant d'investissement de 12,6 milliards d'euros en 2007.

Tableau I.6 : le nombre d'opérations d'investissements réalisés par stade de développement en France

Type d'investissement	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Amorçage et création (capital-risque)	526	534	861	1338	784	817	628	661	644	717	N.A.	N.A.
Développement (Capital développement)	559	549	958	1141	782	594	602	598	700	758	N.A.	N.A.
LBO/ Transmission (Capital transmission)	181	370	457	359	292	282	290	357	479	580	N.A.	N.A.
Divers (Retournement et autres)	285	191	270	159	68	85	230	196	249	133	N.A.	N.A.
Nombre total de transactions	1551	1554	2545	2994	1926	1778	1749	1812	2072	2398	N.A.	N.A.

Source : Association Française d'Investisseurs en capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2008

Une reprise du marché à partir de 2004 aussi bien en valeur qu'en volume d'investissements

Après les années de flottement suivant l'explosion de la bulle internet, ce redémarrage de l'activité en 2004 est essentiellement lié à la croissance continue des opérations d'amorçage et de création d'entreprises (ou capital-risque), de capital développement et à la part croissante des LBO (capital transmission) jusqu'en 2007.

La croissance se poursuit grâce à la création en 2005 d'Alternext, le marché financier destiné aux PME²⁹ (les entreprises ayant un effectif inférieur à 250 salariés). Entre 2006 et 2009, l'essentiel des opérations réalisées concerne les PME, soit respectivement 88 %, 78 %, 81 %, 89 % et 91 % du nombre total d'opérations réalisées (cf. tableau I.7).

Tableau I.7 : le nombre de PME bénéficiant du soutien des CI

	2005	2006	2007	2008	2009
Nombre d'opérations réalisées sur les PME	1823	1454	1262	1426	1337
Nombre d'opérations ou d'entreprises financées	2072	1864	1558	1595	1469
% PME financées	88 %	78 %	81 %	89 %	91 %

Source : Association Française d'Investisseurs en capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2007, 2008, 2009

²⁹ Opt. Cit ; page 7

Une chute considérable du marché de 2007 à 2009 en valeur d'investissements

L'année 2008 marquée par la crise, affiche une diminution considérable des montants investis. Selon l'enquête menée par l'AFIC en 2009, cette baisse s'explique par une réduction massive des engagements des investisseurs institutionnels dans les nouveaux véhicules, en partie due au durcissement des normes prudentielles, avec notamment Solvency II (pour les assureurs) ou encore Bâle III (pour les banques).

En conclusion, la restitution historique de l'activité du capital-investissement aux Etats-Unis et Europe, plus précisément en France montre les dissimilarités d'évolution entre les marchés américain et européen. Malgré ces différences relatives à la construction de la profession, le capital-investissement peut être définie comme une activité d'intermédiation singulière en raison des particularités qui la fondent.

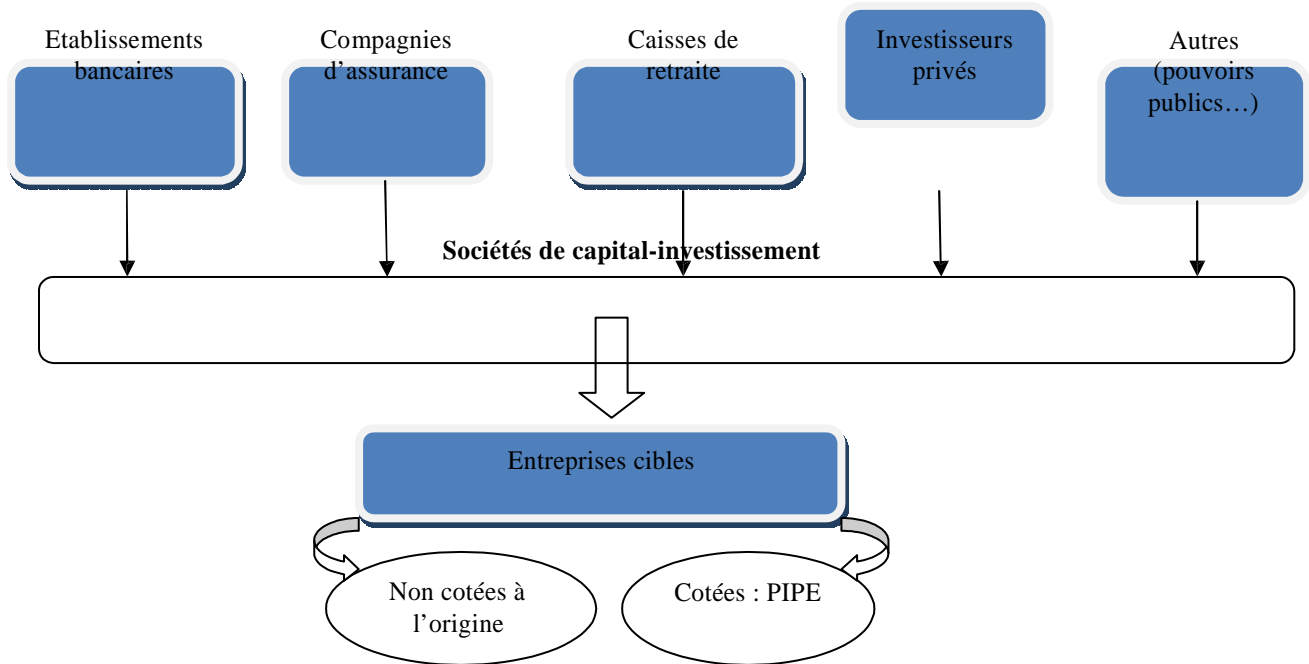
Dans la section suivante, nous nous attelons à décrire les spécificités d'un financement par capital-investissement. Tout d'abord, nous présentons le fonctionnement d'un financement par capital-investissement, puis mettons en évidence les problèmes d'asymétrie informationnelle et les risques qui influencent le comportement actif des CI de l'étape de la sélection des investissements à la fin du contrat.

Section 2 : Le capital-investissement : une activité d'intermédiation spécifique

Selon Wright (2002), le capital-investissement se définit comme un mode particulier de financement à long terme présentant des risques importants, réalisé par des investisseurs professionnels dans des firmes nouvelles, dont l'objectif est de réaliser un gain en capital à terme, en plus des dividendes qui sont perçus.

Il prend généralement la forme de participations minoritaires en fonds propres dans des sociétés non cotées³⁰ caractérisées par un degré d'asymétrie informationnelle et un niveau de risque important. Il s'inscrit dans un contrat de long terme faisant intervenir plusieurs acteurs : les actionnaires des sociétés de CI qui fournissent les fonds, les sociétés de capital-investissement qui reçoivent les capitaux et les allouent à des entreprises cibles qui ne sont généralement pas cotées en bourse (cf. figure I.1).

Figure I.1 : le mécanisme général de financement par capital-investissement



Source : <http://www.afic.asso.fr/Website>

2.1. Le fonctionnement d'un financement par capital-investissement

2.1.1. Les investisseurs : pourvoyeurs de fonds

Les capitaux investis par les sociétés spécialisées en capital-investissement proviennent d'investisseurs privés ou publics. Considérés comme les principaux pourvoyeurs de fonds de la société, ces investisseurs sont le plus souvent des

³⁰ Selon le rapport annuel de l'AFIC publié en 2007, environ 75 % des investissements sont réalisés en fonds propres. Cependant, nous assistons de nos jours à la montée d'un autre type d'investissement appelé PIPE qui signifie « *Private investment in public equities* ». Il s'agit d'investissements privés réalisés dans des sociétés cotées en bourse.

institutionnels à savoir les banques, des fonds de pension, des compagnies d'assurances, des sociétés non financières....

Aux Etats-Unis ou au Royaume Uni, les fonds de pension représentent l'une des sources considérables de financement pour cette activité. Selon le rapport annuel de l'EVCA (European Venture Capital Association), en 2008, les fonds de pension représentent en Europe 25 % des 24 milliards d'euros collectés par le « private equity », devant les banques (16 %). En France, les fonds proviennent essentiellement des banques. En 2004, environ le tiers des capitaux levés en France provient des banques ; soit 32,5 % (cf. tableau I.8).

Toutefois, il y a un inversement de la tendance depuis 2005, en faveur des compagnies d'assurance et des personnes physiques en France. En 2007, la France affiche les compagnies d'assurance comme les principaux pourvoyeurs (21 %). Viennent en seconde place les personnes physiques (18 %), suivies par les structures de fonds de fonds (17 %) qui continuent de monter en puissance (cf. tableau I.8).

Les fonds de fonds ont commencé à se développer fortement au cours de ces trois dernières années. En effet, ceux-ci offrent une diversification accrue du risque pour les investisseurs. Par ailleurs, des fonds réglementés assortis d'avantages fiscaux spécifiques comme les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) ont été récemment créés (2003) par le législateur français.

Tableau I.8 : L'évolution des montants levés selon l'origine des fonds (en millions d'Euros)

Type d'investisseur	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investisseurs industriels	181	429	196	792	255	179	142	79	689	300	206	237	12
Personnes privées	12	135	191	297	617	483	479	502	1438	1877	1788	3001	1543
Organismes d'Etat	8	51	118	110	205	269	53	18	394	528	579	784	235
Banques	379	1067	1072	2375	2201	1141	441	729	2912	1886	1656	2939	653
Caisses de retraite	29	494	395	1038	353	350	182	235	2672	1012	1648	1907	283
Compagnies d'assurance	37	427	632	541	577	623	258	252	2152	1948	2064	2260	433
Universités	0	0	9	28	0	14	0	10	113	0	0	22	
Marché financier ³¹	N/A	N/A	N/A	78	0	23	21	1	0	680	181	82	0
Structure de fonds de fonds ³²	N/A	N/A	193	588	521	670	226	306	1141	1839	1715	1476	430
Autres	10	0	454	266	364	461	557	109	443	210	158	22	83
Total capitaux levés	656	2603	3260	6113	5093	4213	2359	2241	11954	10280	9995	12730	3672

Source : Association Française d'Investisseurs en Capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2007, 2008, 2009 et 2010

2.1.2. Les sociétés de capital-investissement

Selon le critère retenu, nous distinguons différentes catégories de sociétés de capital-investissement. Le premier critère retenu est la structure d'actionnariat des sociétés de capital-investissement, qui permet d'identifier les CI selon l'origine de leurs sources de financement (banques, Etat ou collectivités, industriels...).

2.1.2.1. La structure d'actionnariat des sociétés de capital-investissement

Selon ce critère, nous pouvons distinguer deux grandes familles de CI :

La première catégorie concerne les CI indépendants ou « independent funds ». Ce sont des sociétés ou fonds de capital-investissement qui ont pour caractéristique de gérer des fonds émanant de sources multiples et externes, dans lesquelles aucun actionnaire n'est majoritaire. En France, on peut citer par exemple Innovacom

³¹ Cette catégorie a été introduite en 2000. Il n'y a pas de données disponibles pour les années antérieures.

³² Cette catégorie a été introduite en 1999. Il n'y a pas de données disponibles pour les années antérieures.

(ancienne filiale de France Telecom), Apax Partners, Atria Capital Partenaires, Auriga Partners... L'objectif de ces fonds est de réaliser des plus values importantes du fait des risques pris. Desbrières (2001a) souligne que le degré d'indépendance des CI influence la nature et l'horizon des investissements réalisés ainsi que les sources d'information utilisées dans la phase de sélection. Ainsi en France, les indépendants ont tendance à être plus spécialisés dans les LMBO (Leveraged Management Buy Out) alors que les CI affiliés à des institutions financières le sont plus dans les investissements de développement (EVCA, 2007). Au Royaume Uni, ce sont les CI affiliés qui préfèrent investir dans les LBO. Ces résultats sont à prendre avec beaucoup de réserves dans la mesure où ils divergent selon les pays et les périodes d'observation.

En se référant aux statistiques du tableau I.9, les indépendants sont ceux qui investissent le plus aussi bien en termes de montants qu'en termes de nombres d'investissements.

La deuxième famille de CI est celle des CI captifs ou « captive funds ».

Les captifs sont des filiales ou départements de banques. Ils représentent l'une des catégories d'investisseurs les plus importantes en France (en valeur d'investissement) juste derrière les indépendants (48 % pour les indépendants suivis de 38 % pour les captifs en 2006). Nous pouvons à titre d'exemple citer Banexi Ventures, filiale de la BNP.

Les semi-captifs sont généralement affiliés à de grandes sociétés industrielles ou des institutions financières. Ils lèvent les fonds majoritairement auprès d'investisseurs externes à la société, mais agissent pour le compte d'une maison mère. AXA Private Equity, PAI Management, Dassault Développement ... sont autant d'exemples.

Le tableau I.10 montre un taux de croissance de 229 % du nombre d'investissements réalisés par les semi-captifs entre 1999 et 2000 ; parallèlement le niveau d'investissements réalisés par les indépendants et les captifs est en baisse (en valeur).

Tableau I.9 : l'évolution du nombre d'investissements selon le type d'investisseur (volume)

Type d'investisseur	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Indépendants	542	34,9	704	45,6	1427	56,1	1150	38,4	948	49,2	711	39,9	782	44,7	809	44,6	875	42,2	1085	45,2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Captifs	530	34,2	321	20,8	830	32,6	895	29,9	366	19,00	570	32,1	247	14,1	318	17,5	479	23,1	649	27,1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Semi-captifs	479	30,9	519	33,6	288	11,3	948	49,4	612	31,8	497	28	720	41,2	685	37,9	718	34,7	664	27,7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Total	1551	100	1544	100	2545	100	2994	100	1926	100	1778	100	1749	100	1812	100	2072	100	2398	100	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source : Association Française d'Investisseurs en capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2007, 2008

Tableau I.10 : l'évolution des montants investis selon le type d'investisseur (valeur) (en millions d'Euros)

Type d'investisseur	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Indépendants	658	52,3	672	37,6	1709	60,7	2162	40,8	1382	42,0	3251	55,6	2576	70,7	2585	49,8	5120	63,4	4872	47,9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Captifs	194	15,4	246	13,8	865	30,7	1334	25,2	1887	57,4	1887	32,3	291	8,0	531	10,2	1133	14,0	3870	38,1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Semi-captifs	407	32,3	870	48,7	242	8,6	1808	34	571	17,4	713	12,2	7776	21,3	2073	40	1819	22,6	1422	14	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Total	1259	100	1788	100	2816	100	5304	100	3287	100	5851	100	3643	100	5189	100	8072	100	10164	100	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source : Association Française d'Investisseurs en capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2007, 2008

Par delà la structure d'actionnariat, le taux de participation des CI, le degré de spécialisation et le pourcentage de capital syndiqué sont autant de critères permettant de classer les sociétés de capital-investissement.

2.1.2.2. Le taux de participation

Le taux de participation acquis par les CI représente un autre critère de classification des CI. Une prise de participation importante des CI est associée à un niveau élevé d'implication des CI dans la gestion de l'entreprise. La plupart des capital-investisseurs prennent des participations minoritaires. Cependant, dans les gros deals (> 300 millions €), les CI sont parfois majoritaires ; ce qui leur permet d'exercer un meilleur contrôle des dirigeants (en exigeant des sièges au conseil d'administration) et surtout de maîtriser les conditions de leur sortie.

2.1.2.3. La spécialisation sectorielle

Les sociétés de capital-investissement sont pour la plupart spécialisées par stade d'investissement ou par secteur d'activité (Sahlman, 1990). Il s'agit de CI spécialisés, par opposition aux CI généralistes. Les CI finançant les entreprises en phase de démarrage ont tendance à davantage se spécialiser par secteur d'activités par rapport aux CI qui s'orientent vers le financement d'entreprises en phase de maturité (Norton et Tenenbaum, 1993). Ces derniers gèrent des portefeuilles plus importants (en termes de taille) et préfèrent une diversification sectorielle par rapport aux CI qui gèrent de plus petits fonds. Par ailleurs, la relation qui existe entre les sociétés de capital-investissement et leurs investisseurs détermine le type de CI (généralistes vs spécialisés). Ainsi, les « corporate venture capitalists », filiale de sociétés industrielles, ont plus tendance à procéder à une spécialisation par secteur industriel que les autres catégories de CI (Gupta et Sapienza, 1992).

2.1.2.4. La syndication

La syndication des investissements réalisés apparaît comme un critère aussi important que le degré de spécialisation des CI dans le sens où il détermine le niveau d'implication des CI dans une firme (Bottazzi et al. 2004). Pour reprendre la définition de Wilson (1968), la syndication implique un groupe de sociétés de capital-investissement qui doit prendre un certain nombre de décisions communes dans un contexte de forte incertitude qui conduiront à la réalisation de joint pay-offs (ou bénéfices partagés) pour les investisseurs. En Europe, plus de 25 % des montants investis et plus de 30 % des opérations réalisées le sont dans le cadre de la syndication (EVCA, 2008). En France, ce type de co-investissement s'affiche comme l'une des stratégies les plus développées des CI. Chaque année, la syndication concerne plus de 70 % des montants investis en France par les CI et plus de 50 % des entreprises financées selon le rapport annuel de l'AFIC (2008).

Dans la littérature relative au capital-investissement, plusieurs recherches sont essentiellement intéressées aux motivations de la syndication³³.

Deux raisons majeures sont avancées pour expliquer le recours à la syndication :

- La première, qui correspond à la logique financière traditionnelle, présente la syndication comme un moyen de partage du risque et de diversification des portefeuilles de participation (Admati et Pfleiderer, 1994 ; Manigart et al. 2006).
- La deuxième raison relève d'une logique plutôt cognitive fondée sur l'approche des ressources. Celle-ci avance que la présence de plusieurs investisseurs favorise un partage d'information et permet aux CI d'accéder à différentes compétences provenant d'autres investisseurs (Bygrave et Timmons, 1992 ; Lerner, 1994 ; Desbrières, 2001a ; Lockett et Wright, 2001 ; Wright et Lockett, 2002 ; Manigart et al. 2006).

³³ Pour une analyse plus approfondie, voir les auteurs suivants : Kannianen et Keuschnigg (2000) ; Lockett et Wright (2001) ; Brander, Amit et Antweiler (2002) ; Sorenson et Stuart (2002) et Manigart et al. (2004).

- Dans la littérature, une troisième raison peu fréquente, liée au caractère dynamique et répétitif des tours de table est avancée. En effet, les CI à travers les investissements répétés construisent leur réputation auprès d'autres CI. Lorsque ces derniers sont invités à participer à un financement syndiqué, ils invitent à leur tour les CI avec lesquels ils ont eu une expérience passée. Ainsi s'établit un réseau de CI (Manigart et al. 2006).

Indépendamment de ces arguments, la syndication est conditionnée par certains facteurs de contingence. En effet, l'expérience des CI, l'importance des investissements aussi bien que le caractère plus ou moins jeune et risqué de l'entreprise financée sont autant de facteurs qui déterminent le recours à un investissement syndiqué. Selon Bygrave (1988), les CI aux Etats-Unis syndiquent encore plus leurs opérations de financement lorsqu'ils investissent dans des entreprises en phase de création ou de démarrage.

En général, un chef de file est reconnu dans la syndication. Il détient généralement la part d'actions la plus importante. Il coordonne les décisions à cause de la complexité du système de décision. Celle-ci dépend non seulement du nombre de CI-actionnaires mais également et surtout des parts relatives du capital qu'ils détiennent. Le degré d'interaction entre les membres de la syndication et les dirigeants de la firme dépend du motif de la syndication (Wright et Lockett, 2002). Lorsque l'intérêt de la syndication est la réduction du risque, le chef de file aussi bien que les autres CI ont tendance à s'impliquer ensemble dans le contrôle des dirigeants de manière à bénéficier de leurs expertises complémentaires. Si le motif est le partage des risques, alors l'influence active est surtout réservée au chef de file. Dans la syndication, les motifs des membres de la syndication peuvent parfois diverger ; ce qui peut engendrer des conflits entre les CI.

En somme, la description des sociétés de capital-investissement à travers différents critères de segmentation nous permet d'élaborer une typologie du métier de capital-investissement (cf. [tableau I.11](#)).

Tableau I. 11 : la typologie des CI intervenant en France

Typologie de CI			
Structure de l'actionariat	CI Indépendants	CI Captifs	CI Semi-captifs
Spécialisation sectorielle	CI généralistes		CI spécialisés
Syndication	Investissements syndiqués		Investissements non syndiqués

Rappelons que nous présentons les différentes catégories d'acteurs qui interviennent dans un investissement en capital : la première catégorie représentée par les investisseurs, la deuxième catégorie composée des sociétés de capital-investissement et la dernière catégorie d'acteurs : les entreprises cibles (cf. [schéma I.2](#)).

2.1.3. Les entreprises financées ou cibles

Les entreprises financées par des CI se situent à des stades de développement différents et présentent des niveaux de risques. Comme nous l'avons souligné dans la description du métier du capital-investissement, les entreprises en phase de création, de démarrage ou post-crédation sont celles qui bénéficient de la plus grande partie des montants investis aux Etats-Unis. Malgré la forte rentabilité qu'elles offrent, elles sont cependant plus risquées en raison de leur jeune âge et du secteur d'activité dans lequel elles évoluent (haute technologie). En revanche, en France, les opérations de transmission sont les plus prisées ; elles concernent les entreprises à un stade de développement plus mature.

2.2. Les caractéristiques d'un financement par capital-investissement

2.2.1. La notion de risque dans le capital-investissement

Le risque constitue l'une des caractéristiques inhérentes au financement par capital-investissement. En effet, il intervient dans la relation existant entre le dirigeant et les CI et détermine plus particulièrement l'implication de ces derniers dans la coopération.

Plusieurs travaux dont ceux de Bergemann et Hege (1998), Reid (1998) et Pouget et Stephany (2002) ont tenté d'appréhender la notion de risque dans le financement par capital-investissement. Ils ont identifié différents risques que nous recensons ci-dessous.

Le risque inhérent au projet ou risque opérationnel ou encore « business risk » traduit l'évolution positive ou négative du projet de développement en fonction du stade de développement de l'entreprise et de la nature du projet à financer. Il est donc associé au type de production de l'entreprise, à la technologie utilisée, au marché, au degré d'innovation du projet... Ruhnka et Young (1987) proposent plusieurs indicateurs de risque par stade de développement de la firme. Le tableau I.12 ne présente que les deux premières étapes du cycle de vie de l'entreprise : la phase d'amorçage et la phase de création.

Le risque d'affaires se compose du risque commercial lié à la dimension du marché potentiel (l'intensité concurrentielle...), du risque technologique lié à la spécificité des actifs (le caractère tangible ou intangible des actifs) et du risque de gestion associé aux difficultés managériales des dirigeants (nombre faible d'années d'expérience ...) (Hellmann, 1994).

Le risque patrimonial est essentiellement lié à l'usage des fonds propres. Rappelons que le capital-investissement consiste en l'apport de fonds propres dans les entreprises non cotées. Aussi ce type de financement présente un niveau de risque plus élevé qu'un financement traditionnel par souscription de dettes. Par ailleurs, le contexte financier des investissements réalisés (à savoir l'illiquidité des titres, l'absence de moyens de contrôle de la participation contrairement à la dette) provoque une forte incertitude quant aux espérances de gains issus de l'opération (Hellmann, 1994 ; Bascha et Walz, 2001).

Le risque de faillite se traduit concrètement par la « mort de la participation » ; ce qui laisse les CI avec de très faibles chances de récupérer les montants investis (Hellmann, 1994).

Tableau I.12 : les indicateurs de risque par stade de développement (amorçage et création)

Stade de développement	Indicateurs de risque
Phase d'amorçage (<i>Seed Capital</i>)	<ul style="list-style-type: none"> Le prototype ne peut être produit 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 managériales nécessaires. Le produit est technologiquement dépassé. Le projet n'attire pas de capitaux pour financer les futurs stades de développement.
Phase de démarrage (<i>Start up</i>)	<ul style="list-style-type: none"> Les propriétaires n'ont pas les capacités managériales 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.

Stephany (2003) : In Gouvernance et relation capital-risqueur-entrepreneur, page 20

Le risque d'illiquidité apparaît au terme de l'échéance théorique prévue par l'investisseur et rend impossible la sortie de l'investisseur du capital, et de ce fait d'obtenir les plus values escomptées. Ce risque est lié à certains aléas tels que la conjoncture....

Dans le cadre d'un financement par capital-investissement, le degré élevé d'asymétrie informationnelle est considéré comme un élément amplificateur du risque inhérent à ce type de financement. Il est lié à l'absence de marché financier.

2.2.2. Le degré d'asymétrie informationnelle

Les entreprises financées en capital-investissement, n'ayant pour la plupart aucune cotation en bourse, répondent à des obligations légales de publication d'information beaucoup moins contraignantes que les firmes cotées sur les marchés financiers. L'information n'est pas toujours disponible. Aussi, existe-t-il un déséquilibre

informationnel au détriment des futurs investisseurs-CI. L'absence d'un marché coté renforce les problèmes de négociabilité et de liquidité. Ainsi, les CI tiennent compte de ce risque lors de l'investissement et requièrent une rémunération élevée du capital, générée le plus souvent par les plus values lors des cessions de titres sur le marché financier, ou de cessions à des tiers (autres CI, sociétés industrielles...).

Dans la phase de sélection de l'entreprise cible, cette répartition dissymétrique de l'information expose les CI à un risque de sélection contraire ou « adverse sélection » (Desbrières, 2001a), les conduisant à une mauvaise estimation de la valeur que peut créer le projet faute d'informations pertinentes (Akerlof, 1970), ou à un choix peu pertinent basé sur les qualifications d'un dirigeant. Il s'agit du risque managérial qui est pris en compte dans l'évaluation de la firme financée et la prise de décision d'intervenir en capital-investissement. C'est une composante complexe du risque lié au dirigeant-entrepreneur, qui investit non seulement son capital humain mais également financier dans l'entreprise. Ainsi, la faible diversification de son portefeuille de ressources combinée au contexte d'asymétrie informationnelle de l'investissement, peut le prédisposer à prendre des décisions contraires aux intérêts des actionnaires. Pour Kaplan et Strömberg (2003), ce risque résulte des situations d'asymétrie informationnelle survenant dans la phase précontractuelle et la phase contractuelle du financement par capital-investissement.

Une fois, le contrat signé, les CI sont soumis alors à un risque moral qui découle de la non-observabilité directe des actions de l'une des parties (principalement le dirigeant) qui peut engendrer une situation conflictuelle. L'entrepreneur-dirigeant de PME, conscient de la rationalité limitée des investisseurs, peut profiter des failles du contrat en optant pour une politique d'investissement sous-optimale, en manipulant l'information afin de présenter de bons résultats de court terme ou encore en procédant à des prélèvements pécuniaires.

Le niveau d'asymétrie informationnelle peut être également accentué dans ce type de financement en fonction du secteur d'activité des entreprises cibles. Les secteurs de haute technologie et de la communication présentent souvent des projets novateurs qui sont caractérisés par une forte incertitude et un manque d'informations historiques. Par ailleurs, les informations dans ces domaines d'activité restent tacites et sont difficilement transférables. Par conséquent, le niveau d'asymétrie informationnelle est plus important pour les entreprises qui évoluent dans les secteurs d'activité tels que celui de la haute technologie³⁴, de la chimie, des communications... (Amit et al. 1998).

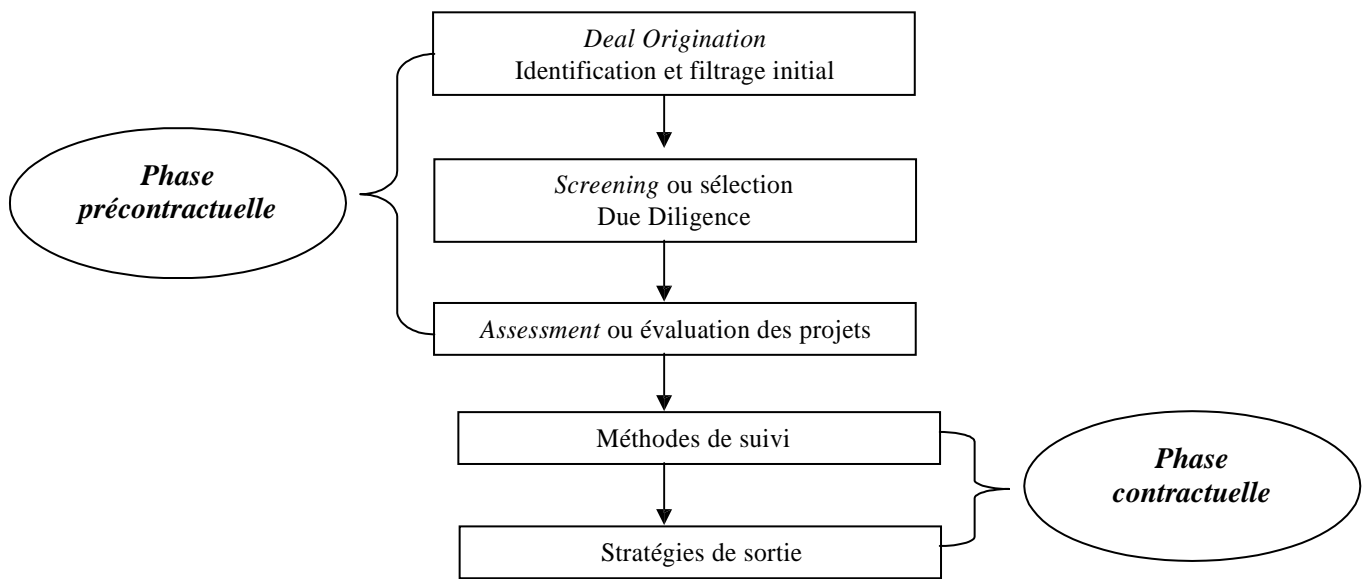
Confrontés au risque de sélection contraire et risque moral, les CI adoptent un comportement actif dans la phase aussi bien précontractuelle que contractuelle, avec pour finalité la réduction de l'asymétrie informationnelle favorisant ces risques.

2.2.3. Le comportement actif des CI dans les différentes phases du contrat de financement par capital-investissement

Dans leur analyse du processus de financement du capital-investissement, Tyebjee et Bruno (1984) et Desbrières (2001a) identifient cinq étapes principales, qui se situent d'une part dans la phase précontractuelle de l'investissement en capital, et d'autre part dans la phase contractuelle jusqu'à la sortie des CI (cf. [figure I.2](#)). Chaque étape montre une forte implication des CI dans la recherche d'informations pertinentes afin de limiter le degré d'asymétrie informationnelle élevé qui caractérise ce type de financement.

³⁴ Les fonds investis en capital-investissement sur le marché américain ont été fortement concentrés dans les entreprises du secteur de la haute technologie. Au début des années 1990, les montants investis dans ces secteurs représentaient 45 % des investissements totaux contre 78 % en 1999. A la fin des années 1990, les investissements en France sont davantage orientés vers les entreprises du secteur des télécoms et de la chimie. En 2000, l'engouement pour les secteurs informatiques y est plus prononcé avec une croissance de plus de 150 % entre 1999 et 2000. Cette période correspond à l'explosion du marché des NTIC (Nouvelles Technologies Informatiques et de Communication). Cette croissance se poursuit les années suivantes (2000-2007) où la majorité des opérations réalisées concerne les secteurs de l'informatique. En moyenne, 21% des entreprises financées par des CI entre 2005 et 2007 évoluent dans les secteurs de l'informatique ; suivis des 17 % d'entreprises du secteur de la chimie. Notons cependant, un intérêt croissant des CI pour les entreprises des secteurs des services et transport. Plus d'un tiers des montants investis en capital-investissement est réservé à ces secteurs d'activité en 2006.

Figure I.2 : le comportement actif des CI dans les différentes phases du contrat de financement par capital-investissement



2.2.3.1. La phase précontractuelle

La phase précontractuelle permet d'identifier les entreprises présentant les meilleurs potentiels de réussite (évalués par le niveau du TRI). Elle concerne les activités d'identification et de filtrage initial, de sélection des opportunités d'investissement, d'évaluation des projets et de due diligence³⁵.

La première étape, celle de l'identification ou « Deal origination » dépend essentiellement de la capacité des CI à mobiliser des réseaux permettant d'accéder aux grandes opportunités d'investissement. Une fois ces opportunités identifiées, il leur incombe de rassembler un volume important d'informations pertinentes sur les entreprises en vue de sélectionner les projets les plus intéressants.

Au stade de la sélection de projets ou « screening », les CI sont soumis au risque de sélection contraire ou « adverse selection » en raison de l'incomplétude des informations dont ils disposent sur les entreprises et leurs dirigeants. Pouget et Stephany (2002)

³⁵ La due diligence consiste à faire des audits permettant à un investisseur de vérifier les assertions d'un business plan et de déterminer les forces et faiblesses, les risques et les opportunités d'un dossier d'investissement. Il est mené par l'équipe de la société de capital-investissement, généralement conseillée par des experts extérieurs.

précisent que ces problèmes de sélection contraire sont davantage accentués selon le stade de l'investissement ou selon le secteur d'activité de la firme financée. Dans le but de réduire ces problèmes, les CI étudient minutieusement le « business plan ». Ils parviennent ainsi à produire une information « d'expertise »³⁶ leur permettant d'éliminer les projets les moins attractifs et de sélectionner ceux dont les niveaux de rentabilité sont a priori satisfaisants. Les critères de sélection sont essentiellement liés aux niveaux de compétences managériales des dirigeants, au type de marché, au degré d'innovation des secteurs d'activité des entreprises cibles et enfin aux taux de participation du dirigeant qui constitue à la fois un signal de la qualité des projets et un moyen susceptible de limiter les coûts d'agence une fois le contrat signé (Barney et al. 1994 ; Manigart et al. 1997).

La syndication est également un mécanisme qui peut réduire le risque de sélection contraire supporté par les CI. En effet, selon le niveau de risque évalué, les CI participent à plusieurs dans les projets afin de confronter leurs analyses, de combiner leur expertise et d'aboutir à une meilleure sélection de projets et d'entreprises (Lerner, 1994). Le processus de sélection s'achève par un rapport de « due diligence » détaillé. Celui-ci résume les informations obtenues sur l'ensemble des aspects du projet grâce à leurs échanges avec les dirigeants.

L'évaluation des projets ou « assessment » intervient à l'issue de la sélection des projets d'investissement, une fois que leur viabilité a priori est prononcée. Une évaluation formelle de la cible est effectuée par les CI en vue d'estimer le taux de rentabilité effectif du projet. Cette phase est d'autant plus importante qu'elle conditionne largement le retour sur investissement espéré des investisseurs. Soulignons qu'elle est aussi importante pour les dirigeants car une évaluation trop basse peut diluer leur participation financière et ainsi leur pouvoir dans la firme.

Desbrières et Broye (2000) distinguent trois catégories différentes de techniques d'évaluation malgré la difficulté d'une classification incontestable : les méthodes fondées sur l'actualisation des flux futurs (cash-flows, dividendes) ; les méthodes comptables basées

³⁶ Cf Lantz (1999), page 40.

sur l'actif net historique, la valeur de remplacement ou de liquidation des actifs et les méthodes fondées sur des usages sectoriels (multiples de chiffre d'affaires, de résultat d'exploitation ou de profit après impôt,...). Toutes ces méthodes se rapprochent de celles utilisées par les banques pour l'évaluation des entreprises cotées. A l'issue de cette étape, un pacte d'actionnaires est signé entre les parties : CI, dirigeants et créanciers financiers.

2.2.3.2. La phase contractuelle

La phase contractuelle suppose la signature du contrat d'investissement. Elle débute par la structuration financière du contrat et consiste à établir les obligations, les restrictions des parties et les termes du contrat dont les éléments les plus importants sont selon Gompers (1994) : la durée de l'investissement, les montages financiers, les pactes d'actionnaires dont les droits de préemption, les droits à l'information. Cette phase est aussi importante que la précédente dans la mesure où elle traite de la répartition des bénéfices dégagés entre les différentes parties prenantes à l'issue du financement de l'opération.

Lors de l'investissement, les CI, actionnaires actifs, prennent des sièges au conseil d'administration pour contrôler les décisions prises par les dirigeants. Par ailleurs, ils y apportent des conseils, de l'expertise, de l'expérience et des informations de qualité (Barry, 1994). MacMillan et al. (1988) identifient plusieurs vecteurs d'implication des CI. Ceux-ci, en tant que membres du conseil d'administration, ont le pouvoir de révoquer les dirigeants et de contrôler la performance financière des entreprises financées.

Ils sont d'autant plus impliqués que leurs investissements sont faiblement diversifiés, que l'actionnariat est fortement concentré, que le niveau d'asymétrie informationnelle est élevé et que la fréquence d'interaction avec les dirigeants est élevée.

Au terme du financement, les CI escomptent réaliser des plus-values importantes afin de pouvoir renouveler leur portefeuille de participations. L'importance de ces plus-values varie selon le mode de sortie. La sortie du capital présente donc de nombreux avantages pour ces investisseurs. Aussi organisent-ils leur sortie dès les premières

négociations, par la signature de clauses contractuelles. Ces dernières sont souvent nécessaires. Cependant, elles constituent autant de contraintes lors de la cession des titres en raison des coûts de recherche d'information ou de négociation engendrés, et qui sont parfois considérables. Les clauses les plus fréquemment adoptées sont présentées dans l'annexe2.

Section 3 : La sortie des CI et l'importance du marché des introductions en bourse

En France, la durée moyenne effective d'un investissement est de 4,5 ans et varie selon le stade d'investissement considéré (Desbrières et Broye, 2000). Plus précisément, les investissements de démarrage nécessitent en moyenne une période de détention de 4,8 ans alors que les investissements d'expansion durent en moyenne 5,2 ans. Wright et al. (1994) montrent que la période de sortie dépend de plusieurs facteurs, dont notamment le niveau de participation en capital des dirigeants, les sources de financement de la croissance (trésorerie, cession d'actifs...), le niveau de concentration des entreprises dans le secteur d'activité et la stratégie de carrière personnelle des dirigeants. Indépendamment de tous ces critères, la sortie des CI peut être contrainte lorsque le CI est financé partiellement ou entièrement à l'aide de fonds d'investissement à durée de vie limitée.

Une série de travaux portant sur l'analyse des stratégies³⁷ de sortie des investisseurs en capital ont notamment cherché à identifier les déterminants du choix de sortie des CI. Macintosh (1997) montre que la compétence des CI, la liquidité du marché, les types et la taille des investissements sont autant de facteurs qui influencent la stratégie des CI. Wang et Sim (2001) précisent que le choix des CI dépend du type d'entreprises financées et du secteur d'activité dans lequel celles-ci évoluent. En particulier, les entreprises familiales et les firmes de haute technologie ont tendance à préférer la sortie par une introduction en bourse. Cumming (2008) et Cumming et Flemming (2002) trouvent que la stratégie de sortie des CI est également influencée par les droits de contrôle induits par le contrat de

³⁷ Pour une étude plus approfondie, voir Bleackley et al. (1996), Scwhienbacher (2002) et Cumming et Macintosh (2002)...

financement ou le nombre de CI présents dans le financement. Ils constatent que les sorties boursières sont plus probables dans le cas d'opérations syndiquées.

Notons cependant, les choix de sortie diffèrent en fonction des pays étudiés. Ainsi, Schwienbacher (2002) trouve que la cession à un groupe industriel est plus fréquente que l'introduction en bourse en Europe, qu'aux Etats-Unis, en raison notamment de la plus faible liquidité des marchés européens.

Dans le paragraphe suivant, nous présentons les différentes pratiques de sortie des CI en France, en insistant sur les sorties boursières.

3.1. Les voies de désengagement des CI

A l'issue du contrat de financement, la sortie des CI peut s'effectuer de plusieurs manières :

- 1) par la cession partielle ou totale des titres détenus par les CI à des tiers
- 2) par la reprise de leur participation dans le cadre d'une opération à effet de levier organisée par le management en place (LMBO), par des managers (LMBI) ou par d'autres investisseurs (LBO),
- 3) par le moyen d'une introduction en bourse.

3.1.1. Les cessions industrielles et financières

Dans la première catégorie de cessions effectuées à des tiers, il s'agit de cessions industrielles ou des cessions à des établissements bancaires. En France, les cessions représentent la voie de désinvestissement la plus prisée des CI par rapport aux introductions en bourse (cf. [tableau I.13](#)) aussi bien en termes de montants désinvestis, qu'en nombre d'opérations. En 2007, plus de 46 % des opérations de sortie ont été réalisées par des cessions industrielles, des cessions au management ou à des institutions financières (cf. [tableau I.14](#)).

La cession industrielle demeure la principale voie de cessions de 1997 à 2002 (cf. [tableau I.13](#)). Elle se définit comme l'acquisition totale ou partielle par un industriel des titres de l'entreprise cible. Lantz (1999) explique que la participation à une cession majoritaire du capital est l'un des cas idéaux pour les CI puisqu'elle leur permet d'obtenir une prime de contrôle valorisée par l'acquéreur. A partir de 2003, ce type de sortie est en baisse en faveur des cessions à des institutions financières ou à des cadres-dirigeants.

La cession à un établissement financier ou à une institution financière est moins répandue que les autres sorties. Selon le rapport de l'AFIC (2008), seulement 3 % des opérations de sortie correspondent à une cession à des institutions financières. Elle est moins répandue que les autres.

3.1.2. Le rachat des actions par le management

La deuxième catégorie de cessions est réalisée auprès de cadres ou dirigeants en place. Il s'agit du rachat des participations de l'entreprise par les dirigeants ou le management de l'entreprise cible en place. Ce type d'opération est également connu sous le terme de « Management Buy-Back »³⁸. A partir de l'année 2002, plus d'un tiers des sorties est effectué par une cession au management...(en valeur). Notons qu'au cours des deux dernières années, ce type de sortie enregistre une forte baisse. En 2007, elle ne représente que 10 % des désinvestissements réalisés (en M€) (management et institutions financières).

Le dernier type de sortie utilisé en France par les CI est la cession sur le marché financier. Elle regroupe les premières cotations d'entreprises ainsi que les cessions d'actions déjà cotées.

³⁸ Dans ce type de cessions se situent les plans d'option comme les ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) qui élargissent les capacités financières des entrepreneurs.

3.1.3. L'introduction en bourse ou « Initial Public Offerings »

L'année 2000 affiche une moyenne de 24% pour les désinvestissements réalisés par introduction en bourse (en M€) sur le marché français (cf. [tableau I.13](#)). Malgré la baisse considérable du recours au marché des introductions en bourse³⁹ (2001-2003), le nombre de cessions sur le marché financier enregistre une croissance progressive à partir de 2004 et se stabilisent au cours des années 2006-2007. En 2007, 21 % des opérations de sortie sont effectuées sur le marché des introductions en bourse (cf. [tableau I.14](#)). Remarquons une baisse du nombre de sorties en 2008 par le marché boursier (17 % d'opérations de sortie), en raison de la fermeture des marchés financiers suite à la crise financière.

En dépit de ces différentes phases d'évolution, la sortie par introduction en bourse tient une place privilégiée dans les pratiques de sortie.

Un nombre important de travaux se sont intéressés aux sorties d'investisseurs dans le cadre d'introductions en bourse. Notamment, Gompers (1995) montre que les firmes qui s'introduisent en bourse sont celles qui offrent la plus grande rentabilité aux CI et qui font l'objet des plus gros volumes d'investissements de la part de ces derniers, sur un plus grand nombre de séquences de financement. Pour Black et Gilson (1998), le marché des introductions en bourse constitue l'un des moteurs de développement du capital-investissement. Ils expliquent que les offres publiques servent non seulement de mode de sortie, mais également de référence lors de la valorisation du prix de sortie des sociétés. Elles permettent également de rendre liquides la participation des investisseurs ainsi que celle des fondateurs. En outre, elles donnent la possibilité à la firme soutenue de lever des fonds supplémentaires nécessaires à son développement. Les auteurs précisent néanmoins qu'un recours plus fréquent au marché financier après un financement par capital-investissement nécessite une activité dense sur ce marché. Jeng et Wells (2000) et

³⁹ Cette tendance concerne aussi bien le montant des désinvestissements que le nombre d'opérations entre 2001 et 2003.

Schertler (2003) confirment également l'impact du niveau d'activité des marchés financiers sur le développement et la performance de l'industrie du capital-investissement.

Nous proposons une analyse conjointe de l'évolution des activités du capital-investissement et des introductions en bourse afin de montrer concrètement le lien entre ces deux marchés en France.

3.2. La densité des activités d'introductions en bourse : un intérêt pour le capital-investissement

La lecture des montants levés sur le marché des introductions en bourse réalisées en France dans la période 1997-2006, permet d'identifier trois phases d'évolution qui correspondent parallèlement aux cycles de l'activité de capital-investissement en France.

La première phase peut être définie comme une phase de forte croissance régulière qui correspond à l'ère de la nouvelle économie. De 1997 à 2000, les montants levés sur le marché des introductions en bourse publiés dans le rapport d'Euronext-Paris (2007) atteignent un niveau record. Avec la création du Nouveau Marché (NM) sur la place boursière de Paris en 1996, le marché des introductions en bourse connaît une forte croissance pour atteindre un niveau record d'activité ; plus de 12 millions € ont été levés en 2000. Le nombre d'opérations d'introductions en bourse est également en très nette progression ; soit un taux de croissance d'opérations de 137,3 % entre 1996 et 2000. Cette croissance régulière et continue sur cette période s'explique d'une part, par la création du Marché Libre (ML) en 1999 : sur les 114 nouvelles cotations en 1999 sur la place boursière française, 37 % sont réalisées sur le seul Marché Libre. D'autre part, elle s'explique par le développement de la nouvelle économie liée à la création des « start-ups » dans les NTIC (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication).

Les importantes vagues d'introductions en bourse ainsi que la forte hausse des indices du marché font de cette période 1996-2000, une période dite « hot market ».

Parallèlement à cette forte croissance des opérations d'introduction en bourse, notons que l'activité de capital-investissement est également en plein essor. Le niveau des investissements réalisés en capital-investissement ne cesse de croître de 1997 à 2000. Particulièrement l'activité de capital-risque orientée vers les plus jeunes entreprises a doublé entre 1999 et 2000 (en valeur).

Le niveau soutenu d'activité du capital-investissement est liée au marché des introductions en bourse. Le nombre de désinvestissements réalisés par introduction en bourse est d'ailleurs en progression. Uniquement dans la période 1997-1999, le montant des désinvestissements par introduction en bourse a augmenté de 77 % et le nombre d'opérations a triplé. Cette période de forte croissance (1997-2000) s'achève au début de l'année 2001 avec l'éclatement de la bulle internet.

La deuxième phase qui débute en 2001 est marquée par la chute brutale des activités d'introduction en bourse. Cette baisse des activités se poursuit progressivement jusqu'en 2003. Conjointement, l'activité du capital-investissement connaît un ralentissement considérable. L'éclatement de la bulle internet, qui conduit à la chute des valeurs technologiques (une baisse de 56 % en moyenne) entre 2000 et 2001, affecte le niveau d'activité sur le marché des introductions en bourse. Selon le rapport annuel de l'A.M.F. (Autorité des Marchés Financiers) en 2001, le poids du Nouveau Marché parmi les nouvelles sociétés introduites s'est infléchi passant d'environ 40 % en 2000 à 10 % en 2001. Les performances boursières des entreprises sont en forte baisse et les opportunités réelles à l'introduction sont réduites. Le niveau moyen de sous-évaluation passe respectivement de 10 % à 3 % pour le Premier Marché, de 11 % à 7 % pour le Second Marché, et de 27 % à 17 % pour le Nouveau marché entre 2000 et 2001 (AMF, 2001).

Tableau I.13 : la répartition des désinvestissements par type de sortie en France (en millions d'Euros)

Type de sortie	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Introduction en bourse	221	19	328	17	391	16	259	24	290	17	245	11	97	4	548	17	419	10	476	13	51	9
Cessions industrielles	666	56	1408	72	1390	58	411	39	932	54	933	42	206	10	846	27	859	20	830	22	124	22
Cession à un autre fonds	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	104	10	80	5	205	9	831	39	402	13	1276	30	1363	36	2233	39
Autres (remboursement de prêt, cession au management, réduction de capital...)	154	13	180	9	538	23	216	20	250	15	692	31	954	44	1289	41	1702	40	1046	28	54	10
Sous-Total	1041	88	1916	98	2319	97	990	93	1552	91	1875	84	2088	97	3085	98	4206	99	3715	98	4536	80
Perte	140	12	39	2	64	3	63	6	162	9	357	16	53	2	554	18	47	1	82	2	1124	20
Total	1181	100	1956	100	2383	100	1059	100	1714	100	2232	100	2158	100	3139	100	4253	100	3796	100	5660	100

Source : Association Française d'Investisseurs en Capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2007 et 2008

Tableau I.14 : l'historique des désinvestissements en nombre d'opérations en France

Type de sortie	1997	%	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Introduction en bourse	101	10	347	25	361	23	291	21	201	15	114	12	90	10	118	11	159	12	288	20	342	21
Cessions industrielles	414	40	259	19	448	29	456	33	547	42	240	26	129	14	227	21	274	20	274	19	335	20
Cession à un autre fonds	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	76	5	55	4	48	5	58	6	93	9	153	11	195	13	163	10
Autres (remboursement de prêt, cession au management, réduction de capital...)	292	28	630	46	593	38	411	29	373	28	369	40	567	63	566	53	692	51	623	43	277	17
Sous-Total	807	78	1236	90	1402	89	1234	88	1176	90	771	83	844	94	1004	94	1278	95	1380	95	1117	68
Perte	227	22	138	10	167	11	164	12	136	10	155	17	53	6	67	6	68	5	78	5	536	32
Total	1034	100	1374	100	1569	100	1398	100	1312	100	926	100	897	100	1071	100	1346	100	1458	100	1653	100

Source : Association Française d'Investisseurs en Capital (AFIC), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement en France 2007 et 2008

En outre, le nombre d'introductions en bourse baisse de 40 % entre 2000 et 2001. Cette baisse se poursuit fortement jusqu'en 2003 où il y a à peine une vingtaine de nouvelles cotations. Parallèlement, l'activité de capital-investissement est en baisse. Plus précisément, les fonds levés en capital-investissement enregistrent une baisse de plus de 52 % entre 2001 et 2003 ; l'activité du capital-risque est également en régression en termes de montants investis (de 561 à 332 millions d'euros). Toutefois en 2002, notons que la hausse des montants investis dans le capital-transmission permet de relever légèrement le niveau d'activité des investissements en capital (soit un montant de 4,49 milliards d'euros).

Le recours à l'introduction en bourse est moins fréquent pour les investisseurs en capital. Le nombre d'opérations ainsi que le montant des désinvestissements par introduction en bourse est en baisse.

Cette période qui se termine à la fin de l'année 2003 est dite « cold market ».

La dernière phase de la période d'analyse retenue s'étend de 2004 à 2006. Elle marque la reprise de l'activité sur le marché des introductions en bourse et celui du capital-investissement. La création d'Alternext en 2005 donne un nouvel élan à l'activité boursière. Les montants levés sur Euronext-Paris avoisinent les 14 millions d'euros en 2005. Le nombre d'introductions en bourse a plus que doublé dans la période 2004 à 2006. La reprise de l'activité boursière favorise à nouveau le développement du capital-investissement. Les investissements réalisés dans le cadre du capital-investissement augmentent de plus de 97 % dans cette période. Les désinvestissements réalisés par le moyen d'une introduction en bourse sont plus fréquents. A titre illustratif, le nombre d'opérations de sortie réalisées sur le marché financier augmente de 144 % entre 2004 et 2006.

En définitive, l'introduction en bourse constitue l'une des pratiques de sortie les plus fréquentes des CI. Elle est d'autant plus importante qu'elle peut conditionner le niveau d'investissements réalisés par capital-investissement.

Conclusion du Chapitre 1

Malgré son démarrage plus tardif et lent, le capital-investissement français parvient à connaître un développement remarquable dès la fin des années 1990. Sa mise en place n'est qu'une résultante de la volonté de l'Etat français qui réussit à en faire l'un des piliers de la politique de financement de l'innovation et un cas particulier et pertinent dans l'histoire mondiale de l'industrie du capital-investissement. Par ailleurs, le développement des marchés financiers, les nouvelles orientations fiscales, la création de véhicules d'investissement sont autant de facteurs qui ont continué à favoriser la croissance de l'activité en France. Ainsi, cette activité orientée a priori vers les jeunes pousses répond progressivement aux besoins des entreprises à un stade de développement plus avancé. En dépit de la phase de récession qui débute dès les années 2001, les activités de capital-transmission demeurent les plus prisées, suivies des activités de capital-développement. Cependant, les activités de LBO ont été fortement affectées suite à la crise financière en 2008 et les investissements en capital risque et en capital développement ont soutenu le marché du capital-investissement français.

Avec une telle évolution, la taille du marché du capital-investissement français reste toujours modeste comparée à celle de son homologue américain. Ce dernier, contrairement à la France, est essentiellement concentré dans le financement des entreprises en phase de démarrage et amorçage.

La description du fonctionnement de l'investissement en capital laisse paraître une activité forte de spécificités tant par la diversité des acteurs que par le processus d'investissement. La phase précontractuelle dans ce type de financement se compose de méthodes de sélection et d'évaluation nécessaires à l'identification des meilleurs projets d'investissement. La phase contractuelle est essentiellement marquée par la structuration des contrats du fait des risques inhérents au projet. En effet, l'une des principales

caractéristiques des entreprises financées est le risque qui découle de l'asymétrie informationnelle dans la relation CI-dirigeant (risque de sélection contraire et risque moral). Ainsi, la participation active des CI a pour objectif de minimiser le comportement opportuniste du dirigeant avant et après la signature du contrat.

Au terme du contrat de financement, les CI ont la possibilité de se désengager par le moyen de cessions industrielles, financières... Parmi ces modes de désengagement, l'introduction en bourse constitue l'une des voies de sortie les plus privilégiées des CI et conditionne également le développement de l'activité de capital-investissement (Black et Gilson, 1998).

La littérature financière établit un lien entre la présence des CI et la performance de l'introduction en bourse des firmes financées. Elle montre que les CI ont tendance à s'impliquer davantage dans la firme, au moment de l'introduction en bourse et peuvent ainsi influencer le niveau de performance de l'opération. Dans le chapitre suivant, nous envisageons d'apporter un éclairage sur cette littérature qui traite de l'impact de la présence des CI sur la performance de l'entreprise introduite en bourse.

CHAPITRE 2 : LE ROLE DES CAPITAL-INVESTISSEURS DANS UN CONTEXTE D'INTRODUCTION EN BOURSE

Le contexte de l'introduction en bourse est marqué par une forte asymétrie informationnelle entre les investisseurs informés (actionnaires d'origine) et les investisseurs les moins informés. Cette répartition dissymétrique de l'information est d'autant plus problématique qu'elle rend difficile l'évaluation de l'entreprise sur le marché ; ce qui peut ainsi avoir une incidence sur la performance de la firme lors de l'introduction en bourse. La littérature financière explique alors que la présence d'intermédiaires financiers peut être perçue comme un signal positif par le marché et conduire à la réduction du niveau d'asymétrie informationnelle sur le marché.

L'objectif de ce chapitre est de présenter le rôle que jouent les CI dans la réduction de l'asymétrie informationnelle selon le référentiel de la théorie du signal mobilisé dans la littérature. Avant de présenter les principaux travaux empiriques qui s'inscrivent dans ce champ théorique, il convient de présenter le marché français des introductions en bourse.

Dans une première étape, nous décrivons brièvement le processus d'une introduction en bourse afin de présenter les principaux intervenants dans l'opération, soumis aux problèmes d'asymétrie d'information (section 1).

Dans une deuxième étape, nous étudions les problématiques d'asymétrie informationnelle, leurs effets sur la performance de l'introduction en bourse ainsi que le rôle des CI dans la réduction de l'asymétrie informationnelle et dans l'évaluation des titres des firmes financées (section 2).

Section 1 : Le processus d'introduction en bourse en France

Le processus d'admission d'une entreprise diffère selon le marché de cotation ou encore des méthodes d'introduction. Sur les marchés réglementés, les critères d'admission (minimum de flottant, capitalisation boursière minimale...) et les obligations en matière de publication, de transparence et de fiabilité sont plus contraignantes que les autres marchés. De même, les méthodes d'introduction conditionnent les négociations des prix sur le marché. Par conséquent, dans cette section, nous nous attelons à décrire les différents marchés de cotation en France s'avère en vue d'en préciser les conditions d'admission et de définir les méthodes d'introduction utilisés ainsi que les principaux acteurs.

1.1. Les différents marchés

Le marché boursier français a subi d'importantes réformes au cours des cinq dernières années. Depuis 2005, Euronext-Paris regroupe toutes les entreprises des Premier, Second et Nouveau Marchés à Paris, inscrites sur une liste unique appelée Eurolist. Parallèlement, il existe deux autres marchés : Alternext et le Marché Libre.

1.1.1. Eurolist : le marché réglementé d'Euronext-Paris

Eurolist-Paris représente désormais le marché réglementé d'entreprises cotées en France, classées par ordre alphabétique et qui sont identifiables grâce à un critère de capitalisation, permettant de distinguer facilement les petites et moyennes valeurs des plus grandes. Sur la base de ce critère, ce marché compte 3 principaux compartiments A, B et C qui correspondent respectivement au Premier Marché, au Second Marché et au Nouveau Marché.

Le Compartiment Ad'Eurolist est constitué d'entreprises de taille très importante dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros. Ces dernières s'apparentent dans la classification avant la réforme, aux entreprises du premier marché, fortes d'une

capitalisation boursière d'au moins 750 millions d'euros. Les obligations à remplir par les entreprises cotées du Compartiment A sont désormais les mêmes pour l'ensemble des sociétés cotées sur les autres compartiments.

Le Compartiment B d'Eurolist concerne les entreprises de taille plus modeste voulant faire un appel public à l'épargne ayant une capitalisation boursière comprise entre 150 millions et 1 milliard d'euros.

Le Compartiment C d'Eurolist comprend les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros. Il s'apparente au nouveau marché, créé en 1996 dont l'objectif était de financer les entreprises innovantes et à forte croissance.

L'annexe 3 compare la présentation actuelle du marché français à celle, avant la réforme de 2005. Si l'on se réfère à notre échantillon de travail⁴⁰ (cf. partie 3), environ 61 % des entreprises introduites en bourse entre 1997 et 2005 ont été admises sur Eurolist-Paris.

Remarquons que la crise financière a eu d'importantes répercussions sur l'activité des introductions en bourse sur Eurolist-Paris, qui s'est inscrite en très fort recul en 2008. Entre 2007 et 2008, le nombre d'introductions sur Eurolist-Paris est passé de 21 à 10. Les conséquences de cette crise financière sont davantage marquées sur Alternext où le nombre d'introductions est passé de 44 à 10.

1.1.2. Les marchés organisés

1.1.2.1. Alternext : Un marché régulé

Alternext est défini comme un marché régulé par un corps de règles applicables à l'ensemble des participants, mais non réglementé⁴¹ au sens de la Directive Européenne sur

⁴⁰ Nous avons regroupé dans notre échantillon les entreprises introduites sur les Second et Nouveau marchés sur Eurolist-Paris.

⁴¹ Les marchés réglementés, au sens de la directive, doivent ainsi satisfaire les conditions suivantes : 1) être inscrits sur la liste des marchés réglementés établie par l'Etat membre du lieu de marché et transmise à la Commission Européenne ; 2) porter sur les instruments financiers définis dans le même article premier ; disposer

les marchés financiers du 21 avril 2004. Il a été conçu en juin 2005 pour répondre aux besoins des petites et moyennes entreprises en France. Il permet un accès plus simplifié à un marché financier pour ces sociétés, à moindre coût. En effet, les dispositions européennes ont renforcé en 2005 les conditions de cotation des sociétés sur un marché réglementé. Par conséquent, les obligations d'information sont devenues plus contraignantes pour les plus jeunes sociétés cotées. Aussi, Alternext va offrir aux PME une alternative de cotation dans des conditions plus allégées, plus adaptées à leurs besoins et enjeux, tout en garantissant la protection des investisseurs et la transparence.

Contrairement au marché réglementé, ce marché n'exige aucune condition portant sur la capitalisation boursière des entreprises ou encore sur le nombre d'actions à diffuser dans le public. Les différences en termes de conditions d'admission entre Eurolist et Alternext sont mises en évidence dans le tableau I.15.

Tableau I.15 : les conditions d'admission d'Alternext vs Eurolist

	Aternext	Eurolist
Capitalisation minimale	Pas de minimum requis	Pas de minimum requis (50 M€recommandé)
Flottant minimal	2,5 M€	5 M€
Origine des titres	Cession ou émission	Cession ou émission
Capital mis à la disposition du public	Pas de minimum requis	25 % du capital
Nombres de titres	Pas de minimum requis	100 000
Nombre d'années de comptes	2 ans	3 ans

Source : A.M.F. (2006)

En 2007, Alternext comptait plus d'une centaine de sociétés (AMF, 2008). En raison de la crise, le nombre d'entreprises cotées sur ce marché n'a augmenté que de 7,2 % l'année suivante.

d'un fonctionnement régulier. Leurs conditions de fonctionnement, d'accès et d'admission à la cotation doivent être établies ou approuvées par les autorités compétentes de l'Etat de leur ressort (en France, l'Autorité des Marchés Financiers - AMF) ; 3) imposer le respect des obligations de déclaration et de transparence.

Dans notre échantillon de travail⁴², des 37 entreprises introduites en bourse sur le marché boursier français en 2005, 14 (soit environ 38 %) ont eu recours à Alternext (cf. tableau I.16). Dans la période 1997-2005, le taux de représentativité des entreprises introduites en bourse sur ce marché reste faible (3 % de l'échantillon de travail) en raison du choix de la fenêtre d'observation qui s'achève en 2005, l'année de la création d'Alternext.

Tableau I.16 : l'évolution des introductions en bourse sur notre échantillon de travail (1997-2005) par type de marché

	Second Marché	%	Nouveau Marché	%	Eurolist Euronext⁴³	%	Marché Libre	%	Alternext	%	Total	Par année (%)
1997	37	60,7	17	27,9	54	88,5	7				61	11,7
1998	68	55,7	41	33,6	109	89,3	13				122	23,3
1999	25	28,4	31	35,2	56	63,6	32				88	16,8
2000	14	12,3	47	41,2	61	53,5	53				114	21,8
2001	7	14,9	6	12,8	13	27,7	34				47	9,0
2002	4	16,7	2	8,3	6	25,0	18				24	4,6
2003							12	100,0			12	2,3
2004	4	22,2	0		4	22,2	14	77,8			18	3,4
2005					17	45,9	6	16,2	14	37,8	37	7,1
Total	159		144		320	61,2	189	36,1	14	2,7	523	100

Source : Euronext-Paris, Statistiques 1997-2007

A l'instar d'Eurolist, l'accès à Alternext pour les jeunes entreprises est conditionné par plusieurs critères.

⁴² La description de notre échantillon de travail est détaillée dans la partie 3 de la thèse. Notre échantillon de travail, composé de 523 introductions en bourse est extrait de la population mère regroupant toutes les introductions en bourse réalisées entre 1997 et 2005 sur le marché français. Notre échantillon exclut par la suite, les transferts, les sociétés étrangères admises, les institutions financières ainsi que les sociétés d'assurance et enfin les introductions sur le Premier Marché. Ce retraitement réduit l'échantillon initial qui regroupait plus de 600 introductions dans la période 1997-2005 à une taille finale de 523 introductions en bourse.

⁴³ Eurolist-Paris (une composante d'Euronext) n'existe que depuis 2005. Nous avons cependant regroupé les Second et Nouveau Marchés (avant la réforme) sous le vocable Eurolist-Euronext par souci d'homogénéité dans l'échantillon de travail.

1.1.2.2. Les conditions d'admission

Les sociétés candidates doivent répondre à certaines conditions (cf. [tableau I.17](#)) :

- elles doivent disposer d'un historique de compte de deux ans.
- elles doivent également proposer des titres librement négociables et transférables.

Deux procédures d'admission peuvent être alors envisagées :

- la mise à disposition du public un flottant d'au moins 2,5 millions d'euros par appel public à l'épargne.
- la réalisation d'une admission directe après avoir réalisé dans les 24 mois précédant l'introduction un placement privé d'au moins 5 millions d'euros auprès d'investisseurs « qualifiés » ou professionnels tels que les investisseurs institutionnels.

Tableau I.17 : les conditions d'admission sur Alternext

	Avec offre au public	Sans offre au public
Historique de comptes	2 ans	2 ans
Intermédiaires financiers	« Listing sponsor » et le cas échéant partenaire de services d'investissement, chargé du placement auprès du public	« Listing sponsor »
Flottant minimum	2,5 millions d'euros	Pas de flottant minimum
Information	Prospectus visé par le régulateur compétent	«Offering circular» (document d'information non soumis au visa du régulateur)

Source : Euronext-Paris, 2005

1.1.2.3. Les obligations des sociétés cotées sur Alternext

Les sociétés cotées s'engagent à respecter les règles suivantes visant à informer les investisseurs :

- être accompagnées d'un « listing sponsor » tout au long de leur vie boursière. Le « listing sponsor » est le coordinateur des opérations de la société cotée sur le marché Alternext. Il gère la dynamique de l'introduction en conseillant les dirigeants tout au long du processus dans la sélection des partenaires, en veillant

régulièrement au respect des engagements de l'entreprise et en pilotant l'ensemble du processus d'introduction en bourse.

- publier dans un délai de 4 mois les comptes annuels audités et les rapports semestriels non audités.
- diffuser obligatoirement et immédiatement toute information susceptible d'avoir un impact sur leur cours de bourse.
- publier les franchissements de seuil de 50 % et 95 % et les transactions des dirigeants.

Elles s'engagent à également respecter les règles de protection des investisseurs :

- En cas de radiation de la cote envisagée par un actionnaire majoritaire détenant plus de 95 % du capital ou des droits de vote, ce dernier doit proposer un prix de sortie qui devra avoir été validé par un expert indépendant (attestation d'équité).
- En cas de changement de contrôle par acquisition d'un bloc conférant le contrôle, l'acquéreur s'engage à offrir une porte de sortie aux minoritaires au prix du bloc.

Parallèlement à Alternext, le Marché Libre permet aux jeunes entreprises de s'inscrire sur le marché financier.

1.1.3. Le marché libre : un marché organisé

Créé le 23 septembre 1996, le Marché Libre accueille les entreprises encore trop jeunes ou trop petites (avec des capitalisations très hétérogènes variant de 60 000 euros à 680 millions euros) pour accéder à l'un des compartiments du marché réglementé. Il s'agit d'un marché non réglementé qui n'est pas soumis au même niveau de contrôle qu'Alternext, mais qui est néanmoins organisé par Euronext.

Les conditions d'admission y sont beaucoup moins contraignantes en matière de publication. Les niveaux de liquidité, de sécurité et d'information offerts aux investisseurs sont moins élevés que les deux marchés précédents.

Par ailleurs, les sociétés qui y sont inscrites n'ont fait l'objet d'aucune procédure formelle d'admission. Toutefois, un prospectus simplifié d'introduction, soumis à l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) est exigé. Dans notre échantillon constitué des introductions en bourse de 1997 à 2005, 36 % des sociétés ont été inscrites sur le Marché Libre.

Selon le rapport annuel de l'A.M.F publié en 2000, le nombre d'inscriptions sur ce marché n'a cessé de croître de 1996 jusqu'à 1998 où il dépasse le record des 100 (119 inscriptions). Au début de l'année 1999, ce marché concentre plus de 40 % des sociétés nouvellement inscrites sur la place boursière de Paris. Ces dernières évoluent dans les secteurs cycliques de services tels que les secteurs de technologie de l'information (AMF, 2002).

En définitive, la place boursière de Paris se distingue par l'existence d'un marché réglementé Eurolist-Paris, qui compte trois compartiments aux côtés de deux autres marchés non réglementés à savoir Alternext-Euronext et le Marché Libre. Dans le tableau I.18, sont présentés de manière synthétique les différents marchés ainsi que leurs caractéristiques

Dans notre échantillon de travail sont majoritairement représentés les admissions sur Eurolist, (61 % des introductions en bourse), suivis des inscriptions sur le Marché Libre (36 %) et enfin les introductions sur Alternext (3 % environ) (cf. tableau I.16).

Sur Euronext-Paris sont autorisées plusieurs procédures d'introduction.

Tableau I.18 : la présentation du marché Euronext-Paris

	Les différents marchés Euronext-Paris		
	Eurolist (Compartiment A, B et C)	Alternext	Marché libre
Nature du marché	Réglementé	Non réglementé-Régulé	Non réglementé-Régulé
Entreprises	« <i>Blue Chips</i> » ⁴⁴ et Valeurs moyennes	PME et PMI tous secteurs activité	Petites entreprises
Nature de l'opération d'introduction	Appel public à l'épargne (APE) par cession ou augmentation de capital	APE ou Placement Privé au préalable de 5 M€ auprès d'au moins 5 actionnaires	APE ou non
Diffusion minimum de titres au public	25 % de titres dans le public ou 5 % au minimum du capital représentant au moins 5 millions d'euros	Pas de diffusion minimale quand placement privé au préalable. Si APE, diffusion minimale d'au moins 2,5 millions d'euros	Pas de minimum diffusé
Document à rédiger	Prospectus d'introduction visé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers)	Prospectus d'introduction si APE « <i>Offering Circular</i> » ⁴⁵ si placement privé	Si APE : Prospectus d'introduction simplifié soumis à l'AMF. Si pas APE : Néant
Visa AMF	Obligatoire	Obligatoire ou Non	Oui si APE
Listing sponsor	Non	Oui	Non
Historique des comptes	3 années de comptes certifiés - Derniers comptes semestriels certifiés, si admission plus de 9 mois après clôture	2 années de comptes - Dernier exercice certifié plus comptes intermédiaires, si admission plus de 9 mois après la clôture	2 années de comptes
Normes comptables	IFRS obligatoire	Françaises (IFRS pas obligatoire)	Françaises
Franchissement de seuil à déclarer	5 %, 10 %, 20 %, 33 %, 50 %, 66 % du capital et/ou des droits de vote	50 % et 95 % du capital	Aucun

Source: Autorité des Marchés Financiers, 2005

⁴⁴ Un « *Blue chip* » est le terme qui désigne les sociétés cotées en bourse avec une grande capitalisation et une liquidité importante qui bénéficient, à chaque séance, boursière d'un volume important de transactions.

⁴⁵ Un «*Offering circular*» est un document d'information qui n'est pas soumis au visa du régulateur.

1.2. Les méthodes d'introduction

Sentis (2001) distingue trois systèmes de première cotation : le système d'enchères (1.2.1), le système à prix fixe (1.2.2.) et le système du livre d'ordres (1.2.3.).

1.2.1. Le système d'enchères

Dans ce système, l'intermédiaire met en concurrence plusieurs acquéreurs (investisseurs) de titres en vue de leur vendre les actions. Dans cette catégorie, dominent les enchères discriminatoires et les enchères concurrentielles. Les enchères discriminatoires indiquent que les investisseurs payent ce qu'ils offrent. De fait, les ordres dont les offres sont les plus élevées sont d'abord servis, puis suivent les ordres les moins élevés. Certains pays comme Taiwan, fixent un prix maximal à ne pas dépasser. Les enchères concurrentielles, qui représentent la deuxième catégorie du système d'enchères, conduisent à définir un prix d'équilibre auquel tous les titres sont vendus aux investisseurs dont les ordres sont égaux ou supérieurs à ce prix. Dans une procédure d'offre à prix minimal considérée en France comme une variante du système d'enchères non concurrentielle, les ordres perçus comme aberrants peuvent être éliminés sous l'autorisation des autorités de marché ; ce qui peut conduire à un certain rationnement des parts. En France, le système d'enchères fait référence à plusieurs procédures comme l'offre à prix ouvert (OPO), la cotation directe (CD) ou encore l'offre à prix minimal (OPM).

L'offre à prix ouvert (OPO) apparue en France en 1998, obligatoirement associée à un placement garanti (adressé aux institutionnels), consiste à ne pas fixer le prix d'introduction des titres a priori, et à simplement proposer une fourchette de prix dans laquelle les investisseurs passent les ordres ; d'où une grande flexibilité. Les investisseurs intéressés proposent alors à l'entreprise des quantités et le prix des titres dans la fourchette proposée. Le prix définitif des titres, qui au final est unique, est fixé par l'entreprise en accord avec la banque introductrice, après collecte de tous les ordres d'achat, de manière à équilibrer l'offre et la demande (dans les limites de la fourchette initialement annoncée).

La cotation directe (CD) ou procédure ordinaire, mécanisme très peu utilisé de nos jours, consiste à remettre à des intermédiaires financiers un montant déterminé de titres pour qu'ils se chargent de l'introduction en bourse. Ces titres sont offerts à un prix minimal fixé à l'avance qui peut être dépassé à la première cotation. En cas de demande très élevée, cette procédure peut être abandonnée en faveur d'une offre publique à prix ferme.

L'offre à prix minimal (OPM) anciennement appelée mise en vente consiste à proposer un prix d'offre minimal des titres déterminé par un comité chargé de l'introduction. Les ordres d'achat classés par ordre de prix décroissant sont passés avec des limites de prix. Il en résulte un premier cours coté qui constitue le prix à payer par les investisseurs. Une réduction des ordres est appliquée au cas où la demande est supérieure à l'offre. Seul un certain pourcentage des demandes est donc satisfait.

Parallèlement au système d'enchères, existe le système à prix fixe.

1.2.2. Le système à prix fixe

Le prix d'introduction en bourse et le nombre de titres à vendre sont fixés par l'entreprise et son intermédiaire quelques jours avant l'introduction en bourse. Ces informations sont mises à disposition des investisseurs potentiels. Seuls les ordres libellés à ce prix sont acceptés. En France, l'offre à prix ferme (OPF) s'inscrit dans ce système.

Dans une offre à prix ferme (OPF), le prix d'achat des titres est unilatéralement fixé à l'avance par l'entreprise. En cas d'excès de demande, la répartition des titres entre acheteurs s'effectue au prorata de leurs demandes. Cette procédure repose sur un prix qui n'est pas fixé par le marché et peut entraîner des comportements stratégiques de la part des investisseurs. Cette procédure peut parfois être combinée à d'autres méthodes telles que le placement global garanti (PGG).

1.2.3. Le système à livre d'ordres ou « Placement global garanti » (PGG)

Ce système est destiné aux investisseurs institutionnels. Par l'intermédiaire-introducteur d'un carnet d'ordres, les intentions des investisseurs en termes de prix et de volume sont recueillies. Le prix d'émission est ensuite déterminé par le marché à l'issue d'une période de sensibilisation. Il résulte de la confrontation du nombre de titres offerts et des demandes des investisseurs. Plus le prix d'offre du placement se rapproche du premier cours coté, plus l'évaluation est considérée comme précise ; ce qui devrait conduire à un faible niveau de sous-évaluation. En France, la méthode du livre d'ordres ou « placement garanti » peut être combinée à des procédures du système d'enchères ou du système fixe (Derrien et Womack, 2003).

Le choix des procédures au moment de l'introduction en bourse est d'autant plus important que ces dernières peuvent avoir une incidence sur la performance de l'introduction en bourse.

Sur un échantillon de 292 introductions en bourse suivies de 71 augmentations de capital de 1983 à 1998, Faugeron-Grouzet (2001) teste le lien existant entre le degré de sous-évaluation et la procédure d'introduction choisie. Il trouve que le degré de sous-évaluation des titres est étroitement lié à la procédure d'introduction en bourse adoptée. Notamment, le niveau de sous-évaluation des titres est plus faible pour les introductions ayant utilisé les procédures de cotation directe (CD) et de placement garanti (PG). Le niveau de sous-évaluation pour les offres réalisées à prix ferme et prix minimal s'élèvent respectivement à 21 % et 18 % contre 13 % pour la cotation directe et à 9 % pour le placement garanti. L'auteur explique que les prix d'introduction résultant des différentes procédures véhiculent de l'information aux investisseurs dans un contexte d'asymétrie d'information. Dans une offre à prix minimal, considéré comme une sorte de vente aux enchères, le prix d'introduction ne rend que partiellement compte de la demande totale des investisseurs. Aussi, le degré de sous-évaluation en est influencé. Dans une offre à prix ferme, le prix d'introduction est fixé par les actionnaires d'origine. Ce prix incorpore

l'information implicite détenue par ces actionnaires d'origine sur les projets de la firme. Il sert donc de signal aux investisseurs potentiels. En somme, la procédure à prix ferme est donc conseillée par les analystes financiers lorsque la firme est correctement évaluée. Les procédures à prix minimum ou de placement ont davantage tendance à permettre une plus grande latitude au marché pour apprécier le prix d'introduction.

Les procédures les plus représentées dans notre échantillon de travail sont le placement global garanti combiné à une offre à prix ferme (PGG / OPF) et l'offre à prix minimal (OPM) qui représentent respectivement 36 % et 29 % des introductions (cf. [tableau I.19](#)).

Tableau I.19 : les différentes procédures de notre échantillon de travail

Type de procédure	Nombre d'introductions	%
CD	8	2
OPF	16	3
OPM	153	29
OPM/OPF	11	2
PG	19	4
PG/OPF	187	36
PG/OPO	96	18
Aucune procédure indiquée pour certaines inscriptions (ML)	33	6
Total	523	100

Source : Euronext-Paris, Statistiques 2007

Tout comme les méthodes d'introduction en bourse, les niveaux d'asymétrie informationnelle existant entre les parties prenantes de l'opération peuvent avoir une incidence sur la performance de l'introduction en bourse.

1.3. Les principales parties prenantes d'une introduction en bourse

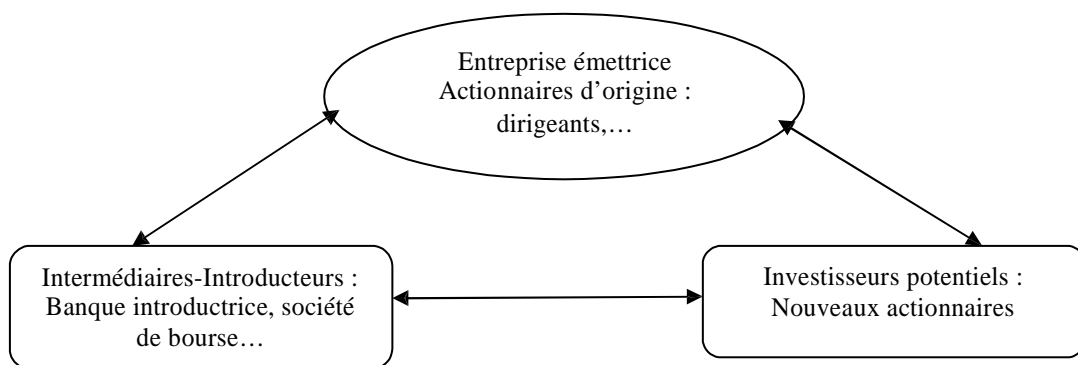
Dans un processus d'introduction, il est généralement admis l'existence de trois principales parties : l'entreprise émettrice qui propose ses titres, les intermédiaires-introducteurs et les investisseurs potentiels (cf. [figure I.3](#)).

Principal acteur à l'initiative de l'opération d'introduction en bourse, l'entreprise émettrice est représentée par les actionnaires d'origine (généralement les dirigeants et fondateurs). Elle a recours aux services d'intermédiaires-introducteurs qui sont chargés de gérer tous les aspects de l'opération, de la préparation jusqu'au placement des titres. Pour la réussite de l'introduction en bourse, la souscription des titres par un nombre important d'investisseurs potentiels est nécessaire.

De l'interaction entre l'entreprise et les autres parties prenantes, découlent des problèmes d'asymétrie informationnelle : d'une part, entre l'entreprise émettrice et les investisseurs potentiels et d'autre part, entre l'entreprise émettrice et les intermédiaires-introducteurs.

Dans notre travail, nous ne nous intéressons qu'aux problèmes d'asymétrie informationnelle liant la firme émettrice et les investisseurs sur le marché.

Figure I.3 : les principales parties intervenantes lors d'une introduction en bourse



Section 2 : Les problématiques d'asymétrie informationnelle et la performance de l'introduction en bourse

Les opérations d'introduction en bourse sont marquées par un contexte important d'asymétrie informationnelle qui affecte la fixation du prix d'offre sur le marché, et de ce

fait la performance de l'introduction en bourse. La littérature financière constate de manière générale, un phénomène de sous-évaluation des titres lors d'une introduction en bourse, expliqué par le niveau d'asymétrie informationnelle (Beatty et Ritter, 1986 ; Rock, 1986 ; Loughran et Ritter, 2001 et Ritter et Welch, 2002).

2.1. Le niveau de sous-évaluation et les modèles d'asymétrie informationnelle

La sous-évaluation ou encore la décote de placement, calculée au premier jour d'introduction en bourse, ou la semaine de cotation s'obtient par la différence du premier cours coté (PC) avec le prix d'offre (PO) rapporté au prix d'offre auquel les titres sont échangés sur le marché (Husson et Jacquillat, 1990 ; Sentis, 2001 ; Broye et Schatt, 2003). Elle correspond à la rentabilité initiale positive d'un titre lors d'une première cotation. Autrement formulé, la sous-évaluation est une résultante de « l'évaluation favorable que font les investisseurs de l'entreprise » (Sentis, 2001).

L'une des premières études qui appréhende la sous-évaluation est celle d'Ibbotson (1975). Réalisée sur un échantillon de 128 introductions du marché américain entre les années 1960 et 1969, cette étude affiche une rentabilité initiale moyenne de 11,4 %. Les travaux de Jacquillat et al. (1978) mesurent une sous-évaluation plus élevée, soit 15 % sur les six premiers mois de cotation sur un échantillon de 60 introductions en bourse réalisées entre 1966 et 1974. En France, Sentis (2004) trouve une rentabilité moyenne des titres nouvellement introduits en bourse au premier jour de cotation de 11,6 % entre 1983 et 2000. Sur la première semaine de cotation, le niveau de sous-évaluation est de 4,8 %. En Allemagne, le niveau de sous-évaluation atteint 40 % dans la période 1990-Mai 2000 ; à cause de la bulle internet en 2000 (Ljungqvist et Wilhelm, 2003).

Les différences des niveaux de sous-évaluation peuvent s'expliquer par la fenêtre d'observation, la méthodologie utilisée ou encore le pays d'étude considéré.

Même si elle traduit la réaction favorable des investisseurs sur le marché, la sous-évaluation est perçue comme un coût d'introduction pour les actionnaires d'origine de la firme. Elle suppose que ces derniers ont accepté de vendre leurs titres à un prix inférieur au premier cours coté. Selon Beatty et Ritter (1986), Rock (1986), Loughran et Ritter (2001) et Ritter et Welch (2002), la sous-évaluation des titres traduit fondamentalement l'asymétrie d'information entre deux catégories d'investisseurs : les investisseurs informés et les investisseurs non informés. Nous présentons les modèles théoriques expliquant ce phénomène de sous-évaluation.

2.1.1. L'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et les investisseurs non informés

Le modèle proposé par Rock (1986) considère que les investisseurs potentiels ne peuvent observer la véritable valeur des titres lors d'une introduction en bourse. Cette incertitude sur la valeur que prendront les titres une fois introduits est appelée incertitude *ex ante*. Toutefois, parmi ces investisseurs, quelques uns parviennent à acquérir des informations privilégiées sur la valeur des titres, ce, moyennant un coût. Ils deviennent alors des investisseurs informés. Parallèlement, il demeure encore une portion d'investisseurs non informés. Dans ce contexte, les entreprises émettrices doivent alors fixer un prix d'offre suffisamment faible afin d'inciter les investisseurs les moins informés à souscrire ; sinon l'introduction en bourse ne peut réussir faute de demande suffisante.

En l'absence d'une sous-évaluation, Rock (1986) stipule que les investisseurs les plus informés ont logiquement tendance à n'investir que dans les entreprises dont ils connaissent la valeur (élevée) au détriment des investisseurs moins informés. Ces derniers se retrouvent alors à n'investir que dans les entreprises de moins bonne qualité ou dans des titres surévalués, faute d'information privilégiée. Dans une stratégie optimale, les entreprises candidates à l'introduction doivent donc accepter de se sous-évaluer afin d'attirer les investisseurs non informés à souscrire. Ainsi, les deux types d'investisseurs

finissent par souscrire et l'offre est finalement rationnée. Cette logique est définie par Beatty et Ritter (1986) comme la malédiction du gagnant ou « winner's curse ».

Notons qu'une sous-évaluation des titres suppose que les prix d'offre des introductions sont en moyenne inférieurs au prix d'équilibre ; d'où une rentabilité positive pour les investisseurs non informés. Au final, grâce au phénomène de sous-évaluation, les investisseurs les moins informés ressortent moins perdants.

En définitive, la sous-évaluation apparaît comme une incitation pour les investisseurs non informés à souscrire à l'offre. En développant le modèle de Rock (1986), Beatty et Ritter (1986) dérivent une proposition fondamentale : le niveau de sous-évaluation devrait être plus important pour les émissions dont l'incertitude ex ante sur la valeur de l'introduction est grande (Sentis, 2004 ; p 30). En d'autres termes, lorsque l'incertitude ex ante d'une firme est élevée, l'information que possèdent les investisseurs les plus informés est d'une plus grande utilité. Toutefois, une asymétrie informationnelle trop importante peut considérablement accroître le niveau de sous-évaluation et exposer les investisseurs potentiels à deux types de risque.

2.1.2. L'asymétrie informationnelle et les risques de sélection contraire et moral

Afin de limiter le risque de sélection contraire, plusieurs travaux⁴⁶ de la littérature financière soulignent l'importance d'un signal dans un contexte d'asymétrie informationnelle. En s'inspirant des travaux d'Akerlof (1970), Grinblatt et Hwang (1989) proposent un modèle dans lequel ils supposent que les investisseurs potentiels sont confrontés au risque de sélection contraire⁴⁷. Ce dernier intervient au moment de l'évaluation des titres sur le marché.

⁴⁶ Plusieurs travaux de la littérature financière dont ceux de Leland et Pyle (1977), Welch (1989), Grinblatt et Hwang (1989), Deeds et al. (1997), Certo (2003) ont traité de l'importance du signal dans un contexte d'asymétrie d'information.

⁴⁷ Akerlof (1970) est l'un des premiers auteurs à avoir proposé un modèle expliquant le risque de sélection contraire.

Ils distinguent deux catégories d'entreprises émettrices : celles de « bonne qualité » qui ont des perspectives d'évolution intéressantes et celles de « moins bonne qualité » avec des niveaux plus faibles de flux futurs anticipés. Afin de vendre leurs titres à un cours supérieur, les propriétaires des entreprises de « mauvaise qualité » peuvent être incités à cacher les informations défavorables concernant la situation actuelle ou future de l'entreprise. En supposant que les investisseurs potentiels sont des individus rationnels, ces derniers sont alors capables d'anticiper le comportement opportuniste des propriétaires et vont par conséquent offrir un prix plus faible pour les titres ; ce qui conduit à une sous-évaluation systématique des titres. Les propriétaires des firmes de « bonne qualité » sont par contre incités à révéler toute l'information qu'ils détiennent afin de réduire l'incertitude perçue par les investisseurs potentiels et bénéficier d'une évaluation précise de leurs titres par le marché. Toutefois, les « mauvaises entreprises » dont le risque est élevé ont intérêt à imiter les bonnes firmes en communiquant au marché les mêmes informations que les entreprises de « bonne qualité » et cacheront leurs véritables caractéristiques⁴⁸.

Dans ce contexte d'asymétrie informationnelle, l'entreprise émettrice est désormais capable de dissimuler les informations pertinentes nécessaires à l'évaluation de la firme une fois que les investisseurs ont acheté les titres sur le marché. Afin de limiter toute possibilité de risque moral provenant du comportement opportuniste des propriétaires des « mauvaises firmes » et de réduire l'asymétrie d'information, les bonnes entreprises peuvent assurer de façon crédible aux investisseurs potentiels que le prix d'offre reflète toute l'information privilégiée des actionnaires d'origine ou des « insiders ». Afin de rassurer les investisseurs, Grinblatt et Hwang (1989) suggèrent à la firme émettrice de « bonne qualité » d'envoyer un signal aux investisseurs non informés en vue de faciliter l'évaluation de ses titres et de les proposer à des prix appropriés (supérieurs aux entreprises de « mauvaise qualité »).

⁴⁸ Le comportement opportuniste a été mis en évidence dans l'article d'Akerlof (1970) relatif au marché des voitures d'occasion (*market for lemons*). En effet, les vendeurs disposent de plus d'informations que les acheteurs sur la qualité d'un produit. Il existe donc une asymétrie d'information sur la qualité des voitures. Ainsi, il se peut que seuls les biens de faible qualité soient échangés sur le marché. On parle d'un problème de sélection contraire. L'auteur conclue que l'incertitude sur la qualité d'un produit empêche le bon fonctionnement du marché puisqu'à l'équilibre, les voitures de bonne qualité chassent celles de moins bonne qualité.

Le signal apparaît comme une action entreprise par les actionnaires d'origine pour indiquer aux investisseurs potentiels leurs anticipations favorables concernant la valeur future de l'entreprise. Conformément à la théorie du signal issue des modèles d'asymétrie informationnelle, il représente un moyen pour l'entreprise de communiquer de façon crédible l'information privée détenue par les actionnaires d'origine. Ce signal n'est crédible que parce qu'il est coûteux⁴⁹. Les actionnaires d'origine des firmes de « bonne qualité » sont alors prêts à engager le coût du signal pour se distinguer sur le marché, tandis que les mauvaises firmes qui cherchent à imiter le signal des « bonnes » entreprises n'en tireront aucun avantage, puisque le coût marginal du signal mensonger est supérieur au bénéfice marginal.

2.2. L'importance d'un signal dans un contexte d'asymétrie informationnelle

En se basant sur l'hypothèse de signalisation dans un contexte d'asymétrie informationnelle, plusieurs travaux empiriques analysent l'impact d'un signal sur le niveau de sous-évaluation de l'entreprise émettrice.

Leland et Pyle (1977) proposent dans un modèle théorique analysant la fraction d'actions conservées par l'entrepreneur comme un signal favorable des opportunités de croissance de la firme. En effet, ils considèrent que les entrepreneurs sont supposés être mieux informés sur la distribution des flux futurs de leur entreprise. En retenant une part élevée de leurs actions au moment de l'ouverture du capital, ces entrepreneurs signalent aux investisseurs que les perspectives de rentabilité sont élevées, et qu'ils cherchent à en profiter personnellement. Par conséquent, leur fraction d'actions conservées véhicule de l'information aux futurs investisseurs sur la qualité de l'entreprise et conduit à réduire l'asymétrie d'information, d'où une évaluation correcte de la valeur de la firme. En admettant que le marché soit efficient, cette information influe positivement sur la valeur du titre. En revanche, un taux de cession important de leurs actions au public est interprété comme un mauvais signal par les investisseurs potentiels dans la mesure où ces

⁴⁹ Spence (1974) précise qu'un signal n'est crédible que lorsqu'il est coûteux. Le coût associé à chacune des valeurs prises par le signal doit être négativement corrélé avec une caractéristique positive et vraie de la firme.

derniers interprètent cette action comme un moyen pour les entrepreneurs de diversifier leur portefeuille. Le maintien d'une part importante de leurs participations au capital implique une faible répartition du risque (en raison de l'investissement de leur capital humain et capital financier) et engendre un coût plus important pour les entrepreneurs, surtout lorsque l'entreprise est fortement risquée.

En admettant que les investisseurs potentiels soient peu informés quant à la valeur et au niveau de risque de l'entreprise émettrice, Grinblatt et Hwang (1989) considèrent dans le prolongement de ce modèle, le taux de rétention des titres des actionnaires d'origine lors de l'introduction comme un signal favorable au marché. En effet, les actionnaires d'origine sont censés disposer d'informations plus précises sur la firme. Ainsi, un pourcentage élevé d'actions conservées signale au marché que les actionnaires d'origine attestent de la qualité de l'entreprise au marché ; la valeur de l'entreprise en est donc positivement influencée. Ritter (1984) confirme d'ailleurs l'incidence favorable du capital détenu par les dirigeants (en tant qu'actionnaires d'origine) sur la valeur de la firme.

En définitive, la valeur de l'entreprise est donc corrélée à la sous-évaluation ; le niveau de sous-évaluation est négativement relié à la fraction d'actions détenues par les actionnaires d'origine, pour un niveau de risque donné.

Dans le prolongement de cette étude, Michaely et Shaw (1994) testent les effets de la part de rétention des actionnaires d'origine sur les rentabilités initiales. Sur un échantillon de 947 introductions en bourse réalisées sur la période 1984-1988 aux Etats-Unis, ces auteurs trouvent que la part de rétention des actionnaires d'origine ne semble pas constituer un signal crédible sur la qualité de l'entreprise qui abaisserait l'incertitude et donc la sous-évaluation. Cependant, ces résultats restent mitigés puisque McBain et Krause (1989) et Mikkelson et al. (1997) trouvent que la fraction d'actions conservées par les actionnaires d'origine permet de réduire les coûts d'agence découlant de l'introduction en bourse (notamment de la dilution du capital) et de ce fait, peut potentiellement contribuer à accroître la valeur des titres sur le marché.

Dans le même registre, Broye et Schatt (2003)⁵⁰ s'interrogent sur le lien existant entre la sous-évaluation et le taux de participation des actionnaires d'origine au moment de l'introduction en bourse. Il explique que l'absence de lien significatif entre le niveau de sous-évaluation et le taux de cessions des actionnaires d'origine est liée à la relation curvilinéaire entre les cessions d'actions et la sous-évaluation. En particulier, il apparaît qu'à partir d'un certain niveau de cession d'actions, les actionnaires d'origine, et notamment les actionnaires de contrôle, sont incités à réduire la sous-évaluation afin de limiter la perte de richesse subie lors de l'introduction.

Bien au-delà de l'impact du taux de rétention des actionnaires d'origine sur la performance de l'introduction en bourse, Carter et Manaster (1990), Carter et al. (1998) et Lange et al. (2001) montrent que la présence d'intermédiaires-introducteurs et auditeurs de qualité peut être considérée comme un signal crédible permettant d'informer les investisseurs potentiels du niveau de risque de la firme émettrice. Pour ces auteurs, les entreprises présentant un faible risque tenteront de se signaler en engageant un intermédiaire-introducteur de bonne réputation. Plus précisément, le modèle développé par Carter et Manaster (1990) explique la sous-évaluation par la présence d'investisseurs non informés dont la souscription est nécessaire à la réussite de l'opération d'introduction⁵¹. Une offre qui attire un nombre important d'investisseurs informés doit être fortement sous-évaluée pour assurer la participation des investisseurs non informés. Or, les entreprises à risque élevé sont celles qui attirent le plus grand nombre d'investisseurs informés (la probabilité d'une forte sous-évaluation des titres est plus grande). De ce fait, une grande part de l'offre des entreprises à risque plus faible revient aux investisseurs non informés. Afin d'accroître la probabilité de succès de l'offre et d'obtenir une demande plus importante des investisseurs informés, les entreprises à risque faible peuvent essayer de se signaler en ayant recours à l'intervention d'un intermédiaire-introducteur de qualité. Elles peuvent ainsi limiter la sous-évaluation.

⁵⁰ Cette étude empirique est réalisée à partir d'un échantillon constitué de 402 introductions en France entre 1986 et 2000.

⁵¹ Voir l'article publié par les auteurs McLaughlin et al. (2000).

Les intermédiaires de qualité, jouissant d'une bonne réputation sont alors associés à des rentabilités initiales moins élevées et à une moindre sous-performance⁵² à long terme. En sélectionnant les entreprises présentant un faible niveau de risque, ces intermédiaires prestigieux réduisent les probabilités d'échec de l'introduction en bourse.

La probabilité de réussite de l'opération croît avec la réputation des intermédiaires-introducteurs car ceux-ci ont l'expertise nécessaire et les contacts d'analystes réputés pour assurer le suivi des entreprises à long terme (Das et al. 2002 ; Bradley et al. 2008). En cas de signal mensonger, la réputation des intermédiaires-introducteurs et la performance de l'entreprise émettrice lors d'un recours ultérieur au marché seront négativement affectées sur le marché.

Dans le même raisonnement, la réputation des auditeurs de qualité peut être associée à la performance de l'introduction en bourse. Ces derniers, chargés de mettre l'entreprise en conformité avec les impératifs de l'introduction en bourse participent également à son évaluation et à la détermination du prix d'offre. Il est donc important qu'ils bénéficient d'une bonne réputation dans la mesure où la valeur de la firme peut en être affectée. Titman et Trueman (1986) ainsi que Michaely et Shaw (1995) trouvent une relation négative entre la présence d'auditeurs réputés et le degré de sous-évaluation⁵³. En effet, un auditeur de qualité certifie les comptes de l'entreprise émettrice sur le marché, avec la plus grande précision. Sa présence réduit l'incertitude ex ante, conduit à une meilleure évaluation de l'entreprise par les investisseurs potentiels et à un niveau de sous-évaluation plus faible. En cas de mauvaise certification, la réputation en est négativement affectée sur le marché. Broye (1998)⁵⁴ confirme que le choix d'un cabinet d'audit réputé est perçu par le marché comme un signal positif de la valeur de l'entreprise émettrice.

⁵² Le modèle de Rock (1986) détaille le problème d'asymétrie informationnelle entre les investisseurs informés et les investisseurs non informés.

⁵³ Beatty (1989) s'intéresse à l'impact de la réputation de l'auditeur sur l'évaluation des titres par les investisseurs potentiels. Feltham et al. (1991) ont étudié les effets d'un auditeur de qualité sur la valeur des titres au moment d'une émission. Menon et Williams (1991) évaluent la crédibilité que les auditeurs apportent aux firmes émettrices lors de l'introduction en bourse. Ces trois auteurs s'accordent tous à dire la réputation de l'auditeur est positivement associée à la performance des titres au moment de l'introduction en bourse.

⁵⁴ L'étude de Broye (1998) a été réalisée sur le second marché français.

En s'inspirant des travaux de Leland et Pyle (1977), de Carter et Manaster (1990), Titman et Trueman (1986), plusieurs auteurs tels que Megginson et Weiss (1991), Barry et al. (1990) et Lerner (1994) parviennent à montrer un lien entre la présence des CI lors de l'introduction en bourse et le niveau de sous-évaluation. Dans un contexte d'asymétrie informationnelle, il apparaît que ces investisseurs jouent un rôle particulier dans la réduction de l'incertitude ex ante et dans l'évaluation des titres sur le marché, et de ce fait ont une incidence positive sur le niveau de sous-évaluation.

Nous proposons une analyse des travaux empiriques traitant du lien entre le niveau de sous-évaluation et la présence des CI en vue d'expliquer dans quelle mesure la présence des CI permet de véhiculer un signal aux investisseurs sur la valeur de la firme soutenue.

2.3. Une revue de la littérature : l'impact de la présence des CI sur la performance de l'introduction en bourse

Les auteurs comme Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991), Francis et al. (1999) s'accordent à dire que les CI améliorent la crédibilité des entreprises qu'ils financent grâce à la conservation de leurs participations au moment de l'introduction. Leurs résultats montrent que ces entreprises enregistrent une moindre sous-évaluation par rapport à celles qui ne le sont pas. Dans ces travaux de recherche, la sous-évaluation est en effet, perçue comme un coût lié au degré d'asymétrie informationnelle entre les « insiders » ou actionnaires d'origine et les investisseurs externes sur le marché. Aussi, le pourcentage d'actions conservées par les CI (actionnaires d'origine de la firme émettrice) au moment de l'introduction en bourse constitue un signal favorable pour le marché.

Barry et al. (1990) soulignent qu'en conservant l'essentiel de leur participation, les CI considérés comme des actionnaires actifs donnent l'assurance au marché qu'ils continueront à effectuer un contrôle actif⁵⁵ et efficace après l'introduction en bourse. Par

⁵⁵ Le contrôle actif des CI ou « *monitoring* » consiste à détenir des droits de vote, à siéger au conseil d'administration, parfois à exiger fréquemment un « *reporting* » et un volume important d'informations ou encore d'influencer les décisions des dirigeants. La fraction d'actions conservées par les CI favorise ce contrôle

conséquent, ils trouvent une moindre sous-évaluation pour les firmes soutenues par des CI, introduites en bourse entre 1978 et 1987. Le niveau de sous-évaluation est d'autant plus faible que le nombre de CI impliqués est important, que ces derniers ont durablement siégés au conseil d'administration, que leur participation dans les fonds propres des sociétés introduites est élevée. En d'autres termes, Desbrières (2001b) conclut que la sous-évaluation à l'émission est d'autant plus faible que les CI ont des informations spécifiques sur l'entreprise et ont développé leur expertise en matière de surveillance.

Meggison et Weiss (1991) et Campbell et al. (2008) confirment les résultats de Barry et al. (1990) en montrant que les entreprises financées par des CI souffrent d'une moindre sous-évaluation lors des émissions entre 1983 et 1987 par rapport à celles qui ne le sont pas. Ils justifient cette différence de performance par la certification que les CI apportent aux investisseurs potentiels sur la qualité de la firme et sur les opportunités futures de croissance. Cette certification⁵⁶ est d'autant plus grande qu'ils sont actionnaires de référence et qu'ils conservent une importante proportion de leur participation initiale après l'introduction en bourse. Ainsi, la présence des CI contribue à réduire les coûts de recherche d'information⁵⁷, d'où la baisse du degré de sous-évaluation.

Sur le marché français, Lantz (1999) trouve également que la probabilité d'observer une sous-évaluation à l'émission des firmes soutenues par des CI est d'autant plus faible que ces investisseurs détiennent une forte participation avant l'introduction en bourse et qu'ils la conservent après l'opération. Hochberg et al. (2007) confirment ce résultat en reliant la moindre sous-évaluation des firmes financées à la forte participation des CI au moment de l'introduction en bourse.

actif de l'entreprise (Van den Berghe et Levrau, 2002). Pour Jain et Kini (1995), la présence des CI est associée à un « *monitoring* » de qualité ; ce qui conduit à une évaluation favorable des titres des firmes introduites en bourse.

⁵⁶ Selon l'hypothèse de certification sous-jacente, la présence des CI au moment de l'introduction en bourse envoie un signal au marché. En cas de signal mensonger, ces derniers seront sanctionnés par le marché et enregistreront une baisse de leur notoriété (Welch, 1992).

⁵⁷ Desbrières (2001b) précise que les capital-investisseurs négocient l'obtention d'informations comptables, dont le volume et la fréquence excèdent ceux généralement requis par les actionnaires des sociétés cotées dans le but de réduire les problèmes liés à l'asymétrie informationnelle et au risque moral.

Ils complètent les résultats précédemment cités en trouvant que la forte prise de participation des CI dans le capital est parfois associée à la présence d'intermédiaires-introducteurs prestigieux ou d'auditeurs de qualité

Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991), Lerner (1994), Rinderman (2004), Franzke⁵⁸ (2004) et plus récemment Nahata (2008) montrent que les entreprises financées par des CI bénéficiaient du soutien d'auditeurs et d'intermédiaires-introducteurs de plus grande qualité. Ils expliquent que la présence des CI attire les intermédiaires réputés ; ce qui contribue à réduire le niveau d'asymétrie informationnelle, à conduire à une sous-évaluation plus faible des titres sur le marché et même parfois à une meilleure performance boursière à long terme des firmes soutenues.

S'interrogeant sur la performance opérationnelle post-introduction pour les firmes soutenues par des CI, Jain et Kini (1995) trouvent une plus faible dégradation de la performance opérationnelle des firmes financées par capital-investissement et lient ce résultat à la qualité du contrôle⁵⁹ exercé par les CI et la meilleure gestion des firmes financées.

Brav et Gompers (1997) et Espenlaub et al. (1999) qui se sont plutôt intéressés à la performance boursière des firmes soutenues par des CI, montrent que trois ans après l'introduction en bourse, la performance boursière anormale cumulée des firmes soutenues est positive, ceci d'autant plus que les CI soutenant l'entreprise sont affiliés aux banques introductrices et qu'ils ont conservé une part importante de leurs titres après l'opération.

⁵⁸ Dans son étude réalisée sur le marché allemand, Franzke (2004) montre une sous-évaluation plus importante pour les firmes soutenues par des CI.

⁵⁹ Une forte rétention de participations des CI dans le capital implique un « *monitoring* » renforcé après l'introduction en bourse. La détention de titres permet aux CI de détenir des droits de vote, de siéger au conseil d'administration, parfois d'exiger fréquemment un « *reporting* » et un volume important d'informations⁵⁹ ou encore d'influencer les décisions des dirigeants. Ainsi, la fraction d'actions conservées par les CI favorise le contrôle régulier de l'entreprise (Van den Berghe et Levrau, 2002). Jain et Kini (1995) trouvent que la présence des CI est associée à un « *monitoring* » de qualité ; ce qui conduit à une évaluation favorable des titres des firmes introduites en bourse.

Francis et Hasan (2001), Lee et Wahal (2002) et Franzke (2004) constatent toutefois que la présence des CI n'est pas systématiquement associée à une meilleure performance des entreprises soutenues lors de l'introduction. Ils constatent une sous-évaluation plus élevée pour ces dernières. Cette différence de résultat peut s'expliquer par le niveau d'expérience ou encore la notoriété des CI. Selon Lerner (1994), Gompers (1996), Krishnan et al. (2009) et Nahata (2008), les firmes soutenues par des CI expérimentés ou des CI bénéficiant d'une grande réputation sont les seules à avoir une performance supérieure lors de l'introduction en bourse. Le niveau élevé d'expériences est alors associé à une expertise supérieure leur permettant d'introduire l'entreprise en bourse à la période jugée « optimale⁶⁰ » afin de dégager des rentabilités fortes (Lerner, 1994). Quant à leur réputation, elle apporte une crédibilité à l'entreprise candidate dans le sens où elle certifie aux investisseurs potentiels, la valeur de l'entreprise. En effet, les CI les plus réputés sont plus soucieux de maintenir leur capital « réputation » sur le marché. Ils ont davantage intérêt à soutenir les entreprises les moins risquées dont la probabilité de réussite est grande ou réduire le niveau d'asymétrie informationnelle des entreprises à plus forte incertitude ex ante (concernant la véritable valeur des titres émis) afin de s'assurer de la réussite de l'opération.

En définitive, il apparaît dans la littérature que la présence des CI au moment de l'introduction en bourse peut avoir une incidence positive sur le niveau de sous-évaluation et même parfois sur la performance post-introduction. S'inscrivant dans les modèles d'asymétrie informationnelle et de signalisation, ces études empiriques insistent sur le rôle des CI dans la réduction de l'asymétrie informationnelle. Le maintien d'une forte participation au moment de l'introduction apporte aux investisseurs potentiels une crédibilité sur la qualité de la firme. Grâce à leur capital « réputation », leur présence est perçue comme un signal positif puisqu'elle suppose un contrôle actif des dirigeants. Nous remarquons que même si les études présentées abordent la qualité de leur « monitoring » exercée par les CI comme l'une des principales contributions des CI, elles

⁶⁰ La période jugée « optimale » correspond à la période dans laquelle la valeur des actions est la plus élevée (ce qui a pour effet de minimiser la dilution de leur participation en fonds propres pour un même montant émis).

mettent peu en évidence le lien entre le contrôle des investisseurs, leur rôle dans la réduction des coûts d'agence et la performance de l'introduction en bourse. Pourtant, dans la théorie de l'agence, la présence de ces intermédiaires au moment de l'introduction en bourse permet de limiter les problèmes d'agence importants issus de la dilution du capital lors de l'introduction ; d'où l'incidence positive sur la performance de l'entreprise introduite en bourse.

Dans le tableau de synthèse suivant sont recensées les principales études empiriques testant l'impact de la présence des CI sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

Tableau I.20 : une synthèse des travaux traitant du lien entre la présence des CI et la performance des firmes financées

AUTEURS	LIEN ENTRE LA PRESENCE DES CI ET LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES	RESULTATS
<p>Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990)</p>	<p>Une sous-évaluation plus faible pour les introductions en bourse des firmes soutenues par des CI.</p>	<p>Les CI disposent d'une forte expertise en matière de « <i>monitoring</i> ». Grâce à une forte présence dans le capital et une représentation au conseil d'administration après l'introduction en bourse, ces investisseurs apportent une certification au marché quant à la qualité de l'entreprise. Leur présence est associée à celle d'intermédiaires plus prestigieux.</p>
<p>Meggison et Weiss (1991)</p>	<p>La présence des CI conduit à une réduction des coûts totaux d'introduction en bourse, et de fait à une maximisation des plus-values réalisées lors de l'introduction en bourse. Ceci se traduit par à une sous-évaluation plus faible.</p>	<p>Les CI maintiennent une fraction d'actions importante du capital après l'opération et attirent les auditeurs et les intermédiaires les plus réputés. Ils jouent un rôle de « certification ». Une prise de participation plus importante des investisseurs institutionnels au capital après l'opération d'introduction en bourse dans les entreprises soutenues par des CI est à souligner. Les CI sont également capables d'introduire leurs entreprises plus vite sur le marché ; ce qui explique un plus jeune âge pour leurs entreprises dans l'échantillon. Ceci confirme que ces intermédiaires jouent un rôle de certification et assurent une surveillance de qualité, appréciée sur le marché.</p>

<p>Jain et Kini (1995)</p>	<p>Une performance opérationnelle post-IPO supérieure pour les entreprises avec CI.</p>	<p>Il existe un lien positif entre le « <i>monitoring</i> » de qualité exercé par les CI (nombre de CI, durée de représentation au conseil d'administration, nombre de CI au conseil d'administration) et la performance opérationnelle post-IPO. Le marché reconnaît donc la qualité de surveillance exercé par les CI.</p>
<p>Brav et Gompers (1997)</p>	<p>Il existe une différence significative de performances boursières à long terme (5 ans après l'opération). Les introductions en bourse soutenues par des CI surperforment celles sans CI uniquement quand la performance est calculée sous la forme de rentabilités équi-pondérées. Les entreprises de petite taille non soutenues par des CI sous-performent de manière significative par rapport à celles soutenues par des CI quand la méthode de calcul se base sur les 3 facteurs de Fama French et des benchmarks comparables</p>	<p>Les résultats diffèrent selon la méthode de calcul adoptée.</p>
<p>Lin et Smith (1998)</p>	<p>La performance de l'introduction en bourse est positivement influencée par la réputation des CI.</p>	<p>La réputation des CI et celle des intermédiaires est un facteur déterminant dans la prise de décision relative à la cession des titres. Les CI cédant leurs titres (même si ils le cèdent très peu en moyenne) sont ceux qui bénéficient d'une plus grande réputation.</p>
<p>Espenlaub, Garrett et Mun (1999)</p>	<p>La performance boursière anormale cumulée des firmes soutenues par des CI est positive trois ans après l'introduction en bourse de ces dernières.</p>	<p>Ce résultat est d'autant plus vérifié que les CI sont affiliés aux banques introductrices et qu'ils ont conservé une part importante de leurs titres après l'opération. La performance boursière de ces firmes est positivement liée à la réputation des CI. L'hypothèse de certification est alors validée.</p>
<p>Lantz (1999)</p>	<p>La présence des CI au moment de l'introduction sert de signal favorable au marché.</p>	<p>Le pourcentage de droits de vote détenu par la syndication avant l'IPO est une variable de premier ordre qui permet au CI de signaler la valeur de l'entreprise au marché financier. Cette variable entretient donc une relation significative et stable avec les différentes mesures d'évaluation de l'entreprise (écarts d'évaluation, sous-évaluation, surperformance). Le pourcentage de droits de vote détenu par les actionnaires publics entretient une relation négative avec le niveau de sous-évaluation.</p>
<p>Francis et Hasan (2004)</p>	<p>La sous-évaluation et les rentabilités initiales sont plus importantes pour les introductions en bourse des entreprises soutenues par des CI (en ce qui concerne la partie volontaire de la sous-évaluation).</p>	<p>Les introductions en bourse des entreprises soutenues par des CI sont effectuées par des intermédiaires plus réputés qui jouent un rôle de certification.</p>
<p>Da Sa Silva Rosa, Velayuthen et Walter (2003)</p>	<p>Il existe une relation positive entre la sous-évaluation et la présence des CI.</p>	<p>Cette différence de résultat par rapport aux autres études est liée à l'usage d'une autre mesure de la sous-évaluation (celle ajustée au taux de rétention des actionnaires d'origine).</p>

<p>Franzke (2004)</p>	<p>Une sous-évaluation plus importante pour les introductions en bourse soutenues par des CI.</p>	<p>Les introductions en bourse avec CI sont associées à la présence d'intermédiaires d'une réputation plus importante (rôle de certification confirmé). La période d'introduction influence le degré de sous-évaluation. La taille des émissions est plus importante pour les introductions avec CI.</p>
<p>Rinderman (2004)</p>	<p>Les introductions en bourse des sociétés financées par des CI ne sont généralement pas supérieures aux autres. Il existe cependant une nuance selon la catégorie de CI (expérience, spécialisation, international).</p>	<p>Uniquement les CI internationaux ont un impact positif sur la performance de l'introduction en bourse et la performance opérationnelle post-introduction. La sous-performance des introductions en bourse est plus importante sur le marché allemand que sur le marché anglais et français. Les CI internationaux sont plus âgés, détiennent plus d'entreprises introduites en bourse, sont plus représentés au conseil d'administration, investissent avec un plus grand nombre de CI et détiennent une fraction d'actions plus importantes du capital.</p>
<p>Nahata (2008)</p>	<p>Seules les sociétés financées par des CI expérimentés enregistrent une meilleure performance. Elles ont un accès plus rapide au marché financier (toutes choses égales par ailleurs pour des entreprises comparables).</p>	<p>Les CI les plus expérimentés sélectionnent les firmes les plus prometteuses et réalisent un meilleur suivi.</p>
<p>Krishnan, Masulis, Ivanov et Singh (2009)</p>	<p>Les firmes soutenues par des CI expérimentés ou des CI bénéficiant d'une grande réputation sont les seules à avoir une performance supérieure lors de l'introduction en bourse.</p>	<p>Les CI les plus réputés sélectionnent les meilleures entreprises et après l'introduction en bourse, ils demeurent impliqués dans l'entreprise ; ce qui explique la meilleure performance de l'opération.</p>

Conclusion du Chapitre 2

Lors d'une introduction en bourse, les investisseurs sont confrontés à une situation d'asymétrie d'information et d'incertitude. Dans ce contexte où l'évaluation des titres par les investisseurs potentiels est difficile, la présence des CI offre plusieurs avantages :

- elle est susceptible de réduire l'incertitude des investisseurs concernant la véritable valeur des titres émis. Elle permet en effet de garantir une plus grande précision dans l'évaluation des titres. Elle signale également au marché les perspectives de la firme, dans la mesure où les autres firmes n'ont pas intérêt à imiter le signal.

- les CI, en limitant les comportements opportunistes des dirigeants par le « monitoring » informent les investisseurs que l'objectif de maximisation de la valeur de la firme est respecté ; à travers le maintien de leurs participations au capital, ils préservent leur pouvoir de contrôle.

- enfin, la présence de CI réputés attire des intermédiaires de qualité ; ce qui signale au marché le niveau plus faible de risque des entreprises émettrices et une meilleure stabilité grâce au support de ces intermédiaires-introducteurs de qualité.

Conformément à la théorie du signal, la présence des CI apparaît comme un moyen de réduction de l'asymétrie informationnelle du fait de la production d'informations sur le marché.

CONCLUSION DE LA PARTIE 1

La première partie de notre travail s'inscrit dans une approche descriptive. Elle permet de comprendre avant tout le fonctionnement du marché du capital-investissement. Le premier chapitre donne une vision synoptique de l'activité de capital-investissement. Cette dernière, forte de spécificités, est caractérisée par un degré d'asymétrie informationnelle important entre les CI et le dirigeant de la société non cotée. L'absence de marché financier, le caractère novateur des projets, le stade de développement très jeune des firmes (surtout pour le capital-risque) sont autant de facteurs qui accroissent le niveau de risque d'un investissement en capital. En outre, les CI sont exposés au risque de sélection contraire et au risque moral. En effet, le financement par capital-investissement est considéré comme un contrat entre les CI et les dirigeants dans lequel ces derniers peuvent dissimuler certaines informations dans la phase de sélection et avoir un comportement opportuniste une fois le contrat de financement signé. Par conséquent, le capital-investissement est marqué de méthodes de sélection rigoureuse et de contrôle visant à réduire ces risques. Ces facteurs de risque et mécanismes de contrôle font du capital-investissement un mode spécifique de financement. A l'issue de l'investissement, les CI ont plusieurs alternatives de sortie dont la plus rentable est l'introduction en bourse. Une analyse historique montre une évolution conjointe de ces deux marchés. Plus précisément, les introductions en bourse constituent un moteur pour le développement de l'activité de capital-investissement. La présence de CI dans le capital d'une firme introduite peut influencer la performance de l'entreprise.

A travers une revue de littérature, nous avons tenté d'expliquer l'impact de la présence d'un CI sur la performance de l'introduction en bourse. En supposant l'existence d'une asymétrie d'information, la littérature financière met en évidence le rôle essentiel des CI dans la réduction de l'asymétrie informationnelle, et de ce fait dans l'évaluation des titres de la firme émettrice sur le marché au moment de l'introduction en bourse.

Néanmoins, elle ignore le rôle de ces intermédiaires dans la réduction des problèmes d'agence accentués lors d'une introduction en bourse.

La deuxième partie de notre étude a pour objet de modéliser la contribution des CI à la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse en prenant en considération leurs apports dans la résolution des problèmes d'agence et dans la création de compétences. Pour ce faire, nous mobilisons le référentiel théorique de la gouvernance.

DEUXIEME PARTIE – APPROCHE THEORIQUE :

UNE MODELISATION DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA
PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES
FINANCEES : LA GOUVERNANCE DE LA RELATION
CI-ENTREPRENEUR

INTRODUCTION DE LA PARTIE 2

La littérature financière traitant des introductions en bourse s'est longtemps intéressée aux problèmes d'asymétrie informationnelle existant entre les différentes parties intervenant au moment de l'opération : l'entreprise émettrice, les banques introductrices et les investisseurs potentiels. L'intérêt pour cette problématique s'explique par l'impact que peut avoir l'asymétrie d'information sur l'évaluation des titres. La littérature financière montre qu'un niveau important de déséquilibre informationnel peut conduire à un degré de sous-évaluation élevé. Dans un contexte de répartition dissymétrique de l'information, la présence d'intermédiaires financiers tels que les CI peut alors avoir une incidence positive sur le niveau de sous-évaluation. Plusieurs travaux notamment ceux de Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991), Chemmanur (1993), Lantz (1999) et Wang et al. (2003) réalisés sur différents marchés, montrent que les CI certifient au marché la valeur « réelle » de la firme et réduisent le niveau d'incertitude pesant sur l'évaluation des titres. Leur présence est alors associée à une meilleure performance de l'introduction en bourse pour les firmes financées (Brav et Gompers, 1997 ; Jain et Kini, 1995 ; Lin et Smith, 1998 ; Rinderman, 2004 ; Chahine et al. 2007).

Toutefois, ces travaux s'appuyant sur des référentiels théoriques purement financiers (tels que la théorie du signal) mettent peu en évidence le rôle des CI dans la réduction des problèmes d'agence résultant de la dilution du capital. En effet, l'introduction en bourse peut entraîner des changements considérables au niveau de la structure du capital et de la répartition du pouvoir décisionnel. Selon Jensen et Meckling (1976), une forte séparation entre la propriété et les fonctions de contrôle conduit inévitablement à des coûts d'agence qui tendent à réduire la valeur de la firme. Les problèmes d'agence que soulève l'introduction en bourse peuvent alors justifier le choix du référentiel théorique de l'agence pour analyser la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse de la firme, par leur rôle dans la réduction des coûts d'agence.

L'intérêt de la théorie de l'agence comme cadre explicatif, et en particulier la théorie de la gouvernance est d'apporter un éclairage sur les apports des CI au moment de l'introduction en bourse et de ce fait, une plus grande compréhension de la contribution de ces investisseurs à la performance de la firme introduite. La théorie de la gouvernance s'intéresse à la relation entre les actionnaires et le dirigeant censé agir dans l'intérêt des premiers. Les décisions prises par le dirigeant sont alors contrôlées grâce aux mécanismes de gouvernance supposés contraindre la latitude discrétionnaire de ce dernier ou l'inciter à maximiser la richesse des actionnaires.

Pour notre problématique, la grille de lecture de la gouvernance permet d'étudier la relation existant entre les CI et le dirigeant tout au long du contrat de financement mais également au moment de l'introduction en bourse. En considérant le contexte d'un financement par capital-investissement, il apparaît que la relation entre les différentes parties est marquée par un déséquilibre informationnel en raison de l'absence de cotation des entreprises financées sur un marché financier. En outre, ces dernières étant pour la plupart des firmes entrepreneuriales⁶¹ en France, sont généralement caractérisées par un actionnariat concentré – un taux élevé de participation des entrepreneurs / dirigeants de PME au capital – ce qui entraîne des conflits d'agence entre les CI et l'entrepreneur / dirigeant de PME. Aussi, ces caractéristiques particulières structurent d'une part, le système de gouvernance mis en place avant l'introduction qui permet aux investisseurs en capital d'exercer un contrôle plus actif (par comparaison aux actionnaires de firmes cotées), Sapienza et al. (1996) et d'autre part, déterminent le niveau d'implication des CI dans les mécanismes de gouvernance au moment de l'introduction.

Jusque là, la plupart des travaux ayant mobilisé le référentiel théorique de la gouvernance pour expliquer la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées ont parfois considéré ce système de gouvernance comme un facteur

⁶¹ Dans notre étude, la firme entrepreneuriale n'est pas considérée au sens strict. Il s'agit d'une entreprise dans laquelle le dirigeant détient une fraction importante du capital par rapport à d'autres actionnaires (Chahine et al. 2007).

exogène. En outre, ils ne s'intéressent qu'aux effets d'un seul mécanisme de gouvernance sur la performance de l'introduction en bourse. Pourtant, Charreaux (1997) explique que l'efficacité d'un système de gouvernance résulte des interactions entre les différents mécanismes de gouvernance.

Notre étude théorique a non seulement pour objectif d'étudier l'impact de l'ensemble des mécanismes de gouvernance mis en place par les CI sur la performance de l'introduction en bourse, mais également elle s'intéresse parallèlement aux facteurs qui influent sur la structure du système de gouvernance. Elle permet ainsi de répondre aux questions suivantes :

- 1) Quels sont les facteurs explicatifs du système de gouvernance permettant aux CI de contribuer à la performance de la firme introduite en bourse ?
- 2) Quelles sont les particularités de ce système de gouvernance ?
- 3) Quels en sont les effets sur la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse ?

Par ailleurs, nous précisons que notre travail ne s'intéresse pas uniquement à la dimension disciplinaire des apports des CI. Même si la théorie de la gouvernance est souvent présentée sous un angle restrictif, c'est-à-dire, une théorie qui s'intéresse aux dispositifs pouvant contraindre le dirigeant et aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires, elle permet également d'étudier le rôle de ces mécanismes dans la construction des compétences de la firme ou encore de la vision stratégique du dirigeant.

Définis comme des actionnaires actifs qui effectuent fréquemment un contrôle des décisions prises par l'entrepreneur, les CI apportent également à ce dernier leurs expertises, expériences et leurs conseils, et enfin lui permettent de bénéficier de leurs réseaux ou contacts (Wright, 2002). Leur contribution revêt donc une dimension aussi bien disciplinaire que cognitive qui est valorisée par le marché lors de l'introduction en bourse (Jain et Kini, 1995).

La littérature financière prolixe traitant des apports des CI et de leur contribution à la création de valeur d'une firme demeure parcellisée, et de ce fait ne permet pas une compréhension globale des effets du système de gouvernance sur la relation CI-entrepreneurs. En effet, elle s'intéresse à l'implication des CI sans distinguer les aspects disciplinaires des aspects cognitifs. Lorsqu'elle tente de faire une distinction des rôles des investisseurs, elle insiste sur les aspects disciplinaires de leurs apports (c'est-à-dire le contrôle exercé par les CI). Récemment, quelques travaux ont commencé à montrer l'importance des apports des investisseurs en termes de connaissance, compétence et capacités...

Dans notre étude, nous abordons premièrement la contribution des CI sous l'approche disciplinaire de la gouvernance afin de mettre en évidence les apports du contrôle exercé par les CI ; puis, nous traitons des apports des CI en termes de connaissance, compétence et capacités en mobilisant cette fois, le modèle cognitif de la gouvernance. Cette démarche permet de mener une réflexion plus pertinente des effets d'une participation active des CI sur la performance de l'entreprise.

Dans le chapitre 3, nous proposons une première modélisation s'appuyant sur le modèle disciplinaire de la théorie de la gouvernance dont la finalité est d'étudier les effets du « monitoring » exercé par les CI sur les risques de conflits d'agence. Elle analyse tout d'abord la relation CI / entrepreneur comme une relation d'agence marquée par des conflits d'agence entre les deux parties, pouvant être accentués lors de l'ouverture du capital (entre les CI et les nouveaux entrants ; Reid, 1998). Afin de résoudre ces conflits et d'en limiter les coûts, les CI mettent en place un système de contrôle et d'incitation. Lorsque ce système est efficace, il conduit à la résolution des conflits d'agence, et de ce fait, il a un impact favorable sur la performance de la firme introduite en bourse. La première étape de ce modèle analyse donc les déterminants du niveau d'implication des CI dans leur fonction disciplinaire (par le biais d'un système de gouvernance). La seconde étape consiste à apprécier l'efficacité de cette fonction en examinant les effets du système

de gouvernance mis en place par les CI sur la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse (chapitre 3).

Dans le chapitre 4, la seconde modélisation se focalise sur le « mentoring » ou les apports des CI en ressources cognitives. Dans l'approche cognitive de la théorie de la gouvernance, la relation CI-entrepreneur est perçue comme une « collaboration productive » dans laquelle s'effectuent des échanges de connaissances, de compétences et d'expérience entre les deux parties (Stévenot, 2006) grâce aux mécanismes de gouvernance. Cette-fois, les mécanismes de gouvernance ont pour objectif de favoriser l'apprentissage organisationnel, de permettre la création de compétences ...

Dans ce deuxième modèle, nous nous intéressons tout d'abord, aux facteurs qui déterminent l'importance des apports des CI en termes de compétences, d'expérience et de connaissance. En considérant l'existence d'un déséquilibre cognitif et de conflits, nous analysons par la suite, le système de gouvernance comme un moyen permettant aux CI et à l'entreprise de réduire les coûts cognitifs, d'acquérir de la connaissance et de développer un processus d'apprentissage nécessaire pour la réussite de l'introduction en bourse.

CHAPITRE 3 : L'APPROCHE DISCIPLINAIRE DE LA THEORIE DE LA GOUVERNANCE : CADRE CONCEPTUEL DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DE LA FIRME FINANCEE

Pour reprendre la définition de Shleifer et Vishny (1997), la gouvernance traite essentiellement des moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux (les actionnaires) peuvent s'assurer de la rentabilité de leurs investissements. A s'en tenir à cette description fort restrictive du gouvernement d'entreprise, le débat s'est longtemps situé autour de mécanismes pouvant contraindre les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. L'importance des dispositifs de contrôle pour ces derniers se justifie par les conflits d'agence qui découlent de leur relation avec le dirigeant. Une analyse de cette relation actionnaires-dirigeant s'avère donc utile. Elle permettrait de comprendre les comportements des acteurs et d'expliquer l'intérêt des mécanismes de gouvernance dans une relation spécifique, celle existant entre les CI et l'entrepreneur. En s'appuyant sur la théorie de l'agence, nous proposons ainsi une première modélisation de la contribution des CI à la relation d'agence avec le dirigeant-entrepreneur.

Pour parvenir à cette modélisation, une première section fournit un éclairage des principaux fondements du modèle disciplinaire de la gouvernance.

Dans la deuxième section, nous analysons les relations contractuelles existant entre les CI et les entrepreneurs/dirigeants de PME avec pour finalité d'y extraire un premier modèle expliquant le contrôle exercé par les CI à travers le système de gouvernance et son impact sur la performance de la firme introduite.

Section 1 : Les fondements de la théorie de la gouvernance

Les travaux d'Adam Smith évoquent dès les années 1770, les problèmes causés par la relation d'agence. Ils s'intéressent particulièrement à l'inefficacité des sociétés dont la gestion a été confiée par les propriétaires à des agents de direction. Dans ces sociétés, les dirigeants, étant les « régisseurs de l'argent d'autrui » n'auraient pas pour objectif de gérer la société au mieux de ses intérêts. Berle et Means (1932) prolongent cette réflexion en observant le développement des grandes sociétés américaines, cotées en bourse.

Dans ces grandes sociétés, pour la plupart, initialement des firmes entrepreneuriales, le propriétaire-entrepreneur assumait trois fonctions (Charreaux, 1987):

- « L'apport de capital » dans la mesure où il possède la firme et il a des droits de propriété sur les actifs non humains utilisés dans la production.
- La recherche et la coordination des facteurs de production qui résume la fonction directive et cognitive associée au leadership de l'entrepreneur. L'entrepreneur dispose en principe d'une compétence, à l'origine de la création de sa firme ; ce qui lui permet de rechercher, d'exploiter l'information existante du secteur et également de percevoir les opportunités rentables de l'environnement.
- L'assomption du risque et de l'incertitude puisqu'il est le créancier résiduel au sens d'Alchian et Demsetz (1972) : il supporte le risque inhérent à l'activité économique ; un risque pouvant déboucher sur des bénéfices mais également sur des pertes.

La croissance de ces firmes nécessite alors l'ouverture du capital à d'autres actionnaires et le recrutement de personnes compétentes à qui le propriétaire devra déléguer son pouvoir de direction. Nous assistons ainsi à la transformation de ces firmes en sociétés dite managériales, caractérisées par le démembrement de la propriété et du pouvoir de gestion.

Toutefois, la séparation des fonctions de propriété et de direction qui distingue les entreprises à capital diffus favorise la divergence d'intérêts entre les propriétaires (actionnaires) et les agents (dirigeant) et peut avoir une incidence sur leur performance économique.

Ces réflexions posent les bases de la théorie de l'agence initiée par Jensen et Meckling (1976) et concernent principalement la relation d'agence⁶² qui s'établit entre les actionnaires et les dirigeants des firmes.

1.1. La relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants

Les analyses en termes de relation d'agence mettent en évidence les difficultés engendrées par la séparation entre les actionnaires, appelés également les mandants et les dirigeants appelés les mandataires. Selon Jensen et Meckling (1976), la relation actionnaires-dirigeants est définie comme « un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes (principal) a recours aux services d'une autre personne (agent) pour accomplir en son nom une tâche quelconque ». Ceci implique une délégation de l'autorité du principal à l'agent en matière de prise de décision. La relation d'agence est essentiellement une relation de coopération⁶³ entre deux individus liés contractuellement.

Dans le cadre de notre étude, nous nous intéressons à la relation CI / entrepreneur-dirigeant de PME comme une relation d'agence dans laquelle le dirigeant peut parfois avoir des intérêts et objectifs qui diffèrent de ceux des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 et Demsetz, 1983) ; ce qui provoque des conflits d'agence.

⁶² La relation de coopération concerne également les salariés et le dirigeant ou encore les créanciers de la firme et le dirigeant. Elle ne se limite pas à la relation entre le dirigeant et les actionnaires de l'entreprise.

⁶³ Cette idée s'inscrit dans une vision actionnariale. Les actionnaires sont considérés comme les créanciers résiduels supportant le risque de la firme. Par conséquent, la valeur de la firme se résume à la création de richesse distribuée aux actionnaires.

1.1.1. Les facteurs à l'origine des conflits d'agence

Selon Einsenhardt (1989), un problème d'agence apparaît lorsque les objectifs du principal et de l'agent sont conflictuels et qu'il est difficile et coûteux pour le principal de vérifier les actions entreprises par l'agent. Dès lors, la relation contractuelle liant deux individus donne naissance à des conflits d'agence en raison des divergences d'intérêt entre les parties, qui s'accompagnent d'une observabilité limitée des efforts du dirigeant et de l'incomplétude des contrats (Charreaux, 1987). Selon l'hypothèse de la rationalité limitée des individus qui sous-tend la théorie de l'agence, l'impossibilité de prévoir toutes les situations possibles peut survenir au cours du contrat en raison de plusieurs facteurs (Charreaux, 1987) :

- l'incertitude de l'environnement, le langage imprécis ou les problèmes d'évaluation du comportement de l'agent... Ces derniers sont liés à la difficulté de contrôler l'agent et de vérifier qu'il entreprend tous les efforts nécessaires au développement de l'entreprise, qu'il utilise toutes les ressources nécessaires à la réalisation des objectifs qui lui sont assignés. En outre, l'agent dispose d'un avantage informationnel sur le principal grâce à sa gestion quotidienne de la firme. Il lui est donc facile de manipuler l'information disponible.
- les coûts que nécessiterait l'établissement d'un contrat complet tels que le coût de la consultation d'experts ou encore les coûts liés à la mise en place de systèmes de contrôle et d'incitation destinés à s'assurer que les parties remplissent leurs obligations contractuelles.

Par-delà l'incomplétude des contrats et l'observabilité imparfaite des efforts de l'agent, les problèmes d'asymétrie d'information sont à prendre en considération dans la mesure où ils favorisent le comportement opportuniste des individus.

Selon Williamson (1985), deux formes d'opportunisme existent : l'opportunisme ex ante et l'opportunisme ex post, associés aux problèmes de sélection contraire et de risque moral. Une situation de sélection contraire apparaît dans la mesure où l'agent dispose d'un avantage informationnel vis-à-vis du principal lors de la signature du contrat. Dans ce contexte, l'agent peut de façon opportuniste dissimuler l'information privilégiée de façon à tromper le principal. Le risque moral apparaît au cours de la phase d'exécution du contrat. Il naît du fait que l'agent ne respecte pas tous les termes du contrat et qu'il soit difficile ou coûteux de vérifier tous ses agissements. Eisenhardt (1989) précise que le risque moral fait référence au manque d'efforts de l'agent et que la sélection contraire correspond plutôt à la représentation malhonnête des capacités de l'agent.

En admettant le postulat selon lequel tous les individus agissent de façon à maximiser leur fonction d'utilité, logiquement, chaque individu peut être tenté de profiter de manière opportuniste de certaines failles du contrat résultant des problèmes d'incomplétude et d'asymétrie d'information afin de satisfaire sa propre utilité. Cette recherche d'intérêt personnel se poursuit au détriment des autres parties du contrat. Par exemple, les dirigeants peuvent procéder à des prélèvements pécuniaires, investir dans des projets qui ne sont pas forcément rentables pour la firme...

Pour limiter les comportements déviants de l'agent et remédier aux failles des contrats, les actionnaires mettent en place des systèmes d'incitation et de surveillance qui génèrent des coûts, dénommés coûts d'agence.

1.1.2. Les implications de la divergence des intérêts : les coûts d'agence

Jensen et Meckling (1976) définissent les coûts d'agence comme la somme de trois catégories de coûts :

- les coûts de surveillance supportés par le principal pour tenter de limiter le comportement opportuniste de l'agent.

Les coûts d'audit, de contrats de compensation, les coûts d'éviction ou remplacement des dirigeants sont des exemples de coûts de surveillance. Même s'ils sont au départ engagés par le principal, Fama et Jensen (1983b) expliquent que ces coûts sont ultérieurement supportés par l'agent dans le sens où sa rémunération sera ajustée des coûts engagés.

- les coûts de dédouanement ou d'obligation encourus par l'agent qui cherche à mettre le principal en confiance, sont principalement liés aux démarches informationnelles menées par l'agent pour communiquer sur ses décisions et actions. Il s'agit par exemple de coûts de publication d'information aux actionnaires.
- un coût d'opportunité ou une perte résiduelle, qui correspond à la différence entre la valeur attendue par le principal des décisions prises par l'agent et la valeur des décisions effectives de l'agent pour le principal. Le niveau optimal de cette perte résiduelle résulte de l'arbitrage entre les contrats établis avec le dirigeant (ou équipe dirigeante) et les mécanismes de contrôle renforcés visant à réduire les problèmes d'agence (McColgan, 2001).

En définitive, les coûts d'agence sont l'inévitable conséquence de toute relation d'agence dans laquelle l'agent ne se conforme pas parfaitement aux exigences du principal en raison de l'incomplétude des contrats, de l'observabilité limitée... Ils sont plus ou moins importants selon l'intensité des conflits d'intérêts existant entre les actionnaires et le dirigeant. Dans une firme où le dirigeant privilégie essentiellement ses propres préférences au détriment de l'objectif de maximisation de la valeur des actionnaires, les actionnaires auront tendance à supporter des coûts plus importants pour mesurer la performance du dirigeant. Une réduction des coûts de surveillance et plus généralement des coûts d'agence, suppose donc une atténuation de la divergence d'intérêts qui passe par la limitation juridique de leur responsabilité, la liquidité des marchés permettant aux

actionnaires de vendre leurs actions en cas d'insatisfaction, les mécanismes de contrôle et d'incitation... Nous proposons d'analyser les principaux mécanismes de gouvernance de la relation actionnaires-dirigeant.

1.2. Les principaux mécanismes de gouvernance

D'après Charreaux (1997), les mécanismes de contrôle et d'incitation peuvent être classés en fonction de leur caractère spécifique et intentionnel. Ils sont présentés dans le tableau II.1.

Tableau II.1 : les mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Assemblée des actionnaires Conseil d'administration Système de rémunération Clauses du pacte d'actionnaires Contrôle par les salariés Nature du suivi	Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	Réseaux de confiance informels Contrôle par les salariés Culture d'entreprise Réputation...	Marché de biens et services Marchés financiers Marché du travail Environnement médiatique..

Source : Charreaux (1997), « *Le Gouvernement d'entreprises : Corporate Governance, Théorie et faits* »

L'un des principaux mécanismes ayant fait l'objet de nombreuses études en matière de gouvernance est le conseil d'administration.

1.2.1. Le conseil d'administration comme mécanisme central de contrôle

Il revêt une importance particulière dans toute organisation où le dirigeant prend les décisions majeures sans pour autant en subir de manière significative les conséquences. Selon la théorie de l'agence, le conseil d'administration⁶⁴ a pour fonction principale le contrôle de l'action du dirigeant. Dans la théorie de l'agence, il a pour rôle l'évaluation des performances, le choix de rémunération, de nomination ou même de révocation du dirigeant.

⁶⁴ Voir les contributions de Charreaux et Pitol-Belin (1992), Charreaux (2000).

Sous cet angle, l'efficacité du conseil d'administration dépend de sa composition (la distinction entre administrateurs internes et externes), de la nature des administrateurs (le degré d'indépendance vis-à-vis du dirigeant...), et de sa structure (la séparation de la fonction de décision et de contrôle).

Le conseil d'administration participe également aux décisions majeures concernant la ratification et la surveillance des politiques de la firme (Fama et Jensen, 1983b). Il peut être complété par des mécanismes spécifiques⁶⁵ qui favorisent le contrôle mutuel entre les membres de l'équipe dirigeante, la politique de rémunération ou encore d'autres mécanismes non spécifiques (externes) tels que le marché des capitaux et celui des dirigeants renforce le contrôle du dirigeant. Même si ces forces externes jouent un rôle indéniable dans la discipline du comportement du dirigeant, elles ne seront toutefois pas abordées dans notre analyse de la relation CI / entrepreneurs-dirigeant de PME puisqu'elles sont quasi-inexistantes (Stephany, 2003, p.31).

En tant que mécanisme de gouvernance spécifique et intentionnel, le système de rémunération du dirigeant apparaît dans la théorie de l'agence comme un moyen d'inciter le dirigeant à sélectionner et à mettre en place les actions qui sont dans l'intérêt des actionnaires.

1.2.2. Le système de rémunération du dirigeant

Dans son étude du système de rémunération du dirigeant, Narayanan (1996) distingue deux types d'incitations : la première catégorie connue sous le nom de rémunérations liquides se compose de bonus et de révisions de salaires basés sur la performance. Les plans d'options sur actions et plans de retraite connus sous le nom de rémunérations différées constituent la seconde catégorie de rémunération. Cette distinction est d'autant plus importante que les rémunérations n'ont pas toutes un impact sur la performance de la firme. Notamment les travaux de Baker et al. (1988) soulignent

65 La définition du caractère spécifique selon Charreaux (1997).

l'importance d'indexer la rémunération du dirigeant sur la création de valeur destinée aux actionnaires et l'inefficacité de l'incitation par la promotion. Dans le même registre, Jensen et Murphy (1990) mettent en évidence une relation positive entre l'évolution de la rémunération (prime et salaire) du dirigeant et celle de la performance de la firme. D'autres travaux⁶⁶ traitant des rémunérations des dirigeants trouvent cependant un lien beaucoup plus fort entre les rémunérations différées, notamment les stock-options⁶⁷ ou les titres de propriété et la performance de la firme (Desbrières, 1988 ; 1995 ; Jensen et Murphy, 1990a et 1990 b). Précisément, les stock-options liés à la performance de la firme⁶⁸, incitent davantage les dirigeants à maximiser la valeur des actions de la firme qu'ils gèrent et permettent ainsi de réguler les conflits d'agence en favorisant la convergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants (Desbrières, 1990).

En définitive, l'analyse de la théorie de la gouvernance montre que ce cadre conceptuel traite des problématiques de contrôle et d'incitation dans un contexte de répartition dissymétrique de l'information entre le principal et l'agent. Il s'est initialement intéressée aux conflits d'agence dans les entreprises cotées à capital diffus (ou managériales) qui constituaient l'unité d'analyse des travaux fondateurs de Berle et Means (1932) pour s'adresser aux problématiques des PME, et particulièrement des firmes

⁶⁶ Se reporter à; Desbrières (1997, 1999) et Desbrières, Magnan et Saint-Onge (2000), Caby et Hirigoyen (2005).

⁶⁷ Les *stock-options* se définissent comme étant un droit qu'une entreprise octroie à un collaborateur d'acquérir les titres de la firme à un prix fixé le jour de l'octroi par le conseil d'administration et sous certaines conditions stipulées par le contrat. Ils sont également considérés comme un outil de gestion des ressources humaines dans la mesure où ils permettent de retenir et de fidéliser les talents au sein d'une entreprise (voir les travaux de Desbrières (1999) ; Poulain-Rehm (2003) ; Core et Guay (2003) et Ittner, Lambert et Larcker (2003)).

⁶⁸ Des études empiriques comme celles de Core et Guay (2001), Hartzell et Starks (2003), Yermack (1995), Mehran (1995) et Palia (2001) prouvent que les *stock-options* jouent un rôle dans l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et dans la réduction des conflits d'agence.

Les études analysant l'effet de ce mode de rémunération sur la performance font ressortir des résultats mixtes, sans doute à cause de l'usage de méthodologies très variées. Mehran (1995) trouve une association positive entre la performance de la firme et le pourcentage du capital détenu par les dirigeants, ainsi qu'avec le pourcentage de la rémunération des dirigeants (les *stock-options* et les actions) qui est lié à la performance de l'entreprise. Il montre les entreprises utilisant ce type de rémunération connaissent une performance significativement supérieure en utilisant comme indicateur de performance, le Q de Tobin et le ROA.

Selon Larcker (1983) et DeFusco, Johnson et Zorn (1990), l'adoption d'un plan de *stock-options* a un impact positif sur la valeur boursière des actions à court terme. Jensen et Murphy (1990), Aboody (1996), Hall et Liebman (1998) ont vérifié la relation positive entre l'octroi des options sur la valeur boursière à court terme.

Aboody (1996) conclut que l'impact d'un plan de stock options sur la valeur boursière à long terme en vertu d'un plan déjà existant est négatif. En France, il existe très peu d'études dans ce sens. Celle d'Arcimoles et Trébucq (2002), a montré un lien positif entre la présence d'un plan de *stock-options* au sein d'entreprises françaises et certains indicateurs traditionnels de performance (ROE, ROI).

financées par des CI. Ces dernières étant pour la plupart des sociétés non cotées, ont des particularités qui demandent l'ajustement de ce cadre théorique. En effet, ces entreprises se distinguent par un actionnariat généralement concentré (Desbrières, 2001b) et présentent un niveau élevé d'asymétrie d'information pouvant conduire à des risques plus importants de comportements opportunistes du dirigeant. La relation CI-entrepreneur / dirigeant de PME peut être ainsi définie comme une relation d'agence spécifique dont l'analyse théorique met en évidence les déterminants du niveau d'implication des CI dans la gouvernance et l'impact de cette implication – avec pour finalité de contrôler le dirigeant – sur la performance des firmes (Reid, 1998). Aussi, l'application du modèle disciplinaire de la gouvernance aux relations entre CI-entrepreneurs fournit une grille de lecture pertinente pour étudier la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes (Reid, 1998 ; Wright et Robbie, 1998).

Section 2 : L'implication des CI dans la résolution des conflits d'agence

2.1. La relation contractuelle entre les CI et l'entrepreneur / dirigeant de la PME

Selon Jensen et Meckling (1976), toute relation contractuelle peut être définie comme une relation d'agence où se croisent les objectifs conflictuels des dirigeants (agent) et des actionnaires (principal). Par conséquent, la relation contractuelle existant entre les CI et l'entrepreneur / dirigeant de PME peut être alors analysée comme une relation d'agence dans laquelle d'une part, les CI peuvent être assimilés au principal en tant qu'apporteurs de ressources financières et d'autre part, l'entrepreneur/ dirigeant de PME peut être associé à l'agent. Toutefois, cette relation d'agence présente des spécificités qui structurent le système de gouvernance mis en place par les CI.

Dans un premier temps, les caractéristiques particulières qui fondent cette relation d'agence sont mises en lumière. Celles-ci tiennent à la répartition du capital entre les CI et les entrepreneurs et au degré d'asymétrie informationnelle entre ces deux parties qui

favorisent le comportement opportuniste de l'entrepreneur / dirigeant de PME. Dans un deuxième temps, l'attention est portée sur les mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant mis en place, permettant aux CI d'exercer un contrôle actif.

2.1.1. Les spécificités de la relation CI-dirigeant de PME /entrepreneur

Pour Berle et Means (1932), les divergences d'intérêt conduisant à des problèmes d'agence entre les actionnaires et le dirigeant proviennent du démembrement de la propriété et du pouvoir de décision. La délégation de pouvoir faite par les actionnaires aux dirigeants donne à ces derniers une forte latitude managériale. En retenant l'hypothèse de Ross (1973) qui stipule que chaque agent a ses propres fonctions d'utilité qu'il cherche à maximiser, les dirigeants, « régisseurs de l'argent d'autrui » n'ont pas nécessairement pour objectif de maximiser la valeur de la firme. Comme le soulignent Jensen et Meckling (1976), les dirigeants peuvent être incités à adopter un comportement déviant en réduisant leurs efforts ou en se dotant d'avantages en nature qui portent préjudice aux actionnaires. En détournant ainsi certaines ressources de la firme pour atteindre leurs propres objectifs, les dirigeants opportunistes réduisent la valeur de la firme. Par conséquent, le système de gouvernance mis en place par les actionnaires, a pour finalité de limiter le comportement déviant des dirigeants et de réduire les problèmes d'agence des sociétés managériales.

Même si le démembrement des fonctions de propriété et de contrôle reste faible dans le cas d'un financement par capital-investissement, Eisenhardt (1989), Mac Millan et al. (1988) et De Clercq et Manigart (2007, p. 193) expliquent que la théorie de l'agence fournit une grille de lecture pertinente pour l'analyse de la relation CI /entrepreneurs ou dirigeants de PME. Sur la base des développements de Jensen et Meckling (1976), ces auteurs suggèrent que cette théorie s'applique aux situations où les conflits d'intérêt entre le principal et l'agent sont élevés (Bruton et al. 2000), aux situations de forte incertitude quant aux flux dégagés par les projets et surtout aux situations dans lesquelles le comportement de l'agent est difficilement observable.

Ces différentes conditions étant remplies dans le cadre d'un financement par capital-investissement, elles font de la théorie de l'agence un cadre d'analyse approprié pour la relation contractuelle existant entre les CI et les dirigeants de PME. Par-delà ces conditions générales qui fondent la relation d'agence entre ces deux parties, Landström (1992), Desbrières (2001a), Wright (2002) et Stephany (2003) considèrent l'actionnariat parfois concentré des firmes financées par des CI ainsi que l'asymétrie informationnelle et les risques de comportements opportunistes qui en découlent comme des caractéristiques qui singularisent la relation d'agence entre les CI et les entrepreneurs /dirigeants de PME. Dans leur étude de la relation spécifique d'agence qui lie les CI et les entrepreneurs, Amit et al. (1990) et Chan et al. (1990) précisent que l'entrepreneur défini comme l'agent est aussi bien propriétaire de la PME que le CI considéré comme le principal. Dans les PME, initialement des firmes entrepreneuriales ou familiales, le dirigeant-entrepreneur détient une part relativement importante du capital même après l'entrée des CI. Desbrières (2001a) met en évidence l'actionnariat très concentré des firmes financées par des CI (par comparaison aux firmes managériales) qui permet au dirigeant de maintenir un pouvoir relativement important par rapport aux CI. En tant qu'actionnaire et dirigeant de la PME, celui-ci exerce un contrôle direct sur les décisions financières, notamment sur la nature des investissements choisis, sur la politique de financement pratiquée ou encore la stratégie de croissance (Hirigoyen, 1982 ; Charreaux, 1985 et Van Loye, 1991). On assiste alors à une faible séparation entre les fonctions de propriété, de décision et de contrôle (Wright et Robbie, 1998).

Charreaux (1998) s'interrogeant sur la gouvernance des firmes entrepreneuriales, explique que la faible séparation des fonctions de propriété et de décision a pu logiquement conduire à une sous estimation des problèmes d'agence dans la relation actionnaires-dirigeants. La forte prise de participation des entrepreneurs dans les firmes entrepreneuriales est censée les inciter à maximiser la valeur de la firme et de ce fait, conduire à des coûts d'agence plus faibles que ceux des entreprises managériales.

Pourtant Barnea et al. (1981) et Landström (1992) proposent un modèle de la relation CI / entrepreneurs dans lequel ils suggèrent l'importance des coûts d'agence dans les firmes entrepreneuriales. Ils considèrent que la répartition du capital entre les CI et les entrepreneurs-dirigeants de PME constituent l'une des premières sources de problèmes d'agence. Avec des prises de participations généralement minoritaires, les CI devraient logiquement disposer d'un faible pouvoir décisionnel. De surcroît, la rentabilité attendue de leurs investissements dépend très largement de l'actionnaire majoritaire (dirigeant de la PME) puisque les CI courent le risque que ce dernier modifie les caractéristiques implicites du contrat en entreprenant des actions ayant pour objectif de valoriser ses propres intérêts dans la société, au détriment des leurs. Cette délégation de pouvoir faite à l'actionnaire-dirigeant majoritaire par ces derniers (en tant qu'investisseurs minoritaires) rend alors plus difficilement contrôlable le comportement du dirigeant (actionnaire majoritaire) et peut donner lieu à de nombreux conflits d'intérêt (Cherif, 1999).

Fama (1980) met en évidence deux autres sources de conflits susceptibles de diviser dirigeants et actionnaires. La première trouve son origine dans les divergences d'horizon entre actionnaires et dirigeants. Tandis que l'horizon des actionnaires n'est a priori pas limité au sein de la firme, celui des dirigeants est limité à leur présence dans l'entreprise, ce qui peut les conduire à favoriser les projets les plus rentables à court terme. Dans le cadre d'un financement par capital-investissement, l'horizon⁶⁹ de temps des CI dans le capital est plutôt limité (surtout lorsqu'il s'agit d'un fonds d'investissement) par rapport à celui des dirigeants. Par conséquent, les objectifs de rentabilité (et de fait, les projets à flux futurs positifs) demeurent l'une des préoccupations majeures des investisseurs en capital, contrairement au dirigeant de la PME. Celui-ci, parfois fondateur de la société, peut chercher à investir dans des projets peu rentables à forte valeur ajoutée. Ces conflits d'intérêt peuvent également résulter des désaccords sur l'évolution de la firme ou sur la stratégie menée par le dirigeant, guidée par des objectifs autres que financiers.

⁶⁹ Les prises de participation des CI sont réalisées sur un horizon de temps défini dans la mesure où les capitaux dont ils bénéficient pour investir proviennent parfois de fonds à durée limitée, ce qui influence la nature, l'horizon de leurs investissements (Desbrières et Broye, 2000).

La deuxième source de conflits est liée au niveau de risque supporté par chacun des acteurs. Fama (1980) suppose que le risque encouru par les actionnaires est réduit dans la mesure où ils possèdent un portefeuille très diversifié. Toutefois, dans le cas d'un financement par capital-investissement, Robinson (1987) explique que le risque encouru par les CI reste parfois élevé lorsque les montants investis représentent une part significative de leurs ressources financières ; ce qui limite leurs capacités de diversification. En outre, ils supportent un risque d'affaires important. En cas d'échec de l'investissement, leur capital « réputation » peut être négativement affecté sur le marché – ce qui est préjudiciable pour les levées de fonds ultérieures. Cette différence de niveau de risque supporté par chaque partie peut expliquer les choix réalisés et les divergences d'objectifs entre les CI et les dirigeants. Plus les dirigeants sont motivés à poursuivre leurs propres intérêts, plus le risque d'agence est élevé, plus le niveau d'implication des CI est important (Barney et al. 1989).

Cette première analyse des sources de problème d'agence dans la relation CI-entrepreneurs met en évidence l'importance des coûts d'agence liés aux conflits d'intérêt entre les deux acteurs. Au-delà de ces divergences d'intérêt, l'asymétrie d'information qui marque la relation CI / dirigeant de PME ainsi que le risque moral qui en découlent sont deux autres caractéristiques pouvant engendrer des problèmes d'agence (Denis, 2004).

Traditionnellement défini comme un mode d'intermédiation financière qui répond aux besoins d'entreprises non cotées, le capital-investissement se caractérise par une forte opacité informationnelle liée d'une part, à des systèmes d'informations comptables et financiers moins développés que dans les grandes sociétés, et d'autre part, à l'absence d'un marché financier de référence (Wright et Robbie, 1998) justifiant les faibles contraintes légales de publication d'informations qui rendent difficiles le suivi de ces entreprises par des analystes financiers.

Barnea et al. (1981) qui proposent un modèle théorique expliquant les problèmes d'agence des PME, mettent en relief le lien entre le niveau d'asymétrie informationnelle et le comportement opportuniste du dirigeant de PME (Amit et al. 1990, 1993, 1998). En effet, Une plus grande asymétrie informationnelle accroît la capacité de l'agent à dissimuler les informations nécessaires à la prise de décision et l'incite à exploiter la richesse des actionnaires. De surcroît, la quasi-inexistence d'un marché de dirigeants efficient sanctionnant en cas d'échec, renforce le risque de comportement déviant de l'entrepreneur-dirigeant de PME (Pettit et Singer, 1985). Dès lors, un niveau élevé d'asymétrie d'information entre les parties accroît les problèmes d'agence de ces firmes.

Avant d'insister sur le risque moral découlant de cette situation, Amit et al. (1990) et Wright (2002) montrent qu'à la signature du contrat de financement, le déséquilibre informationnel⁷⁰ soumet déjà les CI à un risque de sélection contraire. Lors de la sélection des projets, l'entrepreneur peut facilement présenter aux CI des informations manipulées, difficilement vérifiables. L'évaluation de sa qualité de gestion, de ses capacités ou de sa performance est par ailleurs plus difficile, faute d'un marché de travail efficient (risque managérial).

Selon Desbrières (2001a), la nature et l'importance⁷¹ du risque de sélection contraire diffèrent en fonction des projets d'investissement à financer et elles peuvent également fluctuer en fonction du type et du secteur de ceux-ci. Kaplan et Atkinson (1989) et Mason et Harrison (1990) trouvent une plus forte asymétrie informationnelle pour les entreprises

⁷⁰ Notre étude s'intéressant à l'implication des CI dans la firme financée, elle se limite au comportement des CI lors de l'exécution du contrat d'investissement dans la modélisation.

⁷¹ En France, dans le cas des LBO, qui s'effectuent dans un contexte de transmission d'entreprises indépendantes ou de cession de filiales, le risque de sélection contraire est d'autant plus grand que le fondateur détient une part essentielle de l'information spécifique. Les fonctions de décision et de contrôle sont si personnalisées qu'elles fragilisent la position des repreneurs. Ce risque est plus faible lorsque la reprise en LBO se fait autour du dirigeant historique de la filiale puisqu'il détient l'information spécifique.

Dans le cas d'autres types d'investissement, ce risque est d'autant plus grand qu'il est difficile de prévoir la performance future des entrepreneurs, notamment lorsque l'entreprise cible évolue dans les secteurs des nouvelles technologies ou est de petite taille. Il est plus difficile d'obtenir suffisamment d'informations pertinentes et de qualité afin d'évaluer correctement l'entreprise cible.

évoluant dans les secteurs dynamiques ou encore celles qui possèdent des niveaux élevés d'actifs intangibles (Barry et al. 1990 ; Megginson et Weiss, 1991 ; Gompers, 1995 et Amit et al. 1998) difficilement évaluables.

Suite à la signature du contrat, les CI sont ensuite confrontés à un risque patrimonial inhérent à leur décision d'investir dans les fonds propres de l'entreprise considérée et surtout à un risque moral (Sahlman, 1990 ; Norton, 1991 ; Amit et al. 1993 ; Barney et al. 1994 ; Robbie et al. 1997, Desbrières, 2001a). Pour ces auteurs, le risque moral qui provient du caractère incomplet du contrat favorise le comportement opportuniste de l'entrepreneur ou du dirigeant de PME. Ce dernier peut ne pas respecter les engagements de coopération définis contractuellement avec les CI : prise de décision sans concertation sur le plan stratégique. Bénéficiant d'un avantage informationnel en raison de sa gestion quotidienne des activités de l'entreprise, il peut volontairement retenir ou cacher aux CI des informations jugées privées pour éviter leur ingérence dans la gestion de l'entreprise. Parallèlement, il peut facilement engager des dépenses inutiles au développement de la société et procéder à des prélèvements pécuniaires ; ce qui réduit la rémunération des actionnaires (Gompers et Lerner, 1996). En outre, la difficulté⁷² pour le principal à parfaitement observer la qualité des actions du dirigeant rend difficile le contrôle ; ce qui facilite le comportement opportuniste de l'agent (Walsh et Seward, 1990). Compte tenu de la spécificité des ressources qu'il apporte à la firme financée et de son importante contribution au processus de création de richesse, le dirigeant de PME peut d'ailleurs facilement s'enraciner dans l'entreprise.

Un autre facteur pouvant expliquer la forte probabilité d'avoir un risque moral est l'attitude du dirigeant face au risque. En effet, la faible diversification des investissements du dirigeant de PME (investissement de son capital humain et son capital financier) peut conduire ce dernier à minimiser les risques en n'investissant que dans des projets peu risqués à flux nets positifs. Cette attitude entraîne une réduction de la richesse potentielle

⁷² Adam et Farber (1994) précisent que ce problème est accentué dans les entreprises disposant d'actifs intangibles.

des CI dans le sens où le dirigeant renonce à tout investissement risqué dont la rentabilité (pour les investisseurs) est bien plus grande.

Pour conclure, la relation contractuelle liant les CI aux dirigeants de PME est spécifique en de nombreux points. Elle est marquée par une forte asymétrie d'information et des conflits d'intérêt non négligeables qui augmentent le niveau de risque de conflits d'agence. Afin de réduire ce risque, les CI s'impliquent activement dans la surveillance ou le « monitoring » des dirigeants ; d'où l'accroissement des coûts d'agence. Sapienza et Gupta (1994) montrent que la fréquence des relations entre CI et entrepreneurs est plus forte dans les situations de non convergence d'objectifs entre les deux parties. Plus le risque de conflits d'agence est élevé, plus il est important pour les CI d'exercer un contrôle du dirigeant et par conséquent les coûts d'agence sont élevés (Nathusius 2002).

Dans la littérature relative aux capital-investissement, plusieurs recherches ont tenté d'identifier le lien entre les coûts d'agence (coûts de surveillance, d'obligation et résiduels) dans la relation CI-entrepreneur, le contrôle exercé par les CI et la valeur de l'entreprise (Stephany, 1994, 1998 ; Suret et Gagnon, 1991 ; Barney et al. 1994 ; Sapienza et al. 1994 ; Sapienza et al. 1995). Conformément à la théorie de l'agence, les coûts d'agence affectent la valeur de la firme en la réduisant et parallèlement, le contrôle actif des CI ou « monitoring » visant à réduire le risque accroît la valeur de firme (Mahieux, 1993).

Nous apportons dans le point suivant un éclairage sur la fonction disciplinaire des CI.

2.1.2. Le « monitoring » exercé par les CI

Les activités de « monitoring » des CI dans les firmes financées ont été confirmées dans plusieurs études nord américaines. L'une des premières études mettant en lumière la fonction disciplinaire des CI est celle de Gorman et Sahlman (1989).

Elle montre que les CI chefs de file visitent en moyenne les dirigeants des sociétés financées 19 fois par an. Quant à Gomez-Meija et al. (1990), ils se sont intéressés au rôle des CI lors des prises de participation dans les entreprises « high tech ». Sur la base d'un questionnaire administré auprès des dirigeants et des CI, ils confirment que les CI s'impliquent dans la surveillance des firmes « high tech ». Ils précisent que le niveau de contrôle est toutefois influencé par le stade de développement de la firme financée, la taille du CI, le pourcentage détenue par le CI chef de file, la performance perçue et les compétences de l'entrepreneur. Dans le même sens, Sapienza et al. (1996) montrent un contrôle plus intense des CI pour les activités dont le niveau de développement est peu avancé et pour celles qui paraissent plus risquées.

En analysant les différentes phases d'investissement d'un financement par capital-investissement, Kaplan et Strömberg (2001 ; 2003) observent que le « monitoring » des investisseurs est lié au processus de sélection avant la signature de contrat, mais également à la structure des contrats élaborés permettant de s'assurer que le « business plan » qui a été approuvé est bien mis en œuvre et que le management de l'entreprise crée de la valeur pour la participation.

Dans leur définition du « monitoring », Jensen et Meckling (1976) précisent que cette technique de surveillance ne consiste pas uniquement à mesurer la performance ou observer le comportement de l'agent. Cela concerne également le contrôle des efforts réalisés par l'agent tels que les restrictions budgétaires...(Ouchi, 1977 ; 1979). Lorsque le principal ne peut pas parfaitement observer le comportement de l'agent, Jensen et Meckling (1976) suggèrent qu'il mette en place des mécanismes de contrôle ou de systèmes d'incitation. Pour Bertoni et Colombo (2005), les mécanismes de gouvernance ne sont pas uniquement avantageux pour les actionnaires mais également pour la firme dans la mesure où ils permettent à cette dernière d'être plus transparente sur le marché financier et par conséquent, conduisent à réduire l'asymétrie informationnelle entre les investisseurs potentiels et la firme.

Dans la littérature relative au financement par capital-investissement, Sahlman (1990) et Nathusius (2002) soulignent l'importance du conseil d'administration dans le contrôle du dirigeant. Ils trouvent que les CI sont fortement représentés dans cet organe de surveillance. Des études plus approfondies comme celle de Lerner (1995) réalisée à partir d'un échantillon de 271 sociétés de biotechnologies observées entre 1978 et 1989, note que la représentation des CI au conseil d'administration des sociétés accroît significativement au cours des périodes dans lesquelles le besoin de contrôle est le plus important, notamment lors du remplacement du management d'une société. Outre le conseil d'administration, Sahlman (1990) et Nathusius (2002) recensent d'autres leviers de contrôle spécifiques au capital-investissement. La signature de contrats particuliers tels que les pactes d'actionnaires entre les CI et les dirigeants, le financement par étapes, la syndication apparaissent comme des mécanismes offrant aux CI la possibilité de réduire l'asymétrie d'information et de limiter le comportement opportuniste du dirigeant (Gompers, 1995 ; Gompers et Lerner, 2004).

En somme, la surveillance ou le « monitoring » des CI a pour but de réduire les risques de conflits d'agence. Elle implique la mise en place de mécanismes aussi bien « classiques » que de mécanismes spécifiques au capital-investissement qui constituent le système de gouvernance. Ce dernier apparaît comme un système « ad hoc » dont la structure dépend de plusieurs facteurs de contingence (Stephany, 2003, p.161).

Barney et al. (1989) trouvent que ce système de gouvernance est d'autant plus élaboré que le risque de conflits d'agence et le risque d'exploitation des firmes financées est important. En recourant à un pairage entre les CI majoritaires dans le financement et les dirigeants des firmes américaines étudiées, Sapienza et Gupta (1994) montrent que la fréquence des relations entre entrepreneurs et CI, et de fait le système de gouvernance mis en place, résulte de la non convergence d'objectifs des CI et dirigeants, du niveau d'expérience des dirigeants, du stade de développement d'un projet financé (seed, start-up)

et enfin du degré d'innovation technologique de ce projet. Contrairement à leurs anticipations, ils ne trouvent aucune influence du niveau d'actionnariat des dirigeants sur la fréquence de ces relations.

Gompers (1995) confirme le lien existant entre le niveau de risque d'agence et le niveau d'implication des CI. Il montre notamment que le nombre de séquences d'investissement a pour effet de réduire le niveau d'asymétrie informationnelle et par conséquent, augmente en fonction du niveau de risques d'agence.

En reconnaissant les spécificités de la relation CI-entrepreneur, il apparaît donc que le système de gouvernance est une variable endogène qui répond aux problèmes particuliers de ce contrat entre les CI et le dirigeant.

Avant de mettre en évidence les particularités de ce système de gouvernance, nous proposons dans le point suivant, d'analyser les différents mécanismes de gouvernance des firmes financées par des CI ainsi que leur structure.

2.2. Les mécanismes de gouvernance des firmes financées par les CI

Selon la classification faite par Charreaux (1997), le système de gouvernance est composé d'une part de mécanismes externes tels que le marché financier, le marché des dirigeants et le marché des OPA, et d'autre part de mécanismes internes. Comme nous l'avons déjà souligné, les mécanismes externes sont quasi-inexistants dans le cadre d'un financement par capital-investissement. Nous n'aborderons donc que les mécanismes internes de gouvernance. Les études relatives à la gouvernance des entreprises identifient deux principaux mécanismes internes de contrôle : la structure du conseil d'administration et la structure de propriété de la firme.

La structure du conseil d'administration concerne aussi bien sa taille (Yermarck, 1996) que sa composition.

Comme l'ont souligné Fama (1980) et Fama et Jensen (1983a), le conseil d'administration d'une société est l'un des principaux mécanismes en raison de son rôle majeur dans le contrôle des dirigeants. Il est d'autant plus efficace qu'il affecte positivement la valeur de la firme (Shleifer et Vishny, 1997). Selon Jensen (1993), la qualité du contrôle exercé par le conseil d'administration dépend d'une part de sa taille et d'autre part de sa composition.

2.2.1. Le conseil d'administration, mécanisme interne de contrôle du dirigeant

A l'instar des firmes managériales, la littérature montre que dans le cas des firmes financées par des CI, ce mécanisme concourt à réduire le risque de conflits d'agence et il permet aux CI d'exercer un « monitoring » des décisions prises par le dirigeant de la PME. Il présente une composition particulière dans le sens où les CI y sont fortement représentés. En effet, la présence des CI dans le capital réduit la part détenue par le dirigeant et de ce fait, peut réduire l'incitation de ce dernier à agir dans l'intérêt de ces investisseurs (Landström, 2007 ; p. 225). Grâce à leur implication dans le conseil d'administration, les CI parviennent à contrôler de manière efficace les décisions du dirigeant. La participation des investisseurs au conseil semble donc être liée à la part d'actions détenues par le dirigeant et être réalisée dans l'objectif de surveiller le dirigeant.

2.2.1.1. La composition du conseil d'administration

Aux Etats-Unis, Kaplan et Strömberg (2001, 2003), Gabrielson et Huse (2002) et Baker et Gompers (2003) ont constaté que les conseils d'administration d'entreprises financées par capital-investissement sont plus actifs que d'autres non financées. Ils suggèrent que le capital-investissement structure la composition du conseil d'administration.

Dans la même logique s'inscrivent les travaux de Fried et al. (1998). Ces auteurs ont étudié l'impact de la présence des CI et leur rôle actif dans le conseil d'administration. Ils mettent en avant la présence de CI, celle d'administrateurs indépendants (Rosentein et al. 1993 ; Filatotchev et Bishop, 2002) et la taille relativement faible du conseil. Rosentein et al.

(1993) dans leur étude portant sur les firmes « high tech » financées par des CI constatent en effet, un contrôle majoritaire d'administrateurs indépendants ou extérieurs (environ 70 % des membres), puis une représentation des CI (environ pour 30 %).

Sur le marché belge, Van den Berghe et Levrau (2002) confirment également la forte présence des CI au conseil. Ils notent que ces derniers détiennent en moyenne un tiers des sièges au conseil d'administration.

Kaplan et Strömberg (2001, 2003) précisent que ces derniers contrôlent même la majorité des sièges dans 25 % des cas. Cependant, ils remarquent que le niveau de représentation des investisseurs en capital au conseil dépend de la situation de l'entreprise : le degré de contrôle du conseil par les CI augmente surtout si un certain niveau de performance n'est pas atteint. Dans le cas d'une faible performance, le pourcentage des sièges détenus par les CI passe de 40 % en moyenne à 43 %.

Grâce à leur représentation au sein du conseil d'administration, ces derniers peuvent exercer un contrôle actif des dirigeants-entrepreneurs. Gorman et Sahlman (1989) montrent que les CI peuvent utiliser leurs droits de contrôle au sein du conseil d'administration pour remplacer les fondateurs de l'entreprise en cas de désaccords importants, d'insuffisance de capacités managériales, de mauvaise gestion des ressources, d'une incapacité à motiver leurs équipes ou encore en cas de conflits sur la stratégie (Crosswhite and Vesper, 1981 ; Weick et Roberts, 1993 ; Sahlman, 1988 et Bruton et al. 1997). Leur présence au conseil est donc motivée par cet objectif de discipliner le dirigeant.

Dans le secteur des biotechnologies, Lerner (1995) analyse le conseil d'administration des firmes financées. Il trouve que la présence des CI au conseil est d'autant plus forte que la localisation géographique de ceux-ci est proche de celle de la firme financée. Leur représentation aux activités du conseil augmente considérablement

lors des périodes de remplacement des dirigeants alors que celle des autres administrateurs reste stable. Robbie et al. (1992) et Robbie et Wright (1996) concluent que la représentation des CI ainsi que leur rôle actif au conseil d'administration diffèrent selon le type d'opération, la performance de l'entreprise, leur niveau d'expérience...Gompers (1998) trouve que les CI plus jeunes et a priori les moins expérimentés, étaient moins présents dans les conseils d'administration que les CI plus expérimentés.

Rosenstein (1988) et Kaplan et Strömberg (2001, 2003) quant à eux, s'intéressent à la taille du conseil d'administration des firmes financées par des CI.

2.2.1.2. La taille du conseil d'administration

Sur la base d'études de cas réalisées sur des sociétés évoluant dans les secteurs de la haute technologie aux Etats-Unis et financées par des CI, Rosenstein (1988) trouve une taille plus faible du conseil d'administration par rapport aux grandes sociétés par actions à capital diffus. De plus, ce conseil est contrôlé par les CI – ceux-ci ayant un niveau d'expertise élevé. Les réunions du conseil d'administration sont plus fréquentes lorsque la firme financée est à un stade de développement peu avancée.

D'autres recherches telles que celles de Rosenstein et al. (1993) confirment également la taille plus faible du conseil d'administration des firmes « high tech » financées par des CI (en moyenne 5 à 6 membres, moins de la moitié de la taille moyenne du conseil des firmes managériales). Avec une taille moyenne de 6 membres, Kaplan et Strömberg (2001, 2003) notent 40 % de CI représentants, suivis par 20 % d'administrateurs externes et indépendants dans le conseil d'administration des firmes financées.

Par-delà leur forte représentation au conseil d'administration, les CI disposent de droits de contrôle (droits de vote et droits aux cash flows) qui découlent des droits de propriété importants et qui leur permettent d'influencer les décisions du dirigeant (Gorman et Sahlman, 1989).

2.2.2. La structure de propriété et l'allocation des droits de vote

Jensen et Meckling (1976) expliquent que la structure de propriété affecte le pouvoir qu'ont les actionnaires pour contrôler les problèmes d'agence. Une réduction de la part du capital détenu par le dirigeant conduit à une plus faible incitation de ce dernier d'agir dans l'intérêt des actionnaires. Ceci conduit donc à un risque d'agence plus élevé.

Dans les firmes financées par capital-investissement, la prise de participation des CI conduit inversement à une réduction de la part de capital détenu par les dirigeants, ce qui accroît le risque de comportement opportuniste de ces derniers. Le rôle de « monitoring » des CI y est alors plus intense (Sapienza, 1989). En fonction du niveau relatif de parts détenues, les CI pourront plus ou moins exercer leurs droits de contrôle (droits de vote, droits de cash flows).

Sur le marché américain, Kaplan et Strömberg (2001, 2003) montrent que les CI détiennent en moyenne 50 % des droits aux cash flows et des droits de vote contre 30 % pour les créateurs d'entreprises. Lorsque ces derniers franchissent avec succès les différentes étapes prédéfinies dans le contrat (milestone), la part revenant aux créateurs augmente de 7 %. Le niveau des droits de vote des investisseurs est réduit de 13 % dans le cas où le management atteint tous les objectifs de performance définis. Ceci peut conduire à aller d'une situation dans laquelle les investisseurs ont la majorité des droits de vote vers une situation de quasi-égalité entre les CI et les dirigeants-fondateurs.

Cette structure du contrat renforce encore plus l'incitation du dirigeant-fondateur à la performance de l'entreprise et apparaît comme un levier de contrôle (Lantz, 1999 ; Van den Berghe et Levrau, 2002).

Hellmann (1998) et Kirilenko (2001) ont proposé des modèles déterminant l'allocation optimale du contrôle entre les entrepreneurs et les CI. Ils montrent que la répartition des droits de vote entre les CI et les entrepreneurs dépend de différentes situations au sein de la firme qui favorisent les conflits d'intérêt et / ou le comportement déviant du dirigeant.

Notamment, ils mettent en évidence un lien entre la fraction d'actions détenues par le dirigeant, les droits de contrôle et le stade de maturité de l'entreprise. Plus l'entreprise est à un stade de développement peu avancé, plus les CI détiennent de parts. Progressivement, lorsque le dirigeant atteint les objectifs intermédiaires, ses droits de contrôle augmentent alors que ceux détenus par les CI diminuent. L'allocation des droits de contrôle est donc un facteur d'incitation pour l'entrepreneur.

A côté de ce levier d'incitation, la politique de rémunération permet également d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux de la firme.

2.2.3. La politique de rémunération comme facteur incitatif permettant d'améliorer la performance des firmes financées

Dans la théorie de l'agence, la rémunération du dirigeant est un mécanisme d'incitation classique et un levier majeur dans la relation principal-agent (Pigé dans Charreaux, 1997). Généralement étudié dans le cadre conceptuel de la théorie de l'agence, les stock-options permettent de réguler les conflits d'agence puisqu'ils favorisent la convergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants (Desbrières, 1990 ; Sahlman, 1990 et Green, 2004).

Dans la littérature relative au financement par capital-investissement, la politique de rémunération permet au dirigeant-actionnaire d'accroître sa part de capital lorsqu'il atteint ou dépasse les objectifs prévus dans le business plan. Plus précisément, dans la politique de rémunération relative aux dirigeants de firmes financées par capital-investissement, Daily et al. (1998) insistent sur l'efficacité des stock-options dans l'alignement des intérêts des dirigeants-actionnaires sur ceux des CI.

Baker et Gompers (1999) notent un recours plus fréquent aux stock-options pour les firmes financées par des CI que celles qui ne le sont pas. En effet, les CI cherchent constamment à accroître de manière effective les incitations des entrepreneurs et à réduire

les conflits d'agence. Grâce aux stock-options, ils parviennent à aligner plus facilement les intérêts des dirigeants sur les leurs.

Pour Hellman et Puri (2002), les stock-options ont bien plus qu'un effet incitatif dans la firme. Ils montrent à partir de l'étude d'un échantillon de 173 start-up américaines, que l'octroi de plans d'actions sur options représente également un moyen de « professionnalisation » dans le sens où il formalise un contrat incitatif entre les propriétaires de l'entreprise et les salariés.

Plus récemment, Hand (2008) a étudié les plans d'options sur actions sur un échantillon d'entreprises non cotées. Il constate un recours fréquent aux stock-options par ces entreprises. Plus précisément, il note que plus de 70 % des entreprises américaines financées par des CI ont recours à des plans d'options sur actions pour les dirigeants mais également pour les salariés. Il trouve que les firmes bénéficiant du soutien des CI sont parfois à un stade de développement jeune et évoluent dans des secteurs technologiques. Ces dernières présentent donc un niveau élevé de risque pouvant être accentué par les problèmes d'asymétrie informationnelle.

Dans un tel contexte où il est difficile pour les CI de contrôler le dirigeant, l'octroi de stock-options dont la maturité correspond à l'horizon d'investissement des CI contribue à réduire le risque moral auxquels sont exposés les CI en incitant les dirigeants à agir dans l'intérêt des CI et de la firme.

Sapienza et Gupta (1994) soulignent toutefois que la mise en place d'un mécanisme incitatif monétaire se substituerait aux mécanismes de contrôle. En se référant à la théorie de l'agence, ils testent l'hypothèse selon laquelle le faible niveau d'actionnariat du dirigeant conduit à des rencontres plus fréquentes entre les CI et les dirigeants.

Ils trouvent que lorsque la part du dirigeant dans le capital est importante, ce dernier est davantage incité à agir dans le sens de l'intérêt des actionnaires, il est alors peu nécessaire pour les actionnaires d'exercer un contrôle actif (en mettant en place une politique de rémunération incitative).

Pour conclure, les travaux relatifs au capital-investissement qui s'inscrivent dans la théorie de l'agence, montrent que les CI se servent du conseil d'administration, de l'allocation des droits de vote et de la politique de rémunération incitative pour exercer un contrôle actif des décisions prises par le dirigeant et pour aligner les intérêts de ce dernier sur les leurs. Notons également la structure particulière des mécanismes tels que le conseil d'administration qui dépend du niveau de risque de conflits d'intérêt. Elle est également déterminée par les problèmes d'asymétrie informationnelle plus importants dans la relation CI-entrepreneur. Face à ces problèmes, les CI utilisent d'autres leviers de contrôle spécifiques au capital-investissement : le financement séquentiel, la syndication, le système d'information et le pacte d'actionnaires.

2.2.4. Le financement séquentiel, mécanisme de contrôle visant à réduire les problèmes d'asymétrie d'information

En général, les CI n'apportent pas la totalité des fonds requis par le financement du projet en un seul tour de table. Sahlman (1990) et Gompers (1995) expliquent que l'organisation du financement en plusieurs étapes limite le risque patrimonial ainsi que le risque moral supporté par les CI. Le montant confié à l'entrepreneur est réduit et les tours de table futurs sont conditionnés par la capacité de la firme à atteindre les objectifs définis à l'avance. Cette répartition temporelle de l'investissement des CI permet donc une évaluation périodique⁷³ des projets financés et des entrepreneurs et par conséquent, crée chez ces derniers une forte incitation à la performance.

⁷³ Sahlman (1990) explique qu'en cas de révision à la baisse des actions, l'augmentation du capital programmée nécessitera la création d'un plus grand nombre d'actions ; la participation des entrepreneurs s'en trouvera plus fortement diluée que prévue. Par contre, en cas de création de richesse, ces derniers bénéficient de manière symétrique d'une « relution » de leur participation initiale (Desbrières, 2001a).

En incitant l'entrepreneur à maximiser la valeur de la firme et à ne pas adopter un comportement déviant de manière à ce que les futurs stades de développement de la firme soient toujours financés, cette stratégie permet a priori de minimiser le risque moral ainsi que les coûts d'agence.

En s'appuyant sur le cadre théorique de l'agence, Sahlman (1990), Gompers (1995), Wang et Zhou (2004) montrent que cette technique représente un « mécanisme de contrôle efficace » puisqu'il concourt réellement à limiter les conflits d'agence entre les CI et l'entrepreneur.

Dans son analyse, Gompers (1995) souligne l'impact de plusieurs caractéristiques de la firme sur la durée de l'investissement et le nombre de séquences d'investissement. Il trouve que les firmes en phase de démarrage reçoivent significativement moins de ressources à chaque étape de financement (un nombre plus élevé de séquences). En revanche, pour les firmes caractérisées par une proportion plus importante d'actifs corporels, les CI ont tendance à réduire l'intensité du contrôle par rapport aux entreprises qui ont une plus forte proportion d'opportunités d'investissement ou celles dont l'activité future dépend des investissements importants dans les centres de Recherche et Développement. La fraction d'actifs intangibles et le stade de développement peu avancé de la firme financée concourent donc à accentuer les problèmes d'asymétrie informationnelle et à favoriser le comportement déviant du dirigeant. Ils déterminent donc le nombre de tours de table et la durée des rounds de financement.

2.2.5. La syndication, un mécanisme de contrôle visant à réduire l'asymétrie informationnelle et le comportement déviant du dirigeant

Les études de Bygrave (1988) et Lockett et Wright (1999) et Hsu (2004) montrent que le partage d'informations contribuant à réduire l'incertitude ainsi que la répartition du risque constituent les motivations essentielles de la syndication. Dans le cadre de la théorie de l'agence, Admati et Pfleiderer (1994) justifient la syndication par le niveau

d'asymétrie d'information qui caractérise la plupart des investissements en capital et montrent son rôle disciplinaire. Ils considèrent qu'elle permet de résoudre les problèmes d'agence qui découlent de l'asymétrie d'information et de réduire l'incertitude inhérente aux investissements en capital (le risque patrimonial). Le partage d'informations entre CI conduit à limiter le risque de sélection contraire lié à l'asymétrie informationnelle (Bygrave et Timmons, 1992). La syndication permet également de réduire les risques de comportement déviant des dirigeants une fois le contrat signé. Grâce au partage d'informations et d'expertise en matière de surveillance, le contrôle exercé par la syndication peut être plus efficace.

La mise en place de modalités de contrôle importantes telles que l'élaboration fréquente d'un reporting apparaît également dans la littérature relative à la contribution des CI à la performance, comme un moyen permettant aux CI de réduire les problèmes liés à l'asymétrie informationnelle et au risque moral.

2.2.6. Le système d'information

Les travaux de Sweeting (1991) et Mitchell et al. (1995) montrent que le volume et la fréquence des informations comptables requises par les CI après l'intervention des CI étaient largement supérieurs à ceux requis dans les statuts des sociétés cotées. Falconer et al. (1995), Falconer et al. (1997), Robbie et al. (1997) et Mitchell et al. (1998) montrent que le système d'information comptable des sociétés ainsi financées évolue fortement après l'intervention des CI. Ces derniers requièrent un « reporting » financier plus fourni et plus fréquent aux entreprises financées ; ce qui favorise la production d'informations pertinentes nécessaires au contrôle de la performance du dirigeant (Stephany, 2003 ; p. 165). Les informations demandées par le CI dans le cadre du reporting sont présentées dans l'annexe4.

Lorsque les indicateurs comptables produits à travers ce système d'information se révèlent insuffisants, les CI peuvent ainsi décider de ne pas renouveler leur participation aux prochains tours de table. La politique de communication financière apparaît ainsi comme un moyen limitant le risque moral du dirigeant. Robbie et al. (1992) précisent qu'elle permet aux CI de rendre plus efficace le système de gouvernance et d'exercer un contrôle plus strict pour les opérations présentant des risques spécifiques plus importants tels que le cas des LMBI.

Le dernier mécanisme de gouvernance spécifique mais peu étudié dans la littérature est le pacte d'actionnaires.

2.2.7. Le pacte d'actionnaires

Paolin-Gagin et de Lalande (2000) définissent le pacte d'actionnaires⁷⁴ comme le document de référence qui vise à fixer les modalités du contrat et à organiser les relations entre actionnaires et dirigeants et entre investisseurs. Ils soulignent la particularité de ce document qui répond aux besoins et aux problèmes d'agence spécifiques à chaque opération de financement. Pour les CI, ce pacte est d'autant plus important qu'il leur permet de fixer contractuellement certaines dispositions destinées à limiter les risques (annexe 5). Les CI investissant déjà dans un actif a priori risqué, sont confrontés au risque lié au fait que les dirigeants ont la possibilité de pratiquer une gestion contraire à leurs intérêts. Quand bien même qu'ils soient minoritaires, le pacte d'actionnaires concourt à renforcer leur pouvoir vis-à-vis des dirigeants et leur permet d'exiger parfois des droits supérieurs à ceux des actionnaires majoritaires.

⁷⁴ Pour une présentation des clauses statutaires et extra-statutaires (dont les pactes d'actionnaires) dans une problématique d'organisation de la répartition du pouvoir ou de l'évolution de l'actionnariat des entreprises, se reporter à Desbrières (1995).

Il répond ainsi à deux objectifs (Desbrières, 1995) :

- verrouiller le capital de manière à éviter l'entrée d'un autre acteur non désiré.
- permettre aux investisseurs de garder les moyens d'une sortie du capital de l'entreprise financée, à des conditions intéressantes, en évitant toute forme de dilution de sa participation.

Le pacte d'actionnaires apparaît donc comme un outil de contrôle de la géographie du capital et du pouvoir de décision qui limite l'apparition des conflits entre les actionnaires et les dirigeants ainsi que les problèmes d'opportunisme des acteurs ; et il répond tant aux préoccupations des actionnaires-majoritaires que celles des actionnaires minoritaires (Chouraki, 2006). Lorsque les CI ont des prises de participations minoritaires, le pacte d'actionnaires peut leur permettre de contrôler les interventions de l'actionnaire majoritaire (dirigeant) et de préserver la minorité de blocage. Lorsque que ces derniers sont majoritaires, le pacte permet de renforcer leur contrôle et de surveiller les cessions de titres.

Le référentiel théorique de l'agence, et plus généralement celui de la gouvernance a permis de mettre en évidence les problèmes d'asymétrie informationnelle et de divergences d'intérêt, qui conduisent à des coûts d'agence importants dans la relation CI-entrepreneur ; d'où la nécessité du contrôle actif ou du « monitoring » exercé par les CI (Sapienza, 1989). Ce « monitoring » répond donc aux spécificités de la relation d'agence entre les CI et les entrepreneurs-dirigeants de PME.

Il consiste à mettre en place un système de gouvernance, constitué de mécanismes de contrôle et d'incitation aussi bien classiques que de mécanismes spécifiques au capital-investissement, présentant parfois une structure particulière (par rapport aux systèmes de firmes cotées) :

- Le conseil d'administration des firmes financées par des CI est non seulement composé de membres indépendants mais également de CI.

La présence des CI au conseil n'est pas systématique puisqu'elle dépend toutefois de plusieurs situations qui illustrent les divergences d'intérêts entre les CI et les entrepreneurs-dirigeants de PME.

- Une taille relativement plus petite du conseil d'administration des firmes financées par des CI qui permet de mieux contrôler le dirigeant.
- La répartition des droits de vote permettant aux CI d'exercer une influence sur les décisions prises par le dirigeant joue un rôle incitatif.
- Les stock-options constituent l'une des politiques de rémunération les plus incitatives de l'entrepreneur.
- Outre ces mécanismes de gouvernance classiques, d'autres mécanismes comme le financement par étapes, la syndication, le système d'information et le pacte d'actionnaires visant à réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle desquels découlent le risque moral.

En nous appuyant sur la théorie de la gouvernance et sur les principaux résultats des travaux traitant de la relation CI-entrepreneur, nous proposons une modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

Section 3 : La modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées selon le modèle disciplinaire de la gouvernance

Nous rappelons que notre problématique de recherche est d'expliquer dans quelle mesure les CI contribuent à la performance des firmes introduites en bourse en s'impliquant dans la gouvernance. Selon le modèle disciplinaire de la gouvernance, le comportement actif des CI en matière de surveillance ou leur implication dans les activités de « monitoring » réduit les conflits d'agence découlant des problèmes d'asymétrie informationnelle et de la non convergence des objectifs entre les entrepreneurs et les CI ; ce qui affecte positivement la performance des firmes introduites sur le marché.

Dans le point suivant, nous exposons notre première modélisation fortement inspirée des travaux de Barney et al. (1989), Landström (1992) et Maunula (2006) et des travaux analysés précédemment, en vue d'une déclinaison des hypothèses.

3.1. Le modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées : une gouvernance de la relation CI / dirigeant axée sur le contrôle

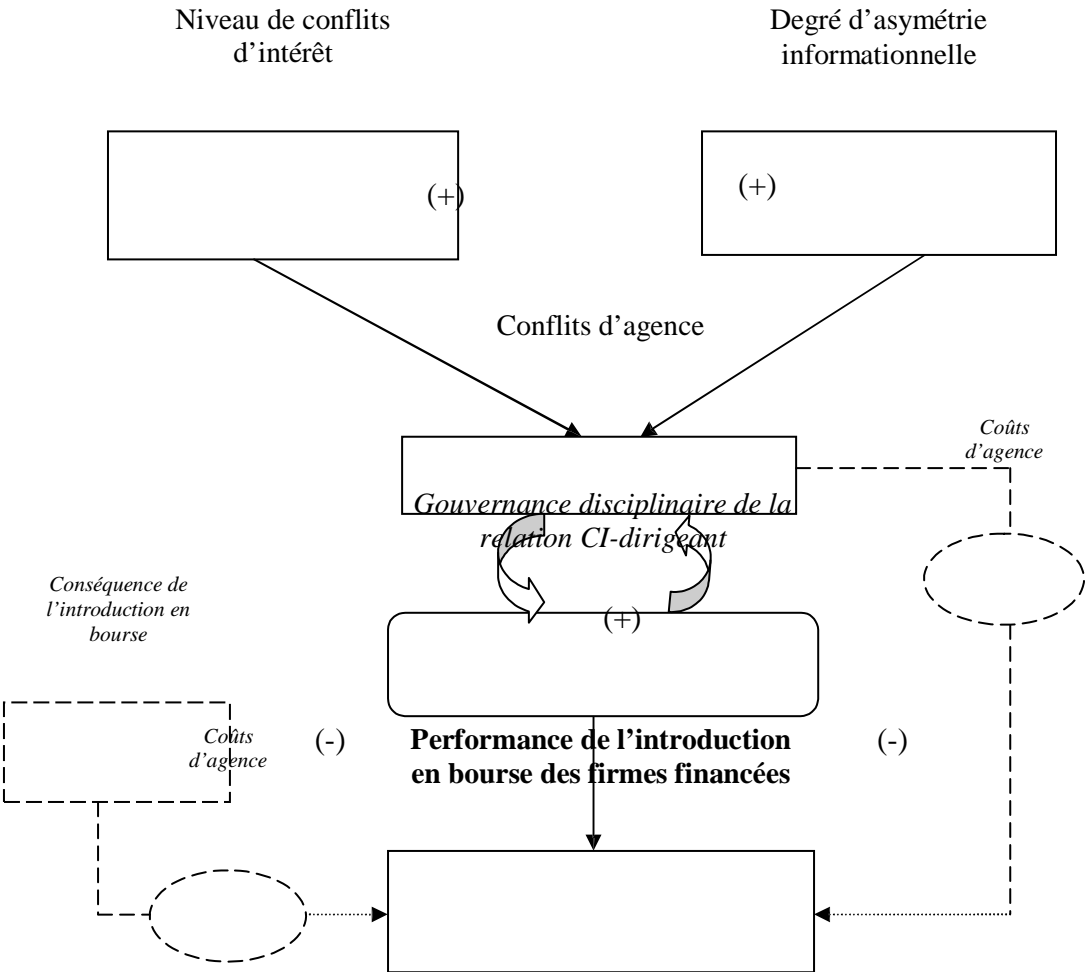
L'étude des rapports contractuels entre CI-entrepreneur selon la théorie de l'agence laisse paraître une relation marquée d'une part, par des problèmes d'asymétrie informationnelle desquelles découlent les risques de comportements opportunistes du dirigeant et d'autre part, entachée de conflits d'intérêt ou d'objectifs. Dans le modèle proposé par Landström (1992), ces deux particularités sont considérées comme des amplificateurs des coûts d'agence. Elles ont tendance à accroître les risques de conflits d'agence, minimisant la rente issue de la relation contractuelle entre les CI et les entrepreneurs-dirigeants de PME. La réduction de ces risques et coûts d'agence nécessite alors le contrôle plus intense du dirigeant par les CI. Ce contrôle se matérialise par l'implication des CI dans les mécanismes de contrôle classiques ou encore par la mise en place de mécanismes de gouvernance spécifiques. Plus les niveaux d'asymétrie informationnelle et de conflits d'intérêt sont importants, plus les coûts d'agence sont élevés, plus intense est le contrôle exercé par les CI (par le biais du système de gouvernance).

La gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant (définie comme le contrôle exercé par les CI par le biais des mécanismes de contrôle et d'incitation) apparaît donc comme une résultante des risques de conflits d'agence. Conformément à la théorie de l'agence, l'efficacité d'un système de gouvernance est appréciée par sa capacité à réduire les conflits d'agence minimisant la valeur de la firme, et de ce fait sa contribution à accroître la valeur de la firme.

Dans cette logique, la gouvernance disciplinaire de la relation contractuelle entre les CI et le dirigeant est censée avoir une incidence positive sur la performance de la firme, et encore plus au moment de l'introduction en bourse où la dilution du capital engendre des coûts d'agence importants.

. La figure suivante est la schématisation de notre modélisation inspirée des travaux de Landström (1992). Elle tient compte en premier lieu des facteurs explicatifs de l'intensité de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant, puis de l'incidence de cette gouvernance plus ou moins renforcée, sur la performance de la firme au moment de l'introduction. Contrairement au modèle proposé par Landström (1992), elle ne teste pas les effets directs des facteurs explicatifs (du niveau d'implication des CI) sur la performance de la firme. Néanmoins, la prise en compte des facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur dans notre modèle relève l'endogénéité du système de gouvernance ; ce qui permet de tester de manière indirecte les effets des facteurs exogènes sur la performance des firmes introduites.

Figure II.1 : le modèle explicatif de l'incidence de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées



De ce modèle disciplinaire de la contribution des CI à la performance des firmes financées, nous déclinons les principales hypothèses que nous présentons dans le prochain point.

3.2. Les hypothèses dérivées du modèle

Conformément à la théorie de l'agence, nous supposons que l'intensité du contrôle exercé par les CI à travers le système de gouvernance mis en place dépend d'une part du niveau de risque des conflits d'intérêt et d'autre part, du degré d'asymétrie informationnelle conduisant à des risques de comportement opportuniste. Dans les travaux théoriques de Jensen et Meckling (1976), de Fama et Jensen (1983a, 1983b), Jensen (1989) et Jensen et Meckling (1992) et ceux relatifs au capital-investissement, ces deux facteurs déterminent le niveau de conflits d'agence et de ce fait, affectent le niveau d'implication des CI dans la gouvernance des firmes financées. Ils sont associés à plusieurs variables liées aux caractéristiques de la firme, celles de l'entrepreneur ou du dirigeant.

3.2.1. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant axée sur le contrôle

3.2.1.1. La relation entre le niveau de conflits d'intérêt et l'intensité de la gouvernance disciplinaire

Plus les conflits d'objectifs sont importants au sein de l'entreprise, plus les CI doivent recourir à un contrôle plus précis et fréquent. Selon Baudry (2003 ; p. 62), l'intensité de ces conflits d'intérêts est fonction du type de firmes, dont la répartition du capital en représente un paramètre crucial.

3.2.1.1.1. L'actionnariat des dirigeants et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Selon la théorie de l'agence, la structure du capital peut avoir une influence sur le niveau de risque d'agence. En effet, dans leur analyse, Jensen et Meckling (1976) considèrent que les dirigeants sont plus incités à accroître leurs consommations personnelles au détriment de la richesse des actionnaires lorsque le capital de la firme est fortement dilué. Le coût de leurs consommations personnelles est partagé entre tous les actionnaires et par conséquent, ils n'en supportent qu'une fraction, proportionnelle à leur part dans le capital. Ainsi, moins les dirigeants ont de parts dans le capital de la firme, moins leurs préférences sont susceptibles d'être alignées sur celles des CI et plus les conflits d'intérêt s'intensifient. La gouvernance disciplinaire exercée par les CI permettrait alors de réguler ces conflits, d'où la nécessité pour les CI d'exercer un contrôle plus serré des dirigeants-entrepreneurs.

Nous retenons donc l'hypothèse suivante :

H_{1a} : Il existe une relation négative entre le taux de participation des entrepreneurs/dirigeants de PME et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

Si la thèse de convergence des intérêts développée par Jensen et Meckling (1976) défend que les dirigeants qui possèdent une part importante du capital alignent leurs intérêts sur ceux des actionnaires, et la réduction des conflits qui en résulte a une incidence favorable sur la performance de la firme, la théorie de l'enracinement émet l'hypothèse inverse.

Proposée par Demsetz ⁷⁵(1983), puis Morck et al. (1989)⁷⁶, elle suppose que les dirigeants qui dominent le capital de la firme échappent au contrôle des actionnaires et augmentent

⁷⁵ Demsetz (1983) considère que la structure de détention du capital découle du processus de maximisation de la valeur de la firme, celle-ci étant fonction des caractéristiques de la firme et des pressions exercées par l'environnement (les marchés externes). Toutes les structures de capital sont donc équivalentes. Il en conclut que la structure de propriété n'a aucune influence sur la performance (la thèse de la neutralité).

leur pouvoir à l'égard des actionnaires. Avec un espace discrétionnaire ainsi élargi, ils sont susceptibles de prendre des décisions de gestion contraires à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires, ce qui a des conséquences néfastes sur la performance de l'entreprise.

Cette thèse d'enracinement est d'autant plus vraisemblable pour les dirigeants de PME impliqués personnellement dans leur entreprise, détenant un contrôle quasi exclusif – avant l'arrivée des CI. Parfois fondateurs d'entreprises en phase de démarrage ou en croissance, ces derniers cultivent leur propre stratégie et peuvent réaliser des investissements idiosyncratiques afin d'atteindre leurs objectifs malgré les contraintes imposées.

Dans la pratique, ils se trouvent quand même contraints à atteindre les objectifs dans la mesure où ils s'exposent au risque que les CI ne renouvellent pas leur participation au prochain tour de table. Par ailleurs, ils ne peuvent facilement se servir des politiques d'investissement comme un levier d'enracinement en raison de la faible séparation des décisions de financement et d'investissement qui caractérise le capital-investissement (Desbrières, 2001a). En conséquence, les dirigeants se trouvent dans l'obligation de soumettre chaque projet d'investissement aux CI en en justifiant l'intérêt pour l'entreprise. Ceci limite alors les possibilités de stratégies d'enracinement.

3.2.1.1.2. La taille de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

En se référant au référentiel théorique de l'agence, la taille de la firme peut évaluer affecter le risque de conflits d'agence. Fama et Jensen (1983a, 1983b) ainsi que Jensen et Meckling (1992) expliquent que les coûts d'agence augmentent avec la taille de la firme.

⁷⁶ Morck, Shleifer et Vishny (1989) montrent que la relation entre la part de capital détenue par les dirigeants et la performance de la firme n'est pas linéaire. Le sens de la relation dépend des seuils de détention de capital par les dirigeants. Hermalin et Weisbach (1991) vérifient cette hypothèse de non linéarité. En France, Charreaux (1991) trouve que la structure de la propriété a une incidence sur la valeur de la firme. Il conclut en faveur de la thèse de la convergence. Cependant, lorsqu'il utilise la valeur des fonds propres, il vérifie plutôt la thèse de neutralité.

Lors de sa croissance, l'entreprise a des besoins en capitaux de plus en plus importants nécessaires au financement de la croissance ; ce qui requiert l'ouverture du capital aux investisseurs externes. Ainsi, la croissance de l'entreprise implique un élargissement de la taille de la firme et l'entrée au capital d'un nombre relativement important d'actionnaires ; ce qui conduit à la dilution du capital et accroît les coûts d'agence. Gallais-Hamonno et Mourges (1988) précisent d'ailleurs qu'un accroissement de la taille de la firme rend l'organisation plus complexe⁷⁷. Ils distinguent les organisations non complexes des organisations complexes ; ces dernières se caractérisent par leur taille élevée, un âge plus important, la faible détention de titres par le dirigeant, une séparation des droits de propriété et des fonctions de décision ; ce qui conduit à des coûts d'agence élevés. Par conséquent, le besoin de contrôle est plus important lorsque l'entreprise est considérée comme une organisation complexe (Kaplan et Strömberg, 2001 ; Nathusius, 2002).

H1b : Il existe une relation positive entre la taille de la firme et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

3.2.1.1.3. Le niveau d'endettement de la firme, le type de financement et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Jensen (1986) explique que la dette revêt une dimension disciplinaire puisque la contrainte de remboursement de la dette⁷⁸ réduit le montant des liquidités disponibles pouvant être soumises à la discrétion du dirigeant (la théorie du « free cash flow »).

Dans le cadre du capital-investissement, une reprise par LBO permet de limiter les conflits d'intérêt entre les CI et les dirigeants. Définie comme une catégorie particulière des opérations de capital-investissement essentiellement initiée sur les sociétés non cotées, le LBO consiste en « l'acquisition de sociétés à l'aide de holding endetté,...permettant aux

⁷⁷ Gallais-Hamonno et Mourges (1988) définissent une organisation complexe par rapport à différents critères : sa taille plus élevée, son âge plus important, l'information diffuse, le faible nombre de titres de propriété détenus par les dirigeants, la forte séparation des fonctions de décision et de contrôle et les coûts d'agence élevés.

⁷⁸ L'accroissement de la dette a un coût. Lorsque l'endettement augmente, les coûts d'agence de la dette augmentent, incluant notamment les coûts de faillite. Par contre, les coûts d'agence du « free cash flow » sont contrôlés grâce à l'utilisation de la dette (Hoarau et Teller, 2001).

initiateurs (entreprises, sociétés financières, dirigeants...) de s'en assurer le contrôle tout en minimisant leurs apports en fonds propres » (Desbrières, 1995). Cette holding, nouvelle structure est caractérisée par un niveau d'endettement très important qui contribue alors à la réduction des coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Selon Jensen (1989), les firmes impliquées dans un LBO sont moins confrontées aux problèmes⁷⁹ d'incitation et de contrôle des dirigeants que les autres entreprises. Le taux d'endettement élevé dans les montages financiers, l'actionnariat du dirigeant et le contrôle des CI créent conjointement de multiples incitations à gérer la firme dans une optique de création de valeur⁸⁰. Le niveau de conflits d'intérêts devrait être plus faible pour ce type d'investissement et nécessiterait un contrôle moins important des dirigeants par les CI.

H1c : La gouvernance disciplinaire exercée par les CI est moins importante pour les reprises de LBO.

3.2.1.1.4. La performance de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Conformément au cadre théorique de l'agence, les actionnaires sont motivés par des objectifs de maximisation de la valeur de la firme, et de fait des objectifs de maximisation de leurs propres richesses. Lorsque les dirigeants n'atteignent pas leurs objectifs, les risques de conflits entre les deux parties sont renforcés, d'où le besoin plus important de surveiller le dirigeant. En se référant à la théorie de l'agence, Kaplan et Strömberg (2001, 2003) montrent que le contrôle des CI par le conseil est plus intense lorsqu'un certain niveau de performance n'est pas atteint. Dans le cas d'une faible performance, ils augmentent le pourcentage des sièges qu'ils détiennent au conseil d'administration. Motivés par des objectifs de rentabilité et de performances élevées, les CI

⁷⁹ Desbrières et Schatt (2002) montrent que les sociétés reprises en LBO en France sont plus rentables et moins risquées que leurs consoeurs du même secteur d'activité, avant comme après l'opération.

⁸⁰ Selon la théorie du «cash flow » développée par Jensen (1986), le niveau élevé de la dette dans le LBO oblige les dirigeants à dégager des « *cash-flows* » suffisants pour le réduire ou voire le supprimer.

peuvent alors entrer en conflits avec le dirigeant lorsque ce dernier réalise de faibles performances et accroître leur contrôle.

De cette argumentation émane l'hypothèse suivante :

H1a : Il existe une relation négative entre la performance de la firme et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

Même si les objectifs de maximisation de la valeur de la firme priment pour les CI-actionnaires, il est toutefois important de noter que ces derniers peuvent être également motivés par des objectifs autres que financiers. Cette orientation des CI en termes d'objectifs dépend de leur relation avec les investisseurs.

3.2.1.1.5. La structure de propriété du CI et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Desbrières et Broye (2000) et Desbrières et Schatt (2002) montrent que la structure de propriété du CI n'est pas sans influence sur la relation entretenue avec les firmes financées. Comme l'explique Gompers (1996), la gouvernance de la relation CI-entrepreneurs est fonction de la relation existant entre les sociétés de CI et les investisseurs. Alors que les CI indépendants sont supposés maximiser en premier lieu leur rentabilité pour un niveau de risque donné, les CI captifs, surtout ceux qui sont affiliés à un groupe industriel sont susceptibles de viser des objectifs autres que la performance financière de l'investissement : la création d'emplois dans certains secteurs d'activité... Cette différence d'orientation s'explique par les sources de financement des sociétés de capital-investissement. Particulièrement, les CI indépendants lèvent leurs fonds auprès d'investisseurs institutionnels, de business angels...et doivent par conséquent, structurer leurs ressources de manière à réaliser des plus-values suffisantes, contrairement aux CI semi-captifs ou captifs qui en tant que filiales de banques, de compagnies d'assurance ou de sociétés industrielles, n'ont pas à lever de ressources propres (Desbrières et Broye,

2000). Ainsi, Robbie et al. (1992) et Robbie et Wright (1996) trouvent des niveaux différents d'implication selon les catégories de CI. Plus précisément, ils montrent que les CI indépendants ont tendance à exercer un contrôle plus important des dirigeants par rapport aux CI captifs, affiliés à un groupe industriel qui considèrent d'autres objectifs en plus de la maximisation de la valeur de la firme. Lorsque les objectifs financiers priment, les CI sont supposés discipliner le dirigeant afin de l'inciter à accroître la performance financière de la firme. La probabilité d'avoir une divergence d'intérêts entre les CI et les dirigeants peut être alors plus forte.

De cette argumentation, nous déclinons l'hypothèse suivante :

H1e : La gouvernance disciplinaire exercée par les CI est d'autant plus intense que les CI sont des indépendants.

La première catégorie d'hypothèses lie le risque d'agence ainsi que les coûts d'agence au niveau des conflits d'intérêt, et de ce fait au niveau du contrôle exercé par les CI à travers le système de gouvernance (une forte implication dans les mécanismes de contrôle).

Selon la théorie de l'agence, la non convergence d'objectifs ne constitue pas la seule source de coûts d'agence. Ces derniers dépendent également du niveau d'asymétrie informationnelle entre les parties (de laquelle découlent les risques de comportement opportuniste du dirigeant).

Nous présentons alors la seconde catégorie d'hypothèses reliant le risque d'agence au degré d'asymétrie d'information.

3.2.1.2. La relation entre le degré d'asymétrie informationnelle et l'intensité de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Selon la théorie de l'agence, l'asymétrie d'information entre l'actionnaire et les dirigeants constitue l'une des principales sources de conflits d'agence. Cette répartition dissymétrique de l'information est plus problématique dans un financement par capital-investissement qu'un financement d'entreprises cotées (Wright et Robbie, 1998).

Elle conduit à l'accroissement du risque moral supporté par les CI. Dans le but de maximiser la valeur de la firme, les CI doivent réduire ce risque de comportement opportuniste. Par conséquent, ces derniers mettent en place des systèmes de collecte d'information qui limitent le comportement déviant des dirigeants. Un degré élevé d'asymétrie informationnelle accroît le risque de comportement opportuniste du dirigeant et des coûts d'agence ; d'où un besoin plus important de contrôle et de recherche d'information.

Dans la littérature, il apparaît que le degré d'asymétrie informationnelle peut être accentué par plusieurs variables liées à l'entreprise financée. Particulièrement, Petit et Singh (1985), Sapienza et Gupa (1994) et Sapienza et De Clercq (2000) associent positivement le degré d'asymétrie informationnelle au stade de l'investissement, au secteur d'innovation technologique, au niveau d'actifs intangibles de la firme et au niveau d'expérience des dirigeants ; ce qui accroît le risque moral et les coûts d'agence de la firme.

3.2.1.2.1. Le stade de l'investissement et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Plusieurs travaux dans la littérature relative au capital-investissement dont Barney et al. (1994 ; 1996), Elango et al. (1995) montrent que le niveau d'implication des CI est influencé par le stade ou la nature de l'investissement – démarrage, expansion, LBO...

Les entreprises financées par des CI en phase de démarrage ont très peu d'informations historiques comptables par rapport aux entreprises à un stade de développement plus avancé. Dans la phase de sélection d'investissements, les CI supportent un risque de

sélection contraire plus important pour ces entreprises plus jeunes. Une fois l'investissement réalisé, le manque initial d'informations peut rendre plus difficile le suivi du dirigeant et peut faciliter la manipulation des informations divulguées aux CI. Par conséquent, le dirigeant de PME-entrepreneur dispose d'une plus grande latitude managériale et favorise son comportement opportuniste. D'après Gorman et Sahlman (1989), Sapienza et Gupta (1994) et Carter et Van Auken (1994), le financement des premières étapes du cycle de vie de l'entreprise nécessite un suivi plus important que les stades plus avancés. Les coûts d'agence, notamment de contrôle sont plus importants dans ce type de financement et impliquent un contrôle plus serré des dirigeants par les CI. Cette forte surveillance est matérialisée par la mise en place des mécanismes incitant les dirigeants à leur révéler les informations pertinentes.

Nous défendons donc l'hypothèse suivante :

H_{2a} : La gouvernance disciplinaire exercée par les CI est plus intense pour les entreprises à un stade de développement peu avancé.

3.2.1.2.2. Le dynamisme du secteur et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Petit et Singh (1985) expliquent que les problèmes d'asymétrie informationnelle peuvent être également plus importants selon le secteur d'activité. Plus précisément, dans les entreprises des secteurs dynamiques, les informations évoluent très rapidement en raison des fortes variations de l'environnement (marchés potentiels, produits...). En outre, dans ces secteurs dynamiques, et notamment les secteurs à forte innovation technologique, l'information pertinente est parfois très spécifique et seul le dirigeant la détient en raison de sa gestion quotidienne de l'activité de l'entreprise. Un déséquilibre informationnel peut facilement s'établir entre ce dernier et les CI. Plus important est le déséquilibre informationnel, plus élevé est le risque de comportement opportuniste du

dirigeant. Dans un tel contexte, un contrôle efficace est nécessaire mais il devient plus difficile à réaliser pour les CI.

H_{2b} : Il existe une relation positive entre le dynamisme du secteur d'activité de l'entreprise et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

Le secteur d'activité est généralement couplé au niveau d'actifs intangibles.

3.2.1.2.3. Le niveau d'actifs intangibles et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Dans le prolongement de l'argumentation précédente, le niveau d'actifs intangibles plus important dans certains secteurs d'activité (haute technologie) peut accentuer le degré d'asymétrie informationnelle. Analysés dans la théorie de l'agence comme des investissements idiosyncrasiques, les actifs intangibles sont difficilement redéployables et quantifiables. Ils représentent des actifs spécifiques dont l'entrepreneur est celui qui en connaît a priori, le mieux, les caractéristiques. Il dispose ainsi d'une latitude décisionnelle importante et peut plus facilement développer une stratégie d'enracinement. Dans un tel contexte, l'une des difficultés des CI est de parvenir à réaliser un contrôle efficace du dirigeant. Quand bien même ils parviendraient à contrôler la performance de ce dernier, ils resteraient cependant peu efficaces dans leur tâche en raison de la faible pertinence des critères comptables généralement utilisés. Ces derniers reflètent peu les facteurs importants tels que la valeur des actifs intangibles.

Lev (2001) suggère ainsi que le niveau d'asymétrie informationnelle est davantage accentué pour les entreprises marquées par un niveau relativement élevé d'actifs intangibles. Dans la lignée des travaux de Williamson (1988), Desbrières (2001a) postule que les entreprises caractérisées par des niveaux d'actifs intangibles et d'activités de recherche et développement élevés ont tendance à avoir une plus forte sensibilité aux

coûts d'agence en raison de la valeur incertaine et quasi-inexistante de ces actifs en cas de liquidation (Gompers, 1995). Plus le niveau d'actifs intangibles est élevé, plus important est le déséquilibre informationnel entre les CI et le dirigeant, plus élevé est le risque de comportement opportuniste du dirigeant. Il est donc préférable pour les CI de mettre en place des mécanismes de contrôle visant à la collecte d'information et réduire le degré d'asymétrie d'information.

H2c : Il existe une relation positive entre le niveau d'actifs intangibles de la firme financée et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

En plus des caractéristiques de l'entreprise, celles de l'entrepreneur sont à prendre en considération.

3.2.1.2.4. Le niveau d'expérience de l'entrepreneur et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant

Fried et Hisrich (1994) considèrent que les capacités managériales de l'entrepreneur constituent l'un des critères retenus par les CI pour sélectionner les investissements. Elles sont déterminantes dans la réussite de l'opération (Ruhnka et Young, 1987 ; Gorman et Shalman, 1989). Il est donc important pour les CI d'évaluer précisément les qualités et capacités de l'entrepreneur. En supposant que le dirigeant ait plus d'informations sur ses propres compétences que les CI, il peut facilement dissimuler les informations les plus pertinentes aux investisseurs en vue de se faire sélectionner. Il est alors plus difficile pour les CI de correctement évaluer cet entrepreneur qui a peu d'expériences managériales. Le manque d'information disponible sur les jeunes entrepreneurs en raison de leur faible notoriété ou de leur faible niveau d'expérience (Rock, 1987 ; Hisrich et Jankowicz, 1990) expose ainsi les CI à un risque de sélection contraire dont la réduction requiert l'engagement de coûts importants de recherche en informations. Par la suite, ce risque de sélection contraire conduit à un risque moral puisqu'une fois sélectionné, le dirigeant ne pourra remplir les exigences des CI et réaliser

les objectifs fixés. Klein et Leffler (1981) expliquent que la probabilité pour les dirigeants expérimentés d'avoir un comportement déviant est plus faible que ceux qui sont moins expérimentés. En effet, ces derniers n'ont pas de capital « réputation » susceptible d'être détruit et de surcroît, ils ne peuvent être sanctionnés en cas de mauvaise gestion en raison de l'absence ou de la quasi-inexistence d'un marché d'entrepreneurs ou dirigeants.

Nous supposons donc :

H2a : Il existe une relation négative entre le niveau d'expérience de l'entrepreneur dans le management et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

Dans cette deuxième catégorie d'hypothèses, le degré d'asymétrie informationnelle est supposé élevé selon certaines caractéristiques de l'entreprise ; ceci accroît le risque du comportement déviant du dirigeant et nécessite une surveillance plus importante du dirigeant par les CI.

Conformément à la vision disciplinaire de la théorie de la gouvernance, la contribution des CI a pour finalité de réduire les conflits d'intérêt et l'asymétrie informationnelle existant entre les CI et le dirigeant de la PME, de laquelle découlent le risque moral et les coûts d'agence. Une réduction de ces risques conduit à une maximisation de la valeur de la firme, et de ce fait influence positivement la performance de la firme financée au moment de l'introduction en bourse. L'introduction en bourse a un impact considérable sur la répartition du capital et conduit à des coûts d'agence potentiels importants. Selon le niveau de dilution du capital, les CI supportent les coûts d'un contrôle sous optimal en raison des problèmes de « free riding » et une grande perte probable de leurs droits décisionnels.

Une forte implication des investisseurs en capital dans les mécanismes de gouvernance⁸¹ ou la structure de mécanismes de gouvernance mis en place au moment de l'introduction en bourse peuvent limiter les problèmes d'agence associés à l'ouverture du capital et positivement influencer la performance⁸² de la firme introduite (McBain et Krause, 1989 ; Mikkelsen et al. 1997).

Nous analysons donc l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

3.2.2. La gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant et la performance de l'introduction en bourse

Dans notre modélisation, la gouvernance disciplinaire des CI implique soit une forte participation de ces investisseurs dans les mécanismes de contrôle classiques, soit la mise en place de mécanismes de gouvernance spécifiques à ce type d'investissement dont l'objectif est de réduire les problèmes d'asymétrie informationnelle plus importants.

3.2.2.1. La gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant : l'implication des CI dans les mécanismes de gouvernance « classiques »

Selon la théorie de la gouvernance développée par Berle et Means (1932), une forte dilution du capital peut négativement influencer la performance de la firme.

⁸¹ Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990), Megginson et Weiss (1991) et Gompers (1996) trouvent une moindre sous-évaluation pour les entreprises introduites en bourse sur le marché américain. Megginson and Weiss (1991), Khurshed (2000) et Campbell et al. (2008) expliquent cette différence de performance par l'implication active des CI en matière de contrôle. Cette gouvernance disciplinaire se traduit concrètement par une forte rétention du capital par les CI, une représentation des CI au conseil d'administration avant et lors de l'introduction en bourse. Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990) constatent que 85 % des CI participent à la gouvernance des firmes financées en détenant un siège au conseil d'administration. Notons cependant que l'association du niveau de sous-évaluation à la gouvernance des CI n'est pas toujours vérifiée. Brau, Brown et Osteryoung (2004), Da Silva, Velayuthen et Walter (2003) et Marshall (2004) ne trouvent aucune différence significative entre le niveau de sous-évaluation des entreprises financées par des CI et celui des firmes sans le financement des CI.

⁸² Brav et Gompers (1997) et Doukas et Gonenc (2005) trouvent que la performance à long terme des titres d'entreprises avec CI est supérieure aux autres. Suchard (2009) lie cette performance aux capacités managériales du dirigeant et aux structures de gouvernance mises en place par les CI.

3.2.2.1.1. La concentration des droits de propriété au moment de l'introduction en bourse

Shleifer et Vishny (1986) expliquent que les actionnaires majoritaires sont particulièrement plus incités à exercer une surveillance étroite des dirigeants et peuvent ainsi s'opposer aux décisions managériales si celles-ci ne maximisent pas la valeur de la firme. En tant que détenteurs de blocs de contrôle, les actionnaires majoritaires peuvent ainsi contribuer à la performance de la firme. Dans ce sens, Sapienza et al. (1996) précisent que la constitution de blocs de contrôle par les CI est de nature à représenter un système de gouvernance spécifique relativement à celui trouvé traditionnellement dans les grandes firmes cotées (droits de vote, conseil d'administration...). Une forte concentration des droits de propriété permet aux CI d'exercer un contrôle direct des dirigeants (Romano, 1996). Pour conserver leurs droits décisionnels et continuellement surveiller le dirigeant ou encore réduire les risques d'agence, ces investisseurs doivent maintenir une forte participation au moment de l'introduction. Ils limitent ainsi le degré de dilution du capital, les problèmes d'agence qui en découlent et ils peuvent ainsi accroître la valeur des titres de la firme.

Cette argumentation conduit à formuler l'hypothèse suivante :

H_{3a} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que les CI sont détenteurs de blocs de contrôle après l'introduction en bourse.

Notons cependant que les firmes financées par des CI, initialement des firmes entrepreneuriales se caractérisent généralement par un actionnariat concentré en faveur du dirigeant-entrepreneur même après l'entrée des CI (Kaplan, 1985 ; Phan et Hill, 1995). L'introduction en bourse permet une dilution du capital, donc une baisse de la fraction d'actions détenues par le dirigeant. Elle donne cependant l'opportunité aux CI soit d'accroître leurs parts relatives, soit de maintenir une participation relativement

importante (par rapport à celle du dirigeant) en vue de continuer de contrôler efficacement ce dernier. Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991), Campbell et al. (2007) montrent que cette conservation de titres est réalisée dans l'objectif de surveiller les décisions du dirigeant.

Nous émettons donc les hypothèses suivantes :

H_{3b} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le taux de cession des CI est faible.

H_{3c} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que la fraction d'actions conservées par les CI est relativement plus élevée que celle du dirigeant.

Remarquons cependant qu'une trop forte concentration du capital peut également conduire à une mauvaise performance de la firme en raison de l'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires par les actionnaires majoritaires (Shleifer et Vishny, 1997).

En plus d'une forte détention de titres dans le capital, les CI peuvent contrôler le dirigeant et participer ainsi à la réduction des coûts d'agence en s'impliquant dans le conseil d'administration.

3.2.2.1.2. Le conseil d'administration

Fama et Jensen (1983a) et Charreaux (2000) soulignent l'importance de la composition et de la structure du conseil d'administration.

3.2.2.1.2.1. La composition du conseil d'administration

Selon le modèle théorique de l'agence, les conflits d'agence liés à la structure du capital nécessitent un contrôle des décisions prises par le dirigeant afin de limiter son comportement déviant. Pour assurer un contrôle efficace, Fama et Jensen (1983a) et Charreaux (2000) suggèrent la présence d'administrateurs indépendants au conseil d'administration. Ils supposent que ces derniers sont capables d'exercer un contrôle plus efficace que les administrateurs internes ayant un intérêt dans la société. Weisbach (1988) soutient que les administrateurs indépendants jouent un rôle plus important dans la surveillance du dirigeant que les administrateurs internes. Rosenstein et Wyatt (1990) montrent que la présence d'administrateurs affecte positivement la valeur de la firme. En se servant de la méthodologie d'une étude d'évènement, ils constatent une légère croissance du prix du titre de l'entreprise suite à la nomination d'un administrateur externe.

En s'intéressant aux firmes entrepreneuriales, McBain et Krause (1989), McConaughy et al. (1995) et Finkle (1998), montrent que le niveau d'asymétrie d'information élevé qui caractérise les jeunes firmes et conditionne l'environnement de l'introduction en bourse requiert la mise en place d'un conseil d'administration dominé par un nombre important d'indépendants⁸³. Une telle composition suppose un contrôle plus efficace des décisions du dirigeant ; ce qui se reflète sur le prix d'offre de la firme

⁸³ La vision commune émanant de la littérature empirique, relayée par la pratique comme le montre par exemple le rapport Viénot en France dans ses recommandations, décrit le degré d'indépendance du conseil d'administration. En s'inspirant des travaux anglo-saxons, l'administrateur indépendant peut être défini comme une personne n'ayant aucun lien direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut être réputé participer en toute objectivité aux travaux du conseil. Le rapport Viénot définit ainsi ce que l'administrateur indépendant ne doit pas être :

- un salarié, le président ou le directeur général de la société ou du groupe. Au cas où il aurait assumé l'une de ses fonctions, il doit avoir cessé de l'être depuis au moins 3 ans.
- un actionnaire important de la société ou d'une société de son groupe, ni être lié de quelque manière que ce soit à un tel actionnaire.
 - lié de quelque manière que ce soit à un partenaire significatif et habituel, commercial ou financier, de la société ou des sociétés de son groupe.

émettrice au moment de l'introduction en bourse⁸⁴, et influence indirectement la performance de l'introduction.

Nous retenons donc l'hypothèse suivante :

H_{4a} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil d'administration est composé d'un nombre important d'administrateurs indépendants.

S'interrogeant sur la composition du conseil d'administration des firmes financées par des CI, Rosentein et al. (1993), Stephany (2003) et Filatotchev et Bishop (2006) mettent en évidence la composition particulière du conseil des firmes financées par des CI, par rapport à celle du conseil des firmes entrepreneuriales. En plus du nombre important d'administrateurs indépendants, Baker et Gompers (2003) et Campbell et al. (2007) notent la forte représentation des CI au conseil d'administration des firmes financées par des CI. L'expertise des administrateurs indépendants en matière de surveillance ainsi que celle des CI permettent un contrôle plus efficace du dirigeant. Gabrielson et Huse (2002) trouvent que la présence de ces derniers au conseil leur permet de contrôler en plus, la performance opérationnelle et financière de la firme, de participer parfois au recrutement ou même au remplacement de l'équipe dirigeante en cas de désaccord et de mauvaise performance. Ainsi, ils participent à la maximisation de la valeur de la firme.

De ce raisonnement, découle l'argumentation suivante :

H_{4b} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au nombre de CI au conseil d'administration.

⁸⁴ Bhagat et Black (1999) et Certo et al. (2001) ne confirment pas la relation positive entre le nombre d'administrateurs indépendants et la performance de la firme.

Notons qu'un contrôle trop important du conseil peut toutefois nuire à la performance de la firme.

Par-delà sa composition, la taille du conseil d'administration peut également influencer la performance de la firme (Jensen, 1993).

3.2.2.1.2.2. La taille du conseil d'administration

Les résultats d'études empiriques qui testent le lien entre la taille du conseil et la performance de la firme restent mitigés. Alors que Eisenberg et al. (1998) montrent une relation négative entre la taille du conseil et la rentabilité boursière des titres de la firme, Alexander et al. (1993) trouvent que les conseils d'administration de grande taille sont plus efficaces en matière de surveillance. A priori, la capacité de contrôle du conseil d'administration s'améliore lorsque le nombre d'administrateurs s'accroît. Toutefois, cet effet bénéfique peut être réduit par les coûts marginaux qui découlent d'un manque de communication et d'un faible partage d'informations entre les membres (Jensen, 1993). De surcroît, un nombre important d'administrateurs entraîne des conflits d'intérêts ; ce qui permet au dirigeant d'avoir un poids plus important dans la prise de décision. Dans le prolongement de cette réflexion, Yermack (1996) montre qu'un conseil d'administration de petite taille exerce un contrôle plus efficace ; ce qui contribue positivement à la performance de la firme.

Dans le cadre du capital-investissement, les firmes financées ont tendance à avoir un conseil d'administration de plus petite taille (Rosenstein et al. 1993). Celles-ci sont pour la plupart de petites structures, gérées par de jeunes entrepreneurs et n'ont pas nécessairement besoin d'un plus grand nombre d'administrateurs (Baker et Gompers, 2003 ; Boone et al. 2007 et Linck et al. 2008).

Nous défendons donc l'hypothèse suivante :

H_{4c} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est négativement liée à la taille du conseil d'administration.

Remarquons que les mécanismes analysés jusque là sont principalement axés sur le contrôle du dirigeant. La prise en compte de la politique de rémunération permet d'intégrer un levier d'incitation permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des CI-actionnaires.

3.2.2.1.3. La politique de rémunération

Selon la théorie de l'agence, les stock-options permettent de réguler les conflits d'agence en favorisant la convergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants (Desbrières, 1990). Ils peuvent donc influencer sur la performance de la firme introduite. Dans un contexte d'asymétrie informationnelle, les plans d'options sur actions permettent également aux dirigeants de signaler les véritables caractéristiques de la firme aux actionnaires externes. En effet, ces caractéristiques qui sont fonction de la qualité de la gestion (récente) des dirigeants sont intégrées dans l'évaluation des titres de la firme. Lorsque les dirigeants constatent que les valeurs boursières ne tiennent pas compte de leurs derniers actes de gestion, ils ont la possibilité de bénéficier de ce plan d'actions de manière à profiter de l'appréciation prévisible du cours (Desbrières, 1990). En cas de sous-évaluation forte, ils peuvent acheter un grand nombre d'actions pour signaler la qualité de la firme. Ainsi, Mehran (1995) montre que le recours aux stock-options peut avoir des conséquences positives sur la valeur de la firme et la performance boursière.

Dans un financement par capital-investissement où il est difficile pour les CI de parfaitement contrôler les agissements du dirigeant (en raison des problèmes d'asymétrie⁸⁵

⁸⁵ Par delà les problèmes d'asymétrie informationnelle, Chua et Woodward (1993) soulèvent des questions de motivation. La répartition du capital entre les CI et le dirigeant (surtout lorsque le CI est majoritaire) suscite des conflits d'intérêt. Le dirigeant opportuniste (lorsqu'il est actionnaire minoritaire) ne cherche pas forcément à protéger au mieux les intérêts des CI. La présence de conflits d'intérêts réduit la valeur réelle des titres détenus

informationnelle), l'octroi de stock-options contribue à réduire le risque moral auxquels sont exposés les CI en incitant le dirigeant à agir dans leur intérêt et celui de la firme (Yermarck, 1995). Dans le contexte d'une introduction en bourse, l'attribution de stock-options peut avoir une incidence positive sur la valeur des titres dans le sens où le marché associe le recours aux stock-options à une minimisation du risque moral. Il intègre donc cette information dans la valeur des titres ; ce qui conduit positivement à l'amélioration de la performance de l'introduction en bourse

Cette argumentation permet d'émettre l'hypothèse suivante :

H5 : Il existe une relation positive entre le recours aux plans d'options sur actions et la performance de l'introduction en bourse de la firme financée.

Indépendamment de la question de l'efficacité des stock-options en termes de réduction du risque moral supporté par les CI, Desbrières (2001a) souligne que la mise en place des stock-options soulève plusieurs problèmes. Premièrement, se pose la question de la spécification de la mesure de la performance à retenir dans la mesure où l'entreprise n'est pas cotée en bourse. Deuxièmement, il remet en cause les résultats comptables de la firme qui peuvent être manipulés par les dirigeants. Enfin, la définition du choix de la maturité des stock-options qui est plus complexe lorsque plusieurs CI interviennent dans le tour de table avec des motivations et horizons différents dans un cycle de financement dynamique.

par les CI ; cette dernière est plus faible que ce qu'elle aurait dû réellement être sans les conflits d'intérêt. Dans un tel contexte, le recours aux *stock-options* permet aux CI d'inciter les dirigeants à agir dans l'intérêt de la firme. En maximisant la valeur de la firme, ces derniers augmentent la valeur de leurs titres et pourront exercer l'option.

Cependant, lorsque les dirigeants détiennent une forte part du capital financier et investissent leur capital humain dans la firme, ils peuvent adopter deux comportements extrêmes : prendre les décisions les moins risquées (pour sécuriser leur position) ou au contraire les plus risquées (afin de maximiser la valeur de leurs titres). Dans ce contexte, les plans d'options sur actions ne favorisent pas l'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires et l'accroissement de la performance à long terme des firmes qu'ils gèrent. Par ailleurs, dans un contexte où des gains sont assurés, ces formules de rémunération pourraient donc accroître l'aversion au risque des managers et les dissuader encore de prendre les décisions favorables aux actionnaires. Malgré les effets pervers des plans d'options sur actions, d'un point de vue théorique, ces derniers sont censés aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (Desbrières, 1990).

En plus des mécanismes de gouvernance classiques, les CI ont recours à des mécanismes spécifiques au capital-investissement censés réduire le niveau élevé d'asymétrie informationnelle et le risque moral une fois l'investissement réalisé.

3.2.2.2. La gouvernance disciplinaire des CI : la mise en place de mécanismes spécifiques de gouvernance

Gompers (1995) et Lerner (1994) identifient deux mécanismes spécifiques au capital-investissement : le financement par étapes et la syndication de l'investissement.

3.2.2.2.1. Le financement séquentiel

Le financement séquentiel⁸⁶ conduit progressivement à une production d'informations spécifiques relatives au développement du projet. Ces dernières permettent effectivement aux CI de continuellement évaluer la viabilité et les flux futurs du projet et de renoncer à s'engager davantage dans les firmes qui annoncent une révision à la baisse de leur rentabilité future. Un nombre de tours de table important, conséquence du degré d'asymétrie d'information permet une plus forte production d'informations spécifiques pour les CI et facilite le contrôle de l'investissement par les CI ; d'où l'impact positif de ce mécanisme sur la performance de la firme (Wang et Zhou, 2004).

H6 : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au nombre de tours de table antérieurs.

Malgré ce contrôle régulier possible grâce au financement séquentiel, Sahlman (1990) précise toutefois que les dirigeants disposent toujours d'une information privée sur les projets. Admati et Pfleiderer (1994) expliquent alors que la syndication apparaît comme un mécanisme de contrôle du dirigeant.

⁸⁶ Selon Admati et Pfleiderer (1994), le financement par étapes limite les problèmes de surinvestissement.

3.2.2.2. La taille de la syndication

Analysée dans le cadre théorique de l'agence par plusieurs auteurs dont Filatotchev et al. (2006), la syndication apparaît comme un mécanisme de contrôle car elle permet aux investisseurs de résoudre les problèmes d'agence liés à l'asymétrie d'information avant la signature du contrat et de réduire l'incertitude inhérente aux investissements en capital (Wilson, 1968 ; Zacharakis, 2002 ; Cumming, 2008). Indépendamment de son impact sur le niveau de risque de sélection contraire auxquels sont confrontés les CI, la syndication permet également de réduire les risques de comportement déviant du dirigeant.

Une prise de participation de plusieurs CI dans le capital implique une combinaison de l'expertise des investisseurs en matière de contrôle et peut faciliter la constitution d'un bloc de contrôle. Aussi, les CI sont en mesure d'exiger des sièges dans le conseil d'administration, d'avoir le pouvoir de contrôle sur les décisions prises par les dirigeants et de limiter le risque de comportement déviant du dirigeant. Dans ce sens, Berggren et al. (2006) parviennent à établir un lien positif entre la syndication et la performance de la firme soutenue. Il montre une croissance beaucoup plus rapide pour les entreprises suédoises dont l'investissement est syndiqué. Toutefois, Young et al. (2002), Filatotchev et al. (2006) et Stévenot-Guéry (2007) soulignent l'importance des conflits d'agence entre les CI au sein de la syndication. La prise de décision partagée dans le cas d'une syndication peut être plus complexe dans les relations entre les CI. Lorsque les objectifs des investisseurs divergent, la coordination des décisions est difficile et la probabilité d'avoir une coopération entre membres devient faible⁸⁷. A l'instar du conseil d'administration, une taille élevée de la syndication peut parfois rendre plus difficile le contrôle des dirigeants ; et donc réduire l'efficacité de ce mécanisme de contrôle. Stévenot-Guéry (2007) explique que le dirigeant minoritaire peut profiter des divergences d'objectifs entre les CI pour réduire leurs capacités de contrôle ou même imposer ses choix grâce au soutien des CI majoritaires. Ainsi, il peut s'enraciner plus facilement dans l'entreprise.

⁸⁷ Pour Filatotchev et al. (2006), l'une des solutions de résolutions de conflits entre membres de la syndication est d'utiliser le conseil d'administration dans l'arbitrage des décisions.

Pour limiter cette faille, les investisseurs doivent s'assurer de la compatibilité de leurs objectifs et instaurer des règles de gouvernance spécifiques (Wright, 2002).

De cette argumentation, nous défendons l'hypothèse suivante :

H7a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est négativement associée à la taille de la syndication.

On peut intuitivement penser que la syndication ait été instaurée juste avant l'introduction en bourse en vue de servir simplement de signal positif au marché. Sous cet angle d'analyse, la syndication ne joue alors aucun rôle disciplinaire. Bien au-delà de la taille, la durée de syndication doit donc être prise en considération puisqu'une syndication de longue durée implique une participation des investisseurs en matière de surveillance.

H7b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à la durée de la syndication avant l'introduction en bourse.

En plus du financement séquentiel et de la syndication, le système interne d'information comptable de la firme financée permet à l'investisseur d'avoir un suivi régulier de la firme.

3.2.2.2.3. La politique de communication financière et la performance des entreprises

Le système d'information comptable réduit les problèmes d'agence existant dans la relation CI-entrepreneur liés à l'asymétrie d'information. Lors de l'introduction en bourse, cette collecte régulière d'informations pertinentes possible grâce au système particulier d'informations devrait permettre une évaluation plus facile et précise de l'entreprise par le marché; ce qui conduit à une meilleure performance de l'introduction en bourse.

H8a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un système d'information comptable mis en place par les CI.

Dans le prolongement de cette argumentation, la présence de comités spécialisés permet également de contrôler la qualité des informations. Beasley (1996) montre que la probabilité d'avoir une manipulation des états financiers est réduite en présence d'un comité d'audit. Ainsi, comme le montrent Godard et Schatt (2005), le nombre d'entreprises ayant recours aux comités spécialisés chargés de faciliter le fonctionnement du conseil d'administration et de concourir efficacement à la préparation des décisions n'a cessé de croître en France, depuis 1999. Notamment, la présence d'un comité d'audit, recommandé dans les rapports Viénot (1995 ; 1999) permet un examen plus précis des comptes semestriels et annuels, une vérification des processus et procédures de contrôle internes ; et en somme une vérification de la qualité des informations diffusées. Son efficacité est déterminée tout comme le conseil d'administration par sa composition : une proportion d'indépendants à deux tiers du nombre total de membres. La présence d'un comité d'audit renforce donc le contrôle du conseil d'administration et il peut positivement influencer la performance de l'introduction en bourse de la firme financée.

H8b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à la présence d'un comité d'audit.

Enfin, le pacte d'actionnaires peut être également considéré comme un mécanisme de gouvernance spécifique qui affecte la performance de la firme introduite.

3.2.2.2.4. Le pacte d'actionnaires

Selon la théorie de l'agence, la signature d'un pacte d'actionnaires régule les conflits potentiels entre actionnaires et entre les dirigeants et CI-actionnaires. Lors de l'introduction en bourse, elle permet aux CI de contrôler la structure du capital et l'entrée

d'autres investisseurs, et de ce fait, de continuer le contrôle des décisions du dirigeant. Selon Meggison et Weiss (1991) et Franzke (2004), cet argument est vérifié puisque les prises de participation d'investisseurs institutionnels sont plus importantes pour les entreprises financées par des CI après une introduction en bourse (relativement aux autres types d'investisseurs institutionnels). Les investisseurs institutionnels, motivés par des objectifs de rentabilité ont tendance à contrôler le dirigeant autant que les CI. L'existence du pacte d'actionnaires permet directement aux CI de contrôler l'entrée des nouveaux investisseurs et de limiter les problèmes potentiels d'agence liés à la dilution du capital ; d'où l'incidence positive sur la performance de la firme.

H9: La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un pacte d'actionnaires.

Pour conclure, les mécanismes de contrôle et d'incitation mis en place par les CI ont pour objectif d'une part, de minimiser les divergences d'intérêts d'agence découlant de la relation CI-dirigeant et de limiter les problèmes d'agence issus de l'introduction en bourse. D'autre part, ils permettent de réduire l'asymétrie informationnelle. Ainsi, ils servent de leviers de contrôle aux CI et leur permettent de contribuer à la performance de la firme introduite.

Conclusion du Chapitre 3

Analysée sous un angle disciplinaire, l'implication des CI dans la gouvernance des firmes a pour objectif de réduire les coûts d'agence découlant de la relation CI / dirigeant mais également de l'introduction en bourse, qui peuvent réduire la performance de la firme. L'intensité du contrôle exercé par les CI (à travers le système de gouvernance) est liée à l'ampleur des coûts d'agence.

Dans notre modélisation, nous avons premièrement analysé les déterminants de l'intensité de la gouvernance disciplinaire de cette relation CI / entrepreneur. Ils sont liés au niveau des conflits d'intérêt et au degré d'asymétrie informationnelle. Plus précisément, la non convergence des objectifs et le degré élevé d'asymétrie informationnelle qui caractérise le financement par capital-investissement, conduisent à l'accroissement des coûts d'agence et de fait, à une forte gouvernance de la relation axée sur le contrôle et l'incitation du dirigeant ou de l'entrepreneur.

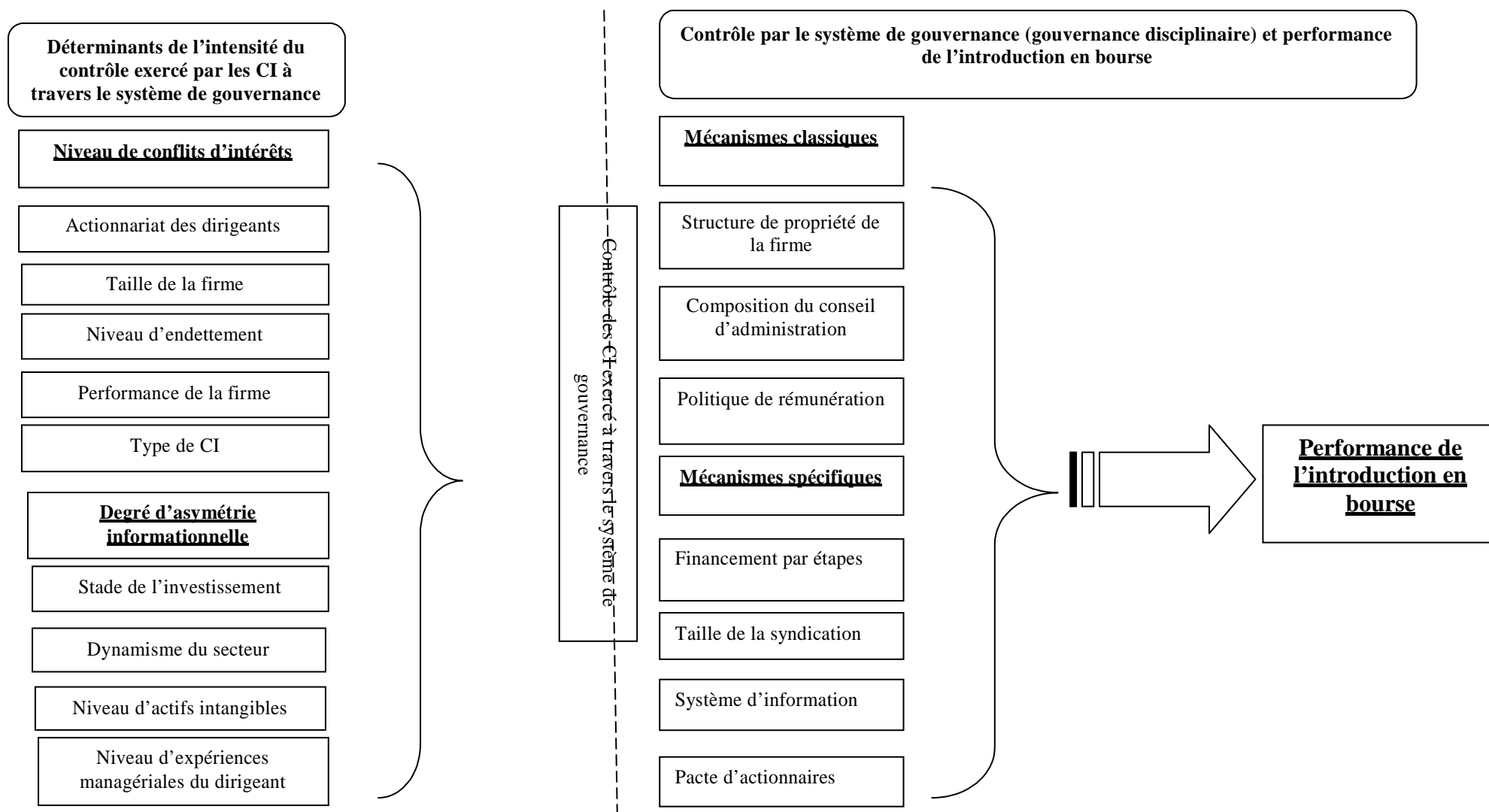
Dans un deuxième temps, nous nous sommes intéressée à l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeants sur la performance de la firme. En supposant qu'elle permet de contraindre la latitude discrétionnaire de l'entrepreneur, d'aligner les intérêts de ce dernier sur ceux des CI et également de limiter les problèmes d'agence qui découlent de l'ouverture du capital au public, la gouvernance disciplinaire exercée par les CI contribue à la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse. En admettant que le marché valorise le contrôle exercé par les CI, il devrait alors intégrer cette information dans l'évaluation des titres de la firme.

Dans le tableau II.2, nous détaillons la modélisation de l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

Remarquons cependant que sous cet angle disciplinaire, nous n'avons considéré que les activités de contrôle exercées par les CI, ce, en raison de l'asymétrie informationnelle et du risque moral supportés par ces investisseurs – les principales sources des problèmes d'agence. Notre étude ne donne donc à ce stade qu'une vision partielle de la contribution des CI à la performance de la firme dans le sens où elle ignore la dimension cognitive de la relation CI-entrepreneur. Pourtant, l'une des particularités de cette relation est la collaboration productive entre ces deux parties permettant le partage de connaissances et favorisant l'apprentissage organisationnel. Dans leur relation avec les dirigeants de PME / entrepreneurs, les CI assistent les dirigeants dans leur prise de décision, les aident dans la construction de la vision stratégique, les conseillent grâce aux compétences, à l'expertise et l'expérience qui les distinguent des actionnaires "traditionnels". Ainsi, ils parviennent à positivement influencer la performance des firmes qu'ils financent.

L'objet du chapitre suivant est de pallier les insuffisances de notre première modélisation en considérant la dimension cognitive du rôle des CI.

Figure II. 2 : la modélisation de l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse



CHAPITRE 4 : LA CONTRIBUTION DES THEORIES COGNITIVES DE LA GOUVERNANCE A L'ETUDE DE LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES PAR DES CI

La firme définie par Jensen et Meckling (1976) comme « un nœud de contrats », a essentiellement une fonction « disciplinaire » : compte tenu de la spécificité des actifs, des conflits d'intérêt entre les parties et des problèmes d'asymétrie informationnelle, l'objectif est de parvenir à construire une structure contractuelle qui minimise les coûts liés aux éventuels comportements déviants du dirigeant. Si cette fonction de la firme n'est pas contestable, en revanche, mettre l'accent sur cette seule dimension est restrictif surtout pour étudier la relation CI-entrepreneur.

Demsetz (1988) reconsidère la nature de la firme et la définit comme un « répertoire de connaissances ». En nous appuyant sur cette définition, la relation CI / entrepreneur ne se limite pas uniquement à une relation d'agence dans laquelle les fonctions disciplinaires des investisseurs contribuent à la performance de la firme. Elle est également une relation de collaboration où s'effectuent des échanges de connaissances. Les apports des CI en compétences, connaissance et capacités (regroupés sous le terme de ressources cognitives) permettant d'améliorer la performance de la firme, doivent être alors étudiés.

Aoki (2001) suggère d'ailleurs, que dans le modèle de gouvernance appliqué au capital-investissement, la capacité des CI à apporter les fonds ne constitue pas l'élément essentiel de la relation mais plutôt leur capacité à apporter l'expérience et les connaissances utiles à la sélection des meilleurs projets ou des entreprises et également les conseils stratégiques aux dirigeants pour les prises de décisions. Plusieurs travaux dans la littérature montrent que les apports des CI en ressources cognitives – connaissances et compétences – constituent l'une des principales contributions de ces investisseurs à la valeur de la firme financée (Gorman et Sahlman, 1989 ; Sahlman, 1990 ; Bygrave et Timmons, 1992 ; Hellmann et Puri, 2002 et Gompers et Lerner, 2004).

Bien au-delà de l'analyse du « monitoring » ou de surveillance, la prise en compte des apports en ressources cognitives de ces investisseurs permet de faire ressortir la dimension d'apprentissage et le processus de construction de connaissances dans la relation CI-entrepreneur.

Dans ce chapitre, nous analysons donc la contribution des CI à la performance de la firme en considérant les mécanismes de gouvernance comme des vecteurs d'acquisition de connaissances et de compétences.

Pour modéliser la contribution des CI sous une dimension cognitive, nous envisageons tout d'abord de montrer l'intérêt du champ théorique de la gouvernance cognitive pour l'analyse de la relation CI-dirigeant. Dans cette première section, nous présentons les limites de l'approche disciplinaire de la gouvernance, puis nous détaillons les fondements des théories cognitives ainsi que le modèle cognitif de la gouvernance qui en découle.

La deuxième section applique le modèle cognitif de la gouvernance à la relation entre les CI et les entrepreneurs. L'objectif de cette partie est de mettre en évidence la relation de coopération entre ces deux parties en soulignant l'importance des apports des CI en ressources cognitives et leur contribution à la performance de la firme.

Suite à la présentation du modèle cognitif de la gouvernance, de son application à la relation CI-entrepreneur et à l'analyse des principaux travaux qui mettent en évidence les apports des CI en ressources cognitives, nous proposons une deuxième modélisation de la contribution des CI à la performance de la firme. Dans cette troisième section, nous analysons d'abord les déterminants de la gouvernance cognitive des CI puis l'impact de cette gouvernance sur la performance de l'introduction en bourse.

Section 1 : L'importance des théories cognitives de la gouvernance et les fondements

Les approches contractuelles qui fondent le modèle disciplinaire de la gouvernance retiennent deux principales hypothèses qui ont le défaut de conduire le système de gouvernance à uniquement contraindre le dirigeant et à aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires.

1.1. Les limites de la vision disciplinaire de la gouvernance

La première hypothèse se focalise sur l'opportunisme du dirigeant, les comportements et les stratégies des acteurs en découlant.

1.1.1. Les hypothèses relatives au comportement du dirigeant

La théorie de l'agence qui fonde le modèle disciplinaire du cadre conceptuel de la gouvernance considère le dirigeant comme un agent cherchant à poursuivre ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. De ce comportement opportuniste découlent des conflits et coûts d'agence. En raison de la séparation entre les fonctions d'assomption du risque assignées aux actionnaires et les fonctions managériales remplies par le dirigeant, la maximisation du potentiel de création de valeur nécessite la mise en place de dispositifs d'incitation et de contrôle –jugés efficaces par le degré de réduction des pertes de valeur issues de la relation d'agence. Charreaux (2002a) remarque toutefois que dans ce raisonnement, l'origine de la création de valeur reste peu étudiée dans la mesure où le schéma contractuel conduit à attribuer la source de la performance à la résolution optimale des conflits d'intérêt, et non pas à la façon dont est créée la valeur. Pour certains auteurs (Gomez et Marion, 1997), l'opportunisme du dirigeant est surestimé et les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ont trop d'importance dans les approches contractuelles. Charreaux (2002c) invite à plutôt analyser le processus de la création de richesse afin d'identifier la source même de création de valeur.

La deuxième hypothèse liée à la première concerne le rôle de l'actionnaire.

1.1.2. Les hypothèses relatives au rôle de l'actionnaire

Dans les théories contractuelles de la gouvernance, l'actionnaire est supposé n'avoir qu'une fonction d'apport de capitaux et d'assomption du risque. Afin de protéger ses intérêts, son rôle se limite à contrôler et à inciter le dirigeant afin que ce dernier prenne des décisions permettant la maximisation de la valeur de l'entreprise. Pourtant, Charreaux (2002a, 2002b, 2002c, 2003) considère l'actionnaire comme un « apporteur de ressources cognitives » et porteur d'une vision stratégique (Martinet, 2002). De fait, son rôle consiste à également aider le dirigeant dans l'élaboration et la formulation de la stratégie de la firme.

L'hypothèse liée à l'assomption du risque conduit à considérer les actionnaires comme les seuls créanciers résiduels (Charreaux, 2002a). La maximisation de leur richesse est privilégiée au détriment d'autres parties prenantes qui investissent leur capital humain et parfois leur capital financier – telles que les salariés.

Au regard de ces critiques, il apparaît que les théories contractuelles limitent le pouvoir explicatif de la théorie de la gouvernance ; elles ignorent la complexité des entreprises et conduisent à ne donner qu'une vision partielle des organisations. Charreaux (2002b) insiste d'ailleurs sur la nécessité d'élargir le référentiel théorique de la gouvernance aux théories cognitives. Pour une meilleure compréhension de l'impact du système de gouvernance sur la performance des entreprises, Gomez et Marion (1997) invitent alors à compléter les approches contractuelles en mobilisant d'autres cadres théoriques qui analysent la coopération entre les acteurs. Amblard et al. (2001) montrent qu'il faut considérer au-delà de la dimension conflictuelle, la dimension de coopération dans les rapports entre les actionnaires et les dirigeants. Pour Charreaux (2003), l'argument cognitif est utilisé comme un « mode d'inventions de nouvelles opportunités productives et comme un moyen de faciliter la coordination ».

De l'intégration des théories cognitives aux approches contractuelles émergent les théories cognitives de la gouvernance qui considèrent que l'enjeu de la gouvernance dépasse la seule dimension disciplinaire et se situe dans l'origine même de la rente. Les théories cognitives ont alors pour principal objectif l'étude du processus de création de valeur. Ce dernier renvoie en priorité à l'étude des compétences de la firme (Teece et al. 1994).

Charreaux (2002b et 2000c) précise que les théories cognitives puisent leurs racines dans un ensemble relativement disparate de théories et de courants.

Nous proposons une analyse de ces différentes sources afin de faciliter la compréhension du modèle cognitif de la gouvernance.

1.2. Les fondements des théories cognitives

Les théories cognitives de la gouvernance découlent aussi bien du courant comportemental que des théories évolutionnistes ou des ressources.

1.2.1. Les origines des théories cognitives

Pour Charreaux (2002a et 2002b), la première théorie cognitive est issue du courant comportemental initié par Simon (1947), March et Simon (1958), Cyert et March (1963). Elle considère que la firme est une « institution cognitive » qui s'adapte via l'apprentissage organisationnel. Dans ce courant, la notion de connaissance est de nature collective et de fait, l'apprentissage est un processus social de formulation et de résolution de problèmes.

Parallèlement à ce courant, d'autres théories cognitives introduisent une dimension dynamique à la firme :

- la théorie économique évolutionniste néo-schumpeterienne développée par Nelson et Winter (1982) définit la firme comme un « répertoire de connaissances productives » dans

laquelle l'avantage concurrentiel s'acquiert par l'innovation (Eliasson, 1990 ; Winter, 1991). La création de connaissances provient de l'apprentissage et l'accumulation de connaissances se construit par les routines.

- les théories de la stratégie à savoir la « Resource Based view » et la « Knowledge based view » sont fondées sur les ressources et les compétences. Elles perçoivent la firme comme un ensemble de ressources, et plus précisément «une entité d'accumulation de compétences», fonction de l'expérience acquise. L'avantage compétitif et la croissance durable proviennent de la capacité de la firme à apprendre et de la spécificité du stock de connaissances accumulées (Penrose, 1959). Par l'apprentissage et l'accumulation de connaissances, le processus de création de valeur consiste à construire les compétences des acteurs difficilement imitables et confèrent un avantage compétitif à la firme ; ce qui conduit à une meilleure performance de la firme (Grant, 1996 ; Kogut et Zander, 1992 et Spender, 1996).

Force est de constater la place centrale qu'occupe la notion de connaissance dans les théories cognitives. Hodgson (1998) définit ainsi la firme comme « un répertoire de connaissances ». L'importance de cette notion dans les théories cognitives s'explique par la dimension dynamique qu'elle introduit aux relations entre actionnaires et dirigeants et qui permet d'analyser le processus de prise de décision des acteurs.

1.2.2. Les principaux arguments cognitifs

1.2.2.1. La connaissance dans les théories cognitives

La notion de connaissance⁸⁸ dans les théories cognitives est privilégiée à celle de l'information mise en évidence dans les théories contractuelles. Pour Fransman (1994 ; 1998), la connaissance représente un ensemble ouvert, subjectif qui résulte de l'interprétation de l'information par les individus.

⁸⁸ Hayek (1974) définit l'information comme un ensemble de données ou de possibilités fermées accessibles ; la connaissance est l'interprétation de ces informations.

Considéré comme un « construit mental ou une structure cognitive ⁸⁹», la connaissance est définie par Fransman (1994) comme un concept très subjectif qui dépend de la trajectoire de son détenteur. Au-delà de la subjectivité, Charlot (1997) reconnaît le caractère d'intransférabilité de la connaissance.

Cette dernière caractéristique s'applique plus particulièrement à la connaissance spécifique. Selon Jensen et Meckling (1972), elle consiste en un ensemble de données ou informations détenus par certains individus, et dont le transfert à d'autres est coûteux. Si Grant (1996) postule que la connaissance réside essentiellement dans les individus, March et Simon (1958) aussi bien que Levitt et March (1988) considèrent que les organisations sont celles qui accumulent la connaissance. La connaissance revêt une dimension aussi bien individuelle que collective. Elle est d'autant plus importante qu'elle constitue le socle de l'innovation et des opportunités d'investissement. Charreaux (2002b) explique que la clé de la performance selon les approches cognitives est « la capacité du management à créer la connaissance en imaginant, percevant, construisant de nouvelles opportunités ». La création de connaissance repose donc sur le processus de décisions (Coriat et Weinstein, 1995) des acteurs.

1.2.2.2. La rationalité procédurale et la dimension dynamique du comportement des individus

Les interactions entre actionnaires et dirigeants favorisent la création de connaissance et permettent les prises de décisions. On parle alors de rationalité procédurale des acteurs. Il s'agit d'analyser le processus de décisions plutôt que les résultats des décisions des individus comme c'est le cas dans la rationalité calculatoire, l'un des postulats des théories contractuelles.

Les conditions de formation, d'évolution et de transformation des compétences et connaissances introduisent une dimension dynamique au comportement des acteurs.

⁸⁹ Voir Wirtz (2006).

En s'appuyant sur les différents arguments des théories cognitives, Charreaux (2002b ; 2002c) reconsidère alors le rôle de la gouvernance. Si les connaissances et compétences des acteurs apparaissent comme des vecteurs potentiels d'un avantage concurrentiel durable de la firme, le système de gouvernance doit être déterminé de façon à exploiter au mieux la connaissance spécifique, à identifier et à mettre en œuvre les investissements rentables ; ce qui implique un rôle très actif de l'actionnaire dans la formulation de la stratégie de la firme et plus généralement dans l'accompagnement du dirigeant.

1.3. Le modèle cognitif de la gouvernance

Sous une approche cognitive, le système de gouvernance des entreprises a pour objectif de développer la capacité de l'entreprise à innover, à créer des opportunités d'investissement. Dans le processus de création de valeur, il doit permettre également de coordonner les « schémas mentaux » (Denzau et North, 1994) des différentes parties, de faciliter la coordination des acteurs dans la perception et la construction d'opportunités nouvelles. Selon Charreaux (2003), il sert à « l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation », à l'apprentissage organisationnel en vue de la création d'opportunités nouvelles. En effet, les différences de points de vue ou de perceptions d'opportunité, les divergences d'opinions entre les acteurs engendrent des conflits cognitifs définis comme des conflits de tâches (Jehn, 1995).

Au cours des interactions entre les acteurs se forment et se confrontent les différentes représentations individuelles et collectives, puis s'installe un processus d'apprentissage qui permet la construction d'une relation de collaboration productive entre les acteurs⁹⁰. Ainsi, les mécanismes de gouvernance tels que le conseil d'administration jouent un rôle cognitif.

Charreaux (2003) propose une représentation cognitive du système de gouvernance dans lesquels interagissent les mécanismes (cf. tableau II.3.).

⁹⁰ Cette approche cognitive s'applique à toute autre coopération à savoir les relations entre les dirigeants et les autres parties prenantes. L'objectif de notre travail étant d'analyser la relation CI-entrepreneur nous conduit uniquement à l'étude de la relation actionnaires-dirigeants.

Dans ce système de gouvernance, les systèmes aussi bien formels qu’informels doivent favoriser l’apprentissage organisationnel, réduire les conflits cognitifs entre acteurs et permettre l’échange et l’acquisition de connaissances.

Tableau II.2 : la représentation cognitive du système de gouvernance

	Mécanismes spécifiques à la firme	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	<p>Systemes formels influençant la perception des opportunités, l’apprentissage organisationnel et la coordination cognitive Par exemple : Le rôle cognitif du conseil d’administration</p>	<p>Environnement légal et réglementaire à travers son influence sur les aspects cognitifs</p>
Mécanismes spontanés	<p>Les mécanismes informels influençant la perception des opportunités, l’apprentissage organisationnel et la coordination cognitive Par exemple : Les aspects cognitifs de la culture d’entreprise</p>	<p>Les marchés appréhendés à travers leurs dimensions cognitives (échange et acquisition de connaissance)</p>

Source : D’après Charreaux (2003), In Gouvernance des entreprises : Nouvelles Perspectives, ed. Economica, Coll. Recherche en gestion

Le conseil d’administration, principal vecteur d’échange de connaissances

Le conseil d’administration analysé sous le modèle disciplinaire de la gouvernance comme le principal organe chargé de ratifier les décisions du dirigeant, apparaît dans les approches cognitives comme un mécanisme d’échange de connaissances entre acteurs et d’aide à la formulation de la stratégie. Dans l’approche cognitive de la gouvernance, il a pour objectif principal la création de nouvelles opportunités censées conférer un avantage concurrentiel à la firme.

Dans la littérature, plusieurs travaux dont ceux de Zahra et Pearce (1989), Charreaux et Pitol-Belin (1990), Johnson et al. (1996) et plus récemment Carter et Lorsch (2004) reconnaissent au conseil d’administration des fonctions autres que celles de contrôle. Ils mettent en évidence les fonctions de conseil et d’aide au dirigeant de cet organe.

Dans le même registre, Rindova (1999) montre que le soutien apporté par le conseil d’administration consiste à augmenter l’expertise des dirigeants en matière de résolution des

problèmes grâce aux connaissances et compétences diversifiées de ses représentants⁹¹. Plus concrètement, le conseil d'administration analyse l'environnement interne et externe de l'entreprise ; discute des options stratégiques, assiste le dirigeant dans le choix d'une alternative et dans la mise en œuvre de la stratégie (Demb et Neubauer, 1992 ; et Rindova (1999).

En s'intéressant aux particularités des conseils d'administration dans les PME, Forbes et Milliken (1999) mettent à nouveau l'accent sur le conseil d'administration en tant que groupe de prise de décision. En raison de ressources limitées, les PME ont des besoins importants en ressources cognitives que peut leur apporter le conseil. Grâce aux contributions cognitives du conseil, ces entreprises (les PME) devraient enregistrer de meilleures performances (Hambrick et Finkelstein, 1987 ; Daily et Dalton, 1992 ; 1993 ; Forbes et Milliken, 1999).

Lazonick et O' Sullivan (1998) se sont intéressés au lien existant entre la composition et le rôle cognitif du conseil d'administration. Ils trouvent que le conseil d'administration doit inclure les représentants de toute entité pouvant démontrer un intérêt direct pour les stratégies de l'apprentissage organisationnel, afin de pouvoir apporter des ressources cognitives à la firme. Dans le prolongement de cette idée, Forbes et Milliken (1999) montrent également que l'efficacité du conseil d'administration dans son rôle cognitif dépend de sa composition. La diversité de compétences de ses membres est source de création de valeur. L'utilisation efficace des diverses compétences présentes chez les membres requiert cependant une capacité de coopération importante et d'apprentissage collectif entre acteurs.

Au-delà de la diversité, Baysinger et Butler (1985), Becker (1964), Coleman (1988), Gales et Kesner (1994) et Gabrielsson et Winlund (2000) soulignent l'importance même du niveau d'expertise, d'expérience, de connaissances et de compétences de chaque membre du conseil.

⁹¹ On peut supposer qu'une telle diversité qui conduit à une multiplicité des perspectives n'est pas sans influence sur le processus par lequel le dirigeant se forge une vision des enjeux stratégiques.

L'identité des actionnaires dans la structure de propriété

En poursuivant la réflexion sur le rôle cognitif du conseil d'administration, Daily et al. (2002) présentent la structure du capital comme un vecteur d'acquisition de compétences. Ils expliquent que l'équipe managériale qui entoure le dirigeant ou encore les actionnaires tels que les CI apparaissent comme des acteurs particulièrement importants selon le modèle cognitif de la gouvernance.

Pour conclure, la structure de propriété et le conseil d'administration contribuent d'un point de vue cognitif au développement du dirigeant et de la firme. Afin de comprendre leurs rôles et de les relier à la performance de la firme, il convient d'analyser la relation CI-entrepreneur ou dirigeant de PME à travers la grille de lecture des théories cognitives de la gouvernance. Cette étude permet de mettre en évidence les conflits cognitifs entre ces deux parties et la création de connaissances qui en découle grâce aux apports des CI en ressources cognitives.

Section 2 : L'implication des CI dans la résolution des conflits cognitifs "destructeurs" et dans la création de ressources cognitives

Dans son analyse de la relation CI-dirigeant, Desbrières (2005) considère que l'enjeu est la création de connaissances à la base de l'innovation et de l'ensemble des opportunités d'investissement. Au cours des interactions entre ces deux parties, les CI développent la capacité du dirigeant et de l'entreprise à imaginer et à construire de nouvelles capacités d'investissement. Dans ce processus d'apprentissage, les deux acteurs sont cependant confrontés à des différences de schémas mentaux. Wirtz (1999) définit ces schémas comme des « grilles de lecture de la réalité permettant aux individus de déchiffrer une situation de prise de décision, grâce à la perception d'un ensemble de liens de cause à effet et d'agir en conséquence ».

Le potentiel de création de valeur dans ce processus résulte donc de la réduction des coûts cognitifs issus des différences de schémas mentaux mais également de la construction d'opportunités grâce aux compétences des investisseurs.

Dans la relation CI-entrepreneur⁹², chacune des parties possède a priori des contraintes cognitives. Nous proposons d'analyser ces contraintes cognitives qui définissent les schémas mentaux de chaque partie.

2.1. La relation CI-entrepreneurs / dirigeants de PME selon le modèle cognitif de la gouvernance : une relation de créations cognitives

Simon (1982) explique que les individus n'ont pas tous les paramètres « objectifs » pour calculer des solutions optimales ; ils sont donc supposés fonder leurs raisonnements et arbitrages sur leur perception subjective des paramètres « pertinents ». Cette perception subjective est façonnée par leurs propres représentations individuelles. Pour Richard (1990), « le concept de représentation qui caractérise l'approche cognitive s'applique à l'ensemble des processus cognitifs. La représentation est le contenu cognitif sur lequel s'exerce le traitement ; elle consiste en une extraction de faits, de détection de formes, connaissances activées et interprétations construites⁹³ ». Les représentations individuelles sur lesquelles se basent les CI et les dirigeants pour prendre des décisions sont donc caractérisées par une forte dimension subjective conduisant inévitablement à des modèles cognitifs divergents. La confrontation de ces différents modèles conduit à des conflits cognitifs entre les deux parties.

2.1.1. Les différences de schémas mentaux et conflits cognitifs entre les CI et les entrepreneurs

Dans la relation CI / entrepreneur ou dirigeants de PME, les CI et les entrepreneurs-dirigeants de PME ont souvent des perceptions différentes des opportunités d'investissement

⁹² Ces différences de connaissances peuvent exister dans d'autres relations comme celles liant les dirigeants et financiers ou dirigeants et parties prenantes. Cependant, nous nous focalisons sur la relation entre les actionnaires et les dirigeants.

⁹³ Les représentations peuvent être individuelles et partagées.

et de l'évolution de l'entreprise. Si nous nous référons à l'analyse de Richard (1990), ces écarts de perceptions s'expliquent par les différences de schémas mentaux. Dans son modèle expliquant les apports cognitifs des CI dans l'entreprise Air Liquide, Wirtz (2006) analyse les divergences de schémas mentaux comme l'une des sources de conflits cognitifs.

Les dirigeants de PME, surtout lorsqu'ils sont fondateurs de la firme disposent d'une connaissance spécifique contrairement aux CI-actionnaires qui n'ont plutôt qu'une connaissance générale de la firme. Alchian et Demsetz (1972) expliquent dans leur étude de la relation actionnaires / dirigeants que cette connaissance spécialisée détenue par le dirigeant naît de son contact quotidien avec les facteurs de production. Même lorsque le dirigeant de la PME n'est pas fondateur, celui-ci peut alors avoir des schémas mentaux qui divergent de ceux des CI puisqu'il a sûrement construit ses propres représentations et celle de l'entreprise sur la base de ses expériences et de ses contacts avec les facteurs de production. Ainsi, l'entreprise peut être considérée comme « une entité d'accumulation guidée par la vision des dirigeants liée notamment à l'expérience qu'ils ont accumulée » (Charreaux, 2002a). Plus les écarts de représentations individuelles entre les CI et les dirigeants sont importants, plus les modèles cognitifs ainsi que les choix stratégiques divergent ; et les conflits cognitifs qui en découlent sont plus prononcés.

A la différence des conflits d'intérêts à effet néfaste, Ross (1989), Schweiger et Sandberg (1989) et Jehn (1995) précisent toutefois que les conflits cognitifs⁹⁴ ne sont pas toujours néfastes puisqu'ils incitent à la discussion, à la négociation et ils peuvent ainsi générer des idées nouvelles. Pour Jehn (1995), Foss (1996) et Schmitt (2008, p.130), les conflits cognitifs constructifs sont même nécessaires pour une croissance durable de la firme et indispensables à la performance de l'équipe. En effet, ces conflits conduisent à de meilleures décisions

⁹⁴ Charreaux (2002b) souligne qu'il n'est peut être pas efficient de supprimer tous les conflits cognitifs contrairement aux conflits d'intérêt. Cependant, Boulding (1963) et Pondy (1967) précisent qu'il existe un niveau optimal de conflits cognitifs au dessus duquel la performance du groupe peut diminuer. Par exemple, Gersick (1989) a montré que les fortes discussions de groupes n'aboutissant pas à un consensus ne sont pas productives car elles empêchent plutôt le groupe d'avancer dans le travail. Les conflits cognitifs peuvent par ailleurs conduire à des conflits affectifs qui sont plutôt destructeurs et qui nuisent aux effets bénéfiques des discussions (Brehmer, 1976).

(Amason, 1995) et permettent de résoudre des problèmes plus complexes (Bantel et Jackson, 1989) grâce à la confrontation des différents schémas mentaux.

L'une des premières sources de conflits cognitifs entre les CI et les entrepreneurs est donc liée aux différences de schémas mentaux entre ces parties.

Les conflits cognitifs entre CI et entrepreneurs peuvent également provenir des différences de connaissance qui forgent les modèles cognitifs de chaque partie.

Une analyse des PME réalisée par Duchénaut (1996) montre également les problèmes d'asymétrie de connaissances dans la relation entre le dirigeant et les investisseurs. L'auteur explique que les équipes dirigeantes ou l'entrepreneur dans les PME n'ont pas toujours l'expérience, ni la spécialisation nécessaire pour gérer les grandes problématiques liées à la croissance de la firme, à la gestion des ressources humaines, la politique financière et à la stratégie. Les CI par contre, disposent d'un niveau de connaissances relativement plus important qui découlent de leurs expériences de financement auprès de diverses entreprises ou de leur degré de spécialisation. En gérant ces grandes problématiques, les deux parties vont confronter leurs schémas mentaux qui sans doute diffèrent en raison de l'asymétrie de connaissance ; ce qui va probablement engendrer des conflits cognitifs.

Dans leur analyse de la relation CI / entrepreneur, Cable et Shane (1997) élucident bien le potentiel d'asymétrie de connaissance entre les parties : les CI disposent parfois d'une meilleure connaissance du secteur d'activité ou du potentiel de croissance des marchés découlant de leur forte expérience dans le métier (par rapport aux dirigeants ou à l'entrepreneur). Par contre, l'entrepreneur peut avoir une meilleure vision des progrès technologiques nécessaires au développement de l'entreprise, grâce à sa connaissance technique de certains aspects de développement. Cette connaissance découle de sa formation ou de ses expériences professionnelles. Selon Shane (2000), l'asymétrie de connaissances – traduisant différents niveaux de connaissance – entre les parties influence la manière dont ces dernières perçoivent ou identifient les opportunités d'investissement. L'asymétrie de connaissance est alors susceptible de faire surgir des conflits cognitifs (Wirtz, 2006).

Au-delà de l'asymétrie de connaissances, le caractère tacite de la connaissance peut également favoriser les conflits cognitifs car elle peut renforcer les écarts de schémas mentaux entre les CI et entrepreneurs en raison de la complexité du processus mutuel d'échange (Wirtz, 2006). En effet, la connaissance spécifique est difficilement codifiable et ne peut donc être transmise que par une application ou des pratiques ; ce qui est plus coûteux, long et incertain. En revanche, la connaissance codifiable ou générale peut être facilement communiquée et se transmet par les routines ou des systèmes d'information (Kogut et Zander, 1992 ; 1996).

Lorsque la firme financée par les CI évolue dans des secteurs à forte connaissance spécifique (à l'exemple du secteur technologique), le transfert de connaissance extrêmement difficile risque de renforcer la répartition dissymétrique de la connaissance entre les acteurs. La nature tacite de la connaissance spécifique⁹⁵ apparaît donc comme une source de conflits cognitifs et fait perdurer l'incompréhension mutuelle entre les CI-entrepreneurs quant au choix de la politique générale de la firme. Dans ce dernier cas, les conflits cognitifs deviennent néfastes et engendrent des coûts cognitifs.

2.1.2. Les coûts cognitifs dans la relation CI-entrepreneur

Tout comme les coûts d'agence, Wirtz (2006) définit les coûts cognitifs comme la somme de trois catégories de coûts :

- les coûts de « mentoring » engagés pour permettre l'acquisition des compétences requises pour l'interaction entre les CI et les actionnaires. Il s'agit du temps investi par les CI pour partager leur expérience avec le dirigeant-entrepreneur.
- les coûts de conviction qui sont engagés pour faire comprendre l'intérêt d'un projet
- le coût cognitif résiduel qui est la part d'incompréhension subsistant.

⁹⁵ De la même manière que nous supposons que les CI exercent une influence cognitive sur le dirigeant, le dirigeant peut également dans ce cas de figure avoir une influence sur les CI ; il s'agit bien d'un processus d'apprentissage mutuel entre les deux parties.

Selon Wirtz (2006), ces coûts cognitifs peuvent avoir une influence sur le prix des actions lors d'une ouverture de capital. En effet, les nouveaux actionnaires externes ne partagent pas forcément les mêmes schémas mentaux ni les mêmes perceptions que les anciens actionnaires et/ou dirigeants-fondateurs. Cet écart entre les perceptions se traduit en termes de coûts cognitifs et entraîne une différence importante entre le prix des actions et la valeur perçue du fondateur de la firme. Pour une maximisation de la création de valeur de la firme, il est alors nécessaire pour l'actionnaire de réduire ces coûts cognitifs.

L'importance des coûts cognitifs dépend alors du niveau de conflits cognitifs qui découlent des écarts de perception entre les CI et les entrepreneurs. Ces écarts de perception ou ces différences de schémas mentaux sont accentués par la nature tacite de connaissance ou par la répartition dissymétrique⁹⁶ de la connaissance entre les CI et les entrepreneurs.

Parallèlement à l'émergence des coûts cognitifs, des confrontations de perceptions naissent des gains cognitifs. Ils sont liés à la capacité des CI à coopérer avec le dirigeant. Les CI peuvent développer un processus d'apprentissage avec ce dernier et peuvent lui apporter leurs connaissances, compétences et expertise (Langlois et Robertson, 1995). Avant d'étudier le processus de partage de ressources cognitives à travers les mécanismes de gouvernance, nous présentons les principaux travaux de la littérature qui mettent en évidence les apports des CI en ressources cognitives.

2.1.3. Les apports des CI en ressources cognitives

Dans la synthèse proposée par Mac Millan et al. (1988) et Sapienza et Timmons (1989), sur le lien entre l'implication des CI et la performance des firmes financées, il apparaît que l'intervention des investisseurs en matière de conseil et de soutien⁹⁷ aux dirigeants est considérée comme l'une des plus grandes contributions des CI.

⁹⁶ Il peut néanmoins avoir des conflits cognitifs même si la répartition de connaissances est symétrique.

⁹⁷ Ces auteurs définissent le soutien apporté par les CI comme un rôle interpersonnel c'est-à-dire un rôle d'écoute critique, *de coach*, *de mentor*, de soutien moral...

Plus précisément, ces auteurs montrent l'aide apportée par ces investisseurs aux dirigeants dans l'élaboration et la formulation de la stratégie de la firme soutenue.

En poursuivant cette réflexion, Sapienza et al. (1994) analysent les différents apports réalisés par les CI lors des investissements. Parmi ces rôles, le rôle stratégique des investisseurs consistant à aider le dirigeant dans la construction de sa vision, est considéré comme l'une des meilleures contributions des investisseurs en capital à la performance de la firme (Fried et al. 1998). En effet, Sapienza et al. (1996) et Stéphany (1994 ; 1998 ; 2003) montrent que ce rôle stratégique correspond à une influence des CI sur la manière dont sont prises les décisions sur la réflexion stratégique. Grâce à leur présence, les prises de décision sont plus formalisées et régulières. Bien au-delà de leur influence sur la prise de décision, Trehan (2000), Desbrières et Schatt (2002) trouvent que les CI peuvent également orienter les choix stratégiques de l'entreprise et influencer la politique d'investissement de l'entreprise (Desbrières, 2001a).

A la dimension stratégique de leurs apports s'ajoute un aspect organisationnel. Rosenstein et al. (1993), Fernandez et Cobas (1999), Gorman et Sahlman (1989) et Hellmann et Puri (2002) montrent que les CI peuvent intervenir dans l'organisation de la firme par l'embauche de cadres expérimentés, par l'apport de conseils financiers et par un accès à de nouvelles ressources financières.

Par ces apports à caractère aussi bien stratégique qu'organisationnel, les CI contribuent à la performance de la firme (Sapienza, 1992) en agissant sur les leviers de création de valeur⁹⁸. Sapienza (1992), Sapienza et al. (1994, 1996) et Desbrières (2005) montrent toutefois que l'importance des apports des CI dépend de plusieurs facteurs de contingence tels que le stade de développement de l'entreprise, la fraction d'actions détenues par le dirigeant ou encore les caractéristiques de l'entrepreneur. Une entreprise à un stade de développement peu avancé ou un entrepreneur disposant de faibles expériences managériales a des besoins plus élevés en ressources cognitives.

⁹⁸ Stévenot (2005) identifie des leviers de création de valeur tels que le développement d'avantages concurrentiels ou les stratégies de création de valeur.

Grâce à leurs apports, De Clercq et Sapienza (2001) et Busenitz et al. (2004) suggèrent que les CI développent avec l'entrepreneur une relation d'apprentissage dans laquelle chaque partie peut être considérée comme l'acquéreur d'une connaissance. Elle nécessite la coordination des compétences qui dépend de l'expérience des investisseurs.

Dans ce sens, Charreaux (2002a) définit les CI comme des apporteurs de ressources cognitives c'est-à-dire de compétences, d'expérience et de connaissances qui contribuent à la performance de la firme. Wirtz (2003) montre l'impact des apports cognitifs des CI sur l'accroissement des performances après le LBO. La grande liberté d'action laissée à la direction notamment dans les choix d'investissement combinée à l'impulsion par le CI d'une dynamique de recherche et d'apprentissage pour développer les compétences⁹⁹ managériales contribuent à la performance du LBO. Charreaux (2003) suggère que les mécanismes de gouvernance peuvent faciliter la création et le développement de compétences. Filatotchev et Bishop (2006) montrent que la composition du conseil d'administration permet le transfert de connaissances des membres vers le dirigeant. Dans ce sens, les mécanismes sont définis comme des « vecteurs d'acquisition de connaissances ».

Nous proposons donc d'étudier les mécanismes de gouvernance en tant que vecteurs d'échange et d'acquisition de connaissances et compétences aux CI et dirigeants.

⁹⁹ Teece (1986, 1988) définit les compétences de la firme comme un lot différencié de savoirs technologiques, d'actifs et de procédures organisationnelles qui fournit l'avantage concurrentiel de la firme dans un certain domaine et mesure sa capacité à résoudre une diversité de problèmes techniques et organisationnels. Les compétences s'appuient sur des connaissances effectivement mobilisées par la firme dans un environnement donné, que celles-ci soient tacites ou codifiées.

2.2. Les mécanismes de gouvernance dans la relation de collaboration entre les CI et les entrepreneurs

2.2.1. Le conseil d'administration des firmes financées par des CI

Bien au-delà de la fonction principale de surveillance attribuée au conseil d'administration par Fama et Jensen (1983a), Judge et Zeithaml (1992) montrent les contributions cognitives de cet organe. Pour Whisler (1988) et Forbes et Milliken (1999), ce rôle d'aide du conseil peut particulièrement paraître plus pertinent dans les PME où l'apport en ressources cognitives est essentiel pour le développement des compétences du dirigeant. Judge et Zeithaml (1992) et Fiegner (2005) soulignent l'importance du rôle cognitif du conseil d'administration en montrant l'impact positif sur les plus jeunes et plus petites firmes.

En effet, les dirigeants des PME recherchent le plus souvent des conseils et des compétences externes pour répondre à leurs préoccupations stratégiques. Par conséquent, ils ont recours à des administrateurs qui ont de fortes capacités d'expertise et des compétences suffisantes pour mieux les aider à construire la vision stratégique. La composition du conseil d'administration est d'autant plus importante qu'elle détermine son degré d'implication et l'ampleur de ses apports cognitifs (Ward et Handy, 1988 ; Zahra et Pearce, 1989 ; Judge et Zeithalm, 1992, Dalton et al. 1999).

Pour efficacement participer à la production d'opportunités nouvelles et de développement des compétences du dirigeant, Charreaux (2000) suggère alors que le conseil d'administration soit désormais composé de membres pouvant apporter des ressources cognitives au dirigeant. De fait, la qualité des membres est donc appréciée selon leur niveau d'expertise (Rindova, 1999).

Concernant le conseil d'administration des firmes financées selon les approches cognitives, peu d'études ont testé à notre connaissance, l'impact du niveau d'expérience et de la diversité des compétences des membres du conseil sur la performance des firmes. Seuls les travaux de Filatotchev et Bishop (2002) s'y sont directement intéressés. Ils montrent que la composition du conseil est liée à la structure de capital.

Précisément, une augmentation de la participation des dirigeants au capital est positivement associée à la forte présence de membres internes et à une faible diversité des compétences au sein du conseil. La forte diversité des compétences a une incidence positive sur la performance l'introduction en bourse.

En poursuivant cette réflexion, Busenitz (2007, p. 222) conclut de manière intuitive que le conseil d'administration des firmes financées par des CI doit être marqué par une plus forte diversité de compétences provenant des membres qui le composent (relativement aux firmes non financées). Il suppose que la présence des CI implique le soutien au dirigeant dans la construction de sa vision stratégique. Ces derniers s'assurent donc de la composition du conseil pour apporter des ressources cognitives à l'entrepreneur. Notons que la composition du conseil d'administration peut donc être contingentée par différents facteurs.

Au-delà du conseil d'administration, la littérature relative au capital-investissement analyse la syndication comme un vecteur d'acquisition de compétences pour le dirigeant.

2.2.2. La syndication

Outre l'argument financier qui définit la syndication comme un moyen de partage et de diversification du risque (Lerner, 1994 ; Manigart et al. 2006), Wright et Lockett (2002), Manigart et al. (2006) justifient le recours à la syndication par un argument cognitif. S'appuyant sur la théorie des ressources, ces auteurs expliquent que les CI ne cherchent pas seulement à donner des moyens financiers à la firme et à s'assurer de la rentabilité de leurs investissements. Ils suggèrent que ces investisseurs apportent également à l'entreprise et à son dirigeant des ressources de nature cognitive (connaissance, compétence,...) susceptibles d'influencer la performance de la firme. A ce niveau, Stévenot-Guéry (2007) explique que l'impact de ces actionnaires se manifeste d'une part, par les gains cognitifs liés à la connaissance des CI et d'autre part, par les coûts cognitifs découlant des conflits cognitifs entre CI et investisseurs.

La syndication est un mécanisme permettant donc au dirigeant d'accéder à des compétences diverses ou des ressources spécifiques d'autres firmes (Wernefelt, 1984) ; ce qui conduit à l'amélioration du processus de sélection des entreprises financées, à la résolution des problèmes d'asymétrie d'information et de connaissances (Admati et Pfleiderer, 1994) et à de meilleures performances pour les firmes bénéficiant de ce type de financement.

Peu d'études testent l'efficacité de ce mécanisme en mesurant son impact sur la performance des firmes financées. Seuls les travaux de Berggren et al. (2006) trouvent un taux de survie relativement plus faible pour les firmes suédoises dont les opérations ont été syndiquées. Stévenot-Guéry (2007) trouve que la syndication contribue positivement d'un point de vue cognitif à la performance de la firme lorsque le dirigeant est majoritaire ; ainsi les conflits d'intérêts sont minimes.

Tian (2008) qui s'intéresse au rôle de la syndication montre que les firmes entrepreneuriales soutenues par des CI syndiqués sont celles qui ont plus de chance d'être introduites en bourse, celles qui souffrent d'une moindre sous-évaluation, qui bénéficient d'une meilleure valorisation de leurs titres par le marché et enregistrent de meilleures performances opérationnelles à la suite de l'introduction en bourse. L'auteur souligne toutefois un biais dans ces résultats lié à l'endogénéité de la variable syndication. Il relève que les investissements syndiqués sont les plus prometteurs et de ce fait sont ceux qui enregistrent une meilleure performance.

En plus de la syndication, la politique de ressources humaines permet à ces derniers de participer de manière active à la formation des compétences dans la firme.

2.2.3. La formation des compétences à travers la professionnalisation de la fonction Ressources Humaines

La convergence des travaux réalisés en finance et ceux de la gestion des ressources humaines fait ressortir le rôle que peut jouer le capital humain dans la création de valeur de la

firme. En effet, les compétences des salariés, fondamentales pour le processus de création de valeur, représentent l'une des ressources spécifiques de la firme qui lui confère un avantage concurrentiel sur le marché. Pour maintenir cet avantage, la firme doit alors continuellement investir dans le capital humain (Charreaux et Desbrières, 1998). Ceci implique des investissements en matière de formation et de recrutement. Bartlett et Ghoshal (2002) complètent cette idée en insistant sur l'importance du recrutement et de la fidélisation des individus à connaissances spécialisées ou compétences spécifiques.

Dans la théorie du capital humain soutenue par Schultz (1961), et Becker (1964), les ressources humaines sont considérées comme un facteur déterminant du succès de la firme. Elles peuvent influencer la performance de l'entreprise. Les CI, conscients de l'importance des ressources humaines et de l'impact éventuel sur la création de la valeur de la firme financée, peuvent se servir de la politique de gestion de ces ressources comme un levier cognitif. Peu de travaux dans la littérature relative à la gouvernance présentent les leviers d'intervention des investisseurs en matière de Gestion des Ressources Humaines (désormais GRH).

Van den Berghe et Levrau (2002) soulignent le rôle des CI dans la GRH sans pour autant préciser les pratiques concrètes de l'investisseur.

Hellmann et Puri (2002) qui détaillent plus amplement l'implication des CI en matière de GRH suggèrent que les investisseurs incitent à une professionnalisation de la GRH. Plus concrètement, il s'agit de la mise en place de politiques de rémunération par l'adoption de stock-options ou d'une formalisation du processus de recrutement qui passe par la création d'un poste de Directeur de Ressources Humaines ou d'un vice président chargé des Ressources Humaines.

Bygrave et Timmons (1992) affirment que les CI jouent parfois des rôles significatifs dans l'identification et le recrutement de l'équipe dirigeante. Grâce à leurs expériences, ils ont la capacité d'alimenter et de développer les entreprises en attirant les compétences clés. Ces

derniers doivent être les plus qualifiés et sont censés utiliser leur esprit créatif pour atteindre les objectifs de firme.

Hellmann et Puri (2002) expliquent que la fonction de GRH a tendance à être plus professionnalisée dans les start-ups financées par les CI. Ces derniers considèrent la professionnalisation de la fonction de directeur de ressources humaines comme l'un des apports cognitifs de ces investisseurs car elle permet de structurer l'équipe dirigeante.

Sous une argumentation cognitive, le recrutement d'un vice-président chargé des Ressources Humaines permet l'intégration d'un responsable disposant de compétences spécifiques, d'expérience et d'expertise en matière de ressources humaines. Il comble ainsi le manque de connaissances des autres responsables de l'équipe dirigeante dans ce domaine. Lors des prises de décision stratégique comme l'introduction en bourse d'une firme, la présence d'un responsable de Ressources Humaines permet de réfléchir de manière plus pertinente aux implications des choix pour le capital humain. Une équipe entrepreneuriale compétente, plus complète avec des orientations stratégiques à long terme (axées sur le capital humain par exemple) contribue à une meilleure performance (Welbourne et Cyr, 1999 et Cyr et al. 2000).

Pour conclure, les CI se servent aussi bien du conseil d'administration, de la syndication que de la politique de GRH pour favoriser l'échange de connaissance et participer à la création de compétences dans la firme.

En nous appuyant sur l'analyse de la relation CI-entrepreneur dans une approche cognitive et les principaux travaux étudiés, nous présentons une deuxième modélisation permettant de comprendre la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

Section 3 : La modélisation de l'impact des CI sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées sous une approche cognitive de la gouvernance

Nous rappelons que notre modélisation a pour objectif d'expliquer la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées. Elle s'inspire de l'analyse théorique de la relation CI / entrepreneur selon les approches cognitives et des travaux analysés tels que ceux de Wirtz (2006).

3.1. La modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées : une approche cognitive de la gouvernance

Conformément aux théories cognitives, la relation CI-entrepreneur est marquée par des conflits cognitifs qui surgissent des divergences de schémas mentaux (Lehn, 1995). Plus les schémas mentaux des parties divergent, plus les conflits cognitifs sont importants.

Les écarts de schémas mentaux proviennent des représentations individuelles liées aux expériences de chaque acteur, aux problèmes d'asymétrie de connaissance et au caractère tacite de la connaissance à transférer. Un écart trop important de connaissances peut conduire à des conflits cognitifs à effet néfaste puisqu'ils peuvent conduire à des conflits d'intérêt. Comme l'explique Wirtz (2006), les conflits cognitifs constructifs engendrent cependant des coûts cognitifs liés à la réduction des écarts de schémas mentaux. Parallèlement, ils génèrent des gains cognitifs qui dépendent de la capacité de chaque partie à coordonner, de l'identité des acteurs et des compétences spécifiques de ces derniers (De La Ville et Griumaud, 2001).

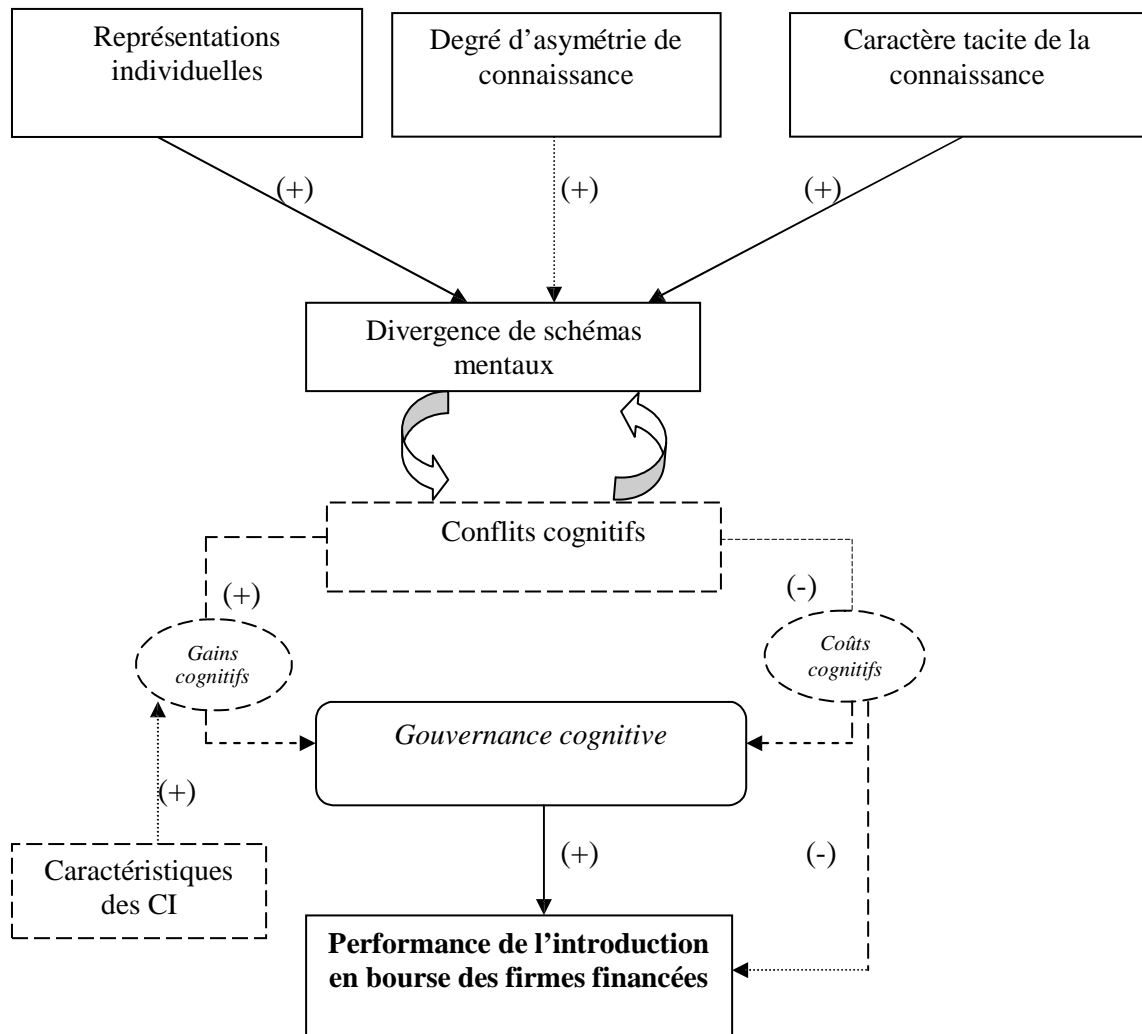
Au-delà de la coopération des dirigeants, la maîtrise de la coordination est considérablement liée aux compétences des CI. Il s'agit de la capacité de ces derniers à valoriser la base de ressources cognitives de l'entrepreneur ou du dirigeant (connaissances cumulées ...). Dans ce sens, les mécanismes de gouvernance permettent le transfert de ressources cognitives vers le dirigeant.

La gouvernance cognitive exercée par les CI définit donc les apports des CI en termes de ressources cognitives par le biais des mécanismes de gouvernance. Elle a pour objectif de

réduire les conflits cognitifs néfastes et générer des gains cognitifs, et de ce fait elle affecte positivement la performance de l'introduction en bourse. Plus les conflits cognitifs sont importants, plus la gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur est importante, plus la performance de la firme est élevée. Wirtz (2006) suggère que l'existence de coûts cognitifs lors de l'ouverture de capital peut également avoir une influence sur le prix des actions et sur la performance de l'introduction en bourse. L'écart de schémas mentaux et de perceptions entre les nouveaux actionnaires externes et les anciens actionnaires CI / dirigeants-fondateurs se traduit en termes de coûts cognitifs et entraîne une différence importante entre le prix des actions et la valeur perçue du fondateur de la firme. L'implication des CI dans les mécanismes de gouvernance au moment de l'introduction en bourse peut alors permettre à ces investisseurs de réduire les coûts cognitifs.

La figure suivante est la schématisation de notre modélisation. A l'instar du modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI dans une approche disciplinaire de la gouvernance, la modélisation considère les déterminants de la gouvernance de la relation CI-dirigeant et de l'incidence de cette gouvernance sur la performance de la firme au moment de l'introduction.

Figure II.3. : le modèle explicatif de l'incidence de la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées



De cette modélisation, nous déclinons plusieurs hypothèses :

3.2. Les hypothèses dérivées du modèle

Conformément aux travaux¹⁰⁰ relatifs à la contribution des CI, l'importance des apports cognitifs des CI dépend de plusieurs facteurs liés à la firme ou au dirigeant (Sapienza et Gupta, 1994 ; Elango et al. 1995).

¹⁰⁰ Pour une synthèse de la littérature, voir les travaux de Gorman et Sahlman (1989), Gomez-Meija et al. (1990), Sapienza et Gupta (1994), Carter et Van Auken (1994).

Selon les théories cognitives et le modèle développé par Wirtz (2006), l'intensité de la gouvernance cognitive exercée par les CI dépend de l'ampleur des coûts cognitifs, une résultante des conflits cognitifs accentués par la répartition dissymétrique de connaissance et le caractère tacite de la connaissance. Parallèlement à ces coûts, les conflits cognitifs créent des gains cognitifs qui dépendent des caractéristiques des CI.

Nous proposons d'étudier les variables qui déterminent la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant en analysant celles qui ont un impact sur le niveau des coûts et gains cognitifs.

3.2.1. Les déterminants de la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant

Selon le modèle proposé précédemment, les conflits et coûts cognitifs sont d'une part, liés au degré d'asymétrie de connaissances. Plus le degré d'asymétrie de connaissance est élevé entre les CI et les entrepreneurs, plus importants sont les conflits cognitifs, plus élevés sont les coûts cognitifs ; d'où l'importance d'une gouvernance axée sur le partage de connaissances.

3.2.1.1. Le lien entre le degré d'asymétrie de connaissance et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant

Dans la relation CI-entrepreneur, le degré d'asymétrie de connaissances qui accroît les écarts de connaissance, peut être plus élevé selon le degré de maturité de la firme (Landström, 1992).

3.2.1.1.1. Le degré de maturité de la firme et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant

Une entreprise à un stade de développement peu avancé a un stock de connaissances cumulées relativement faible par rapport à celui des CI, généralement plus expérimentés. En admettant cette répartition dissymétrique de la connaissance, il est plus qu'évident que les schémas mentaux et les visions stratégiques des CI et de l'entreprise soient différents.

Le manque de spécialisation et de compétences des PME lors de la phase de croissance de la firme explique l'importance de compétences externes telles que les CI (Duchénaut, 1996). Grâce à leurs compétences, ces derniers enrichissent la connaissance de l'entreprise et participent à l'évolution de ses schémas mentaux. On assiste alors à la réduction d'une part de l'écart de perception des opportunités d'investissement et des conflits cognitifs « destructeurs » ; d'autre part, à la création de gains cognitifs. La coordination du processus d'apprentissage et de transfert de connaissances nécessite cependant que les CI disposent d'un niveau important d'expériences.

Lorsque l'entreprise est à un stade de développement avancé, Barney et al. (1989) précisent que celle-ci a un cumul de connaissances relativement important et les coûts de transfert de connaissance des CI vers l'entreprise sont probablement plus élevés (temps, difficulté d'intégration). Le processus d'apprentissage organisationnel y est donc plus complexe.

De cette argumentation, nous déclinons l'hypothèse suivante :

H _{10a} : La gouvernance cognitive exercée par les CI est d'autant plus importante que l'entreprise est à un stade de développement peu avancé.
--

Le niveau d'expérience du dirigeant parfois couplé avec le degré de maturité de l'entreprise peut avoir une influence sur les représentations de l'entreprise et sur les visions stratégiques de l'entrepreneur.

3.2.1.1.2. Le niveau d'expériences managériales de l'entrepreneur et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant

Mac Millan et al (1987) et Sapienza (1992)¹⁰¹ relèvent que la personnalité et le niveau d'expérience de l'entrepreneur/dirigeant définissent la qualité du management.

Pour cette raison, les capacités managériales du dirigeant constituent l'un des principaux critères de sélection et d'évaluation de la firme par les CI (Higashide et Birley, 2002). En effet, la qualité des décisions stratégiques prises dépend des capacités cognitives de l'équipe dirigeante ou celle de l'entrepreneur (Amason, 1996). Le niveau relativement faible d'expériences managériales du dirigeant ne lui permet pas d'avoir une vision complète de la stratégie de l'entreprise, de sa gestion ou encore des opportunités d'investissement. Dans ce cas, la probabilité que son modèle cognitif diffère de celui des CI est donc plus forte.

Une gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante qu'elle permet au dirigeant de bénéficier des compétences des investisseurs en vue d'élargir sa vision de l'organisation. Sapienza et Gupta (1994) montrent les besoins plus importants en ressources cognitives des dirigeants dont le niveau d'expériences managériales est faible. Ces derniers sont plus réceptifs aux conseils et à l'aide apportée par les CI dans la formulation de la stratégie (Barney et al. 1996) lors des réunions du conseil d'administration ; d'où une convergence des représentations entre les dirigeants et les CI (Desbrières, 2005).

H_{10b} : La gouvernance cognitive exercée par les CI est d'autant plus importante que le niveau d'expériences managériales du dirigeant/entrepreneur est limité.

D'après notre modèle et les développements de Wirtz (2006), la nature spécifique de la connaissance peut être également une source de conflits cognitifs dans le sens elle soulève des questions essentielles de transférabilité. Accentuée selon le secteur d'activité, elle peut ainsi

¹⁰¹ Les premiers travaux qui montrent l'importance des compétences du manager dans la prise de décision du financement par capital-investissement sont ceux de Mc Millan et al (1985) et Goslin et Barge (1986).

accroître la répartition initiale dissymétrique de la connaissance entre les CI et les entrepreneurs.

3.2.1.1.3. Le caractère tacite de la connaissance et le secteur d'activité et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant

Conformément à la théorie des ressources, la connaissance spécifique considérée comme une ressource rare, procure un avantage concurrentiel à la firme et peut accroître ses opportunités et capacités d'innovation (Hage et Aiken, 1970 ; Tsai, 2001). Toutefois, se pose la question de sa transférabilité en raison de son caractère tacite. La complexité du processus d'acquisition des spécificités de la firme (contenues dans la connaissance spécifique) nourrit les conflits cognitifs déjà existants entre les CI et les dirigeants. Le caractère tacite des compétences clés d'une firme évoluant dans un secteur à connaissance spécifique accroît le risque de conflits cognitifs et de fait, les coûts cognitifs. Dans un tel contexte, les interactions fréquentes entre l'entreprise et les CI peuvent favoriser l'échange de connaissance ; d'où l'importance d'une forte implication des CI dans la gouvernance de la firme.

H_{10c} : La gouvernance cognitive exercée par les CI est d'autant plus importante que l'entreprise financée évolue dans un secteur d'activité à connaissance spécifique.

Par-delà les caractéristiques de la firme et du dirigeant, Stévenot (2006) précise que le niveau d'expérience des CI ainsi que leur taux de participation au capital sont autant de facteurs qui déterminent l'importance des gains cognitifs dans la relation CI-entrepreneur.

3.2.1.2. Les caractéristiques des CI et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant

Dans les approches cognitives, le niveau d'expérience des CI constitue l'une des sources clés de la création de valeur. En se basant sur les différentes définitions de compétence, nous

retenons trois niveaux d'expériences : l'expérience spécifique des CI de la firme, l'expérience du métier de CI et l'expérience liée à leur degré de spécialisation.

3.2.1.2.1. L'expérience spécifique des CI de la firme et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant

Les CI-actionnaires sont supposés être plus efficaces dans leurs apports en ressources cognitives en raison de leurs compétences qui leur permettent, soit d'accéder ou traiter l'information collectée sur la firme plus rapidement et de manière pertinente, soit d'enseigner plus facilement aux dirigeants à identifier et évaluer eux-mêmes les opportunités d'investissement. Une longue durée d'investissement leur permet d'enrichir leurs connaissances spécifiques de la firme financée. Elle favorise également le développement de leurs compétences initiales en approfondissant leurs compréhensions des questions stratégiques préoccupant la firme ; ce qui leur donne la possibilité de mieux aider le dirigeant dans la construction de la stratégie de la firme et dans l'identification des opportunités d'investissement.

H11a : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leur niveau de connaissances spécifiques de la firme.

Au-delà de la connaissance spécifique, l'expérience qu'ont les CI du métier influence leur intervention dans la firme sous un point de vue cognitif.

3.2.1.2.2. L'expérience dans le métier de CI et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant

Plusieurs travaux dont notamment ceux de Rosenstein et al. (1993), Sapienza et al. (1996), Jain (2001) et Manigart et al. (2002) qui analysent l'impact des caractéristiques des CI sur la performance des entreprises financées, montrent que la probabilité de succès d'une entreprise financée augmente avec le niveau d'expérience des investisseurs dans le métier du

capital-investissement. Les CI les plus expérimentés ont une capacité supérieure¹⁰² en termes d'évaluation des tendances du marché, d'identification des opportunités d'investissement. Ils sont perçus comme des investisseurs aux compétences supérieures qui contribuent au processus de création de valeur d'une firme. Leur niveau élevé d'expérience du métier leur confère également un avantage dans le sens où ils ont des contacts importants tels que les intermédiaires pour les introductions en bourse ou encore des capacités d'évaluation pour introduire en bourse l'entreprise financée dans la période jugée optimale, d'évaluation et de choix d'investissement et de politique de financement. D'ailleurs, Gottschalg et al. (2004) montrent des rentabilités boursières plus importantes pour les firmes financées par des CI dont le niveau d'expérience de ces derniers dans le métier (de capital-investissement) est élevé.

Nous formulons l'hypothèse suivante :

H_{11b} : La gouvernance cognitive exercée par les CI est positivement associée à leur niveau d'expérience dans le métier (de capital-investissement).

Dans l'approfondissement des recherches consacrées au lien entre le niveau d'expérience des CI et leur contribution à la performance de la firme, Sapienza et al. (1996) identifient que le degré de spécialisation des CI apparaît comme une variable pertinente pouvant expliquer le niveau d'implication des CI.

3.2.1.2.3. Le degré de spécialisation et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant

Pour De Clercq et Dimov (2003), la spécialisation des CI par secteur d'activité ou stade d'investissement leur permet d'acquérir des compétences spécifiques en termes de saisie et de maîtrise des complexités d'un secteur d'activité ou du stade de développement de la firme. Ce processus d'acquisition implique que ces derniers aient développé un processus d'apprentissage

¹⁰² Les travaux de Barry (1994), Lerner (1994a, 1994b, 1994c), Gompers (1995) montrent un lien positif entre l'expérience du CI et la performance de la firme financée.

leur permettant d'intégrer plus rapidement et de comprendre plus facilement les connaissances tacites des entreprises financées afin de mieux identifier les opportunités d'investissement.

En intégrant l'hypothèse de la rationalité limitée, nous pouvons faire ressortir une autre argumentation présentant l'intérêt de la spécialisation. En effet, les individus, notamment les CI ont une capacité limitée pour acquérir et stocker toutes les nouvelles connaissances. Par la spécialisation, ceux-ci ne cumulent qu'une fraction de connaissances, précisément celle d'un domaine particulier comme le secteur d'activité particulier ou le stade d'investissement. Ils développent alors une expertise et des compétences particulières dans ce domaine ; ce qui leur permet de contribuer à la performance de la firme de manière plus pertinente (Bottazzi et Da Rin, 2003).

Nous pouvons donc émettre l'hypothèse suivante :

H_{11c} : La gouvernance cognitive exercée par les CI est d'autant plus importante que les CI sont spécialisés.

Jusque là, nous avons considéré les CI comme un groupe homogène d'investisseurs. Pourtant, plusieurs études relatives aux CI, notamment celles de McNally (1997), Maula et Murray (2002) et Ginsberg et al. (2005) soulignent l'importance des différentes catégories de CI dans le processus la création de valeur dans la firme.

3.2.1.2.4. Le type de CI et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant

Dans la littérature, il apparaît que les « corporate venture capitalists » ou CI industriels (une catégorie de CI affiliés) se distinguent des autres catégories de CI en raison de leur incitation plus grande pour le transfert de connaissances vers les firmes financées. Aussi, ils bénéficient d'une meilleure performance – meilleurs résultats financiers, stratégiques ou boursiers – (Gompers et Lerner, 2004 ; Maula et al. 2003 ; Ginsberg et al. 2005).

En effet, les objectifs et orientations des CI industriels¹⁰³ sont davantage d'ordre stratégique que financier (pour les CI indépendants) ; ce qui explique l'engagement plus important des CI affiliés (à un groupe industriel) dans les activités d'innovation, dans l'exploitation des synergies (Dushnitsky et Lenox, 2005). Par-delà ces activités, Dushnitsky et Lenox (2006) montrent que les CI bénéficient de connaissances plus profondes des marchés et des technologies ; ce qui accroît leurs compétences en matière de sélection. En plus, ils fournissent des connaissances et ressources complémentaires enrichissant l'analyse stratégique de leur environnement pour une meilleure identification d'opportunités.

H11d : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que les CI sont affiliés (à un groupe industriel).

Bishop et Filatotchev (2002) et Stévenot-Guéry (2007) montrent que l'intérêt des investisseurs à s'impliquer davantage dans une syndication varie selon leur taux de participation.

3.2.1.2.5. Le taux de participation des CI dans la firme soutenue et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant

Une prise de participation majoritaire des CI dans une firme suppose des investissements financiers importants et ainsi qu'un investissement du temps permettant d'accompagner efficacement l'entrepreneur (rencontres formelles ou informelles pour partager les connaissances, pour conseiller, aider le dirigeant à identifier les meilleurs opportunités d'investissement).

¹⁰³ L'enquête menée par le cabinet Ernst et Young (2006) sur les programmes du capital-investissement industriel indique que 67 % des CI (tous types confondus) investissent pour des raisons stratégiques dans les entreprises *via* le capital-investissement industriel. L'intérêt des CI industriels pour les objectifs stratégiques et leur niveau relativement élevé d'expertise sectorielle et technologique leur permettent d'orienter leurs efforts sur les activités nourrissant la croissance de la firme. Plus concrètement, ils vont davantage dans la levée de fonds supplémentaires, dans le recrutement des dirigeants ou l'équipe dirigeante, dans la professionnalisation de la firme ou dans les conseils technologiques.

Lorsque les intérêts financiers des CI sont faibles, ces derniers ne sont pas nécessairement motivés à construire avec le dirigeant dans un long et lourd processus d'apprentissage (en temps, capitaux...). Le taux de participation des CI influence donc leur propension à s'impliquer dans la gouvernance des firmes avec pour finalité d'aider le dirigeant à acquérir et créer de la connaissance.

Nous émettons l'hypothèse suivante :

H_{11e} : La gouvernance cognitive exercée par les CI est positivement associée à la fraction d'actions détenues.

En définitive, les gains cognitifs de la relation CI-entrepreneur dépendent non seulement du niveau d'expérience des CI mais également de leur structure de propriété et leur taux de participation qui influencent leur capacité à apporter des ressources cognitives à la firme par le biais de mécanismes de gouvernance classiques (tels que le conseil d'administration) et spécifiques (tels que la syndication). Ces derniers apparaissent ainsi comme des vecteurs d'acquisition, d'échange et de construction de connaissances qui peuvent positivement influencer la performance de la firme.

A l'instar du modèle proposé dans le chapitre précédent, nous analysons premièrement l'impact des mécanismes classiques de gouvernance, puis celui des mécanismes spécifiques au capital-investissement sur la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse.

3.2.2. Le système de gouvernance comme vecteur d'acquisition et de création de ressources cognitives : l'impact sur la performance de l'introduction en bourse des sociétés financées

Nous rappelons que le système de gouvernance sous le modèle cognitif de la théorie n'a plus essentiellement pour objectif d'aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des actionnaires grâce aux leviers disciplinaires axés sur le « monitoring », mais plutôt d'aider les dirigeants dans

la construction de la vision stratégique de la firme et dans l'identification d'opportunités d'investissement par le biais de leviers cognitifs axés sur le « mentoring ».

Selon Daily et al. (2002), la structure de propriété identifiée dans la vision disciplinaire de la gouvernance comme un mécanisme d'incitation et de contrôle peut être analysée dans une approche cognitive comme un levier permettant d'orienter le dirigeant dans la vision stratégique de l'entreprise et d'influencer la performance de la firme.

3.2.2.1. Les mécanismes classiques de la gouvernance et la performance de l'introduction en bourse des firmes financées

Wirtz (2006) explique que la capacité à jouer un rôle cognitif dépend de la nature des investisseurs intervenant dans les mécanismes de gouvernance. D'un point de vue cognitif, l'identité des actionnaires d'origine dans la structure du capital peut être une source de gains cognitifs et positivement influencer la performance de l'introduction en bourse.

3.2.2.1.1. L'identité des actionnaires comme source de compétences

L'introduction en bourse est une opération financière qui nécessite une maîtrise parfaite des procédures. Un CI bénéficiant non seulement de connaissances spécifiques de la firme, d'une bonne expérience du métier mais surtout d'expérience en matière d'introduction en bourse est capable d'apporter ses compétences aux dirigeants / entrepreneur et les conseils nécessaires pour traiter les aspects stratégiques et techniques de l'opération d'introduction en bourse tels que la qualité des informations présentes dans un prospectus. Ainsi, il peut influencer les perceptions qu'ont les investisseurs de la firme grâce à leurs connaissances ou encore orienter les dirigeants dans le choix d'intermédiaires de la période d'introduction (Lerner, 1994).

Un CI ayant conduit un nombre relativement important d'entreprises à s'introduire en bourse, a a priori, une meilleure connaissance des mécanismes pouvant influencer la performance de l'introduction (la période d'introduction, d'intermédiaires, dans le choix de la politique de marketing lors de l'introduction en bourse, dans la sélection d'information divulguée dans les prospectus). Ceci devrait donc conduire à une meilleure performance de l'introduction en bourse de la firme. En outre, le maintien d'une forte participation des CI expérimentés en matière d'introduction en bourse peut réduire les coûts cognitifs liés à l'entrée de nouveaux actionnaires lors d'une introduction en bourse. En considérant que les nouveaux actionnaires externes et les anciens actionnaires et/ou dirigeants-fondateurs ne partagent pas les mêmes perceptions, la présence de ces investisseurs au moment de l'opération peut positivement influencer la valeur de la firme perçue par les nouveaux actionnaires et réduire les écarts de perception entre les deux parties ; d'où une minimisation des coûts cognitifs.

H12 : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au niveau d'expérience des CI en matière d'introduction en bourse.

En rappelant les travaux de Whisler (1988), Judge et Zeithalm (1992) et Forbes et Milliken (1999) basés sur les ressources cognitives, la composition du conseil d'administration peut influencer sur ses contributions cognitives : sa capacité à aider le dirigeant à détecter les opportunités d'investissement et à développer ses capacités (Charreaux, 2000)

3.2.2.1.2. La composition du conseil d'administration

D'après les approches cognitives, le niveau de compétences des membres constitue alors l'un des premiers critères (Rindova, 1999) de sélection. Les membres compétents sont supposés avoir une forte expertise leur conférant des qualités supérieures pour aider le dirigeant, surtout au moment de l'introduction en bourse.

Ils peuvent traiter d'une façon plus pertinente, les informations collectées grâce aux expériences précédentes dans des entreprises similaires et peuvent également détecter plus facilement les opportunités d'investissement. Dans la littérature, les CI s'inscrivent dans cette catégorie de membres compétents pouvant jouer un rôle cognitif. Leur présence apparaît donc essentielle au sein du conseil d'administration.

Dans leur étude portant sur les déterminants de la structure du conseil d'administration des firmes financées soutenues par des CI lors d'une introduction en bourse, Baker et Gompers (2003) expliquent que les CI modifient la structure du conseil. Ces derniers réduisent le nombre de membres spécialisés par fonction (comme les banquiers, les comptables, avocats...) présents au conseil en faveur d'autres membres plutôt expérimentés. Ces membres sont jugés expérimentés lorsqu'ils ont exercé un mandat ou en exercent un dans une entreprise partageant le même domaine d'activité que la firme soutenue. Grâce à leur expertise et connaissances spécifiques découlant de leur spécialisation, les CI remplissent ce dernier critère et sont capables d'apporter les ressources cognitives nécessaires au développement de la firme.

Dans cette catégorie de membres compétents se situent les administrateurs internes. Selon Jensen (1993), ces derniers ont par leur fonction des compétences techniques et une bonne connaissance de l'entreprise nécessaire à la prise de décision (Filatotchev et Bishop, 2002).

Nous retenons donc l'hypothèse suivante :

H_{13a} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil des firmes financées est composé d'administrateurs compétents.

Les CI membres du conseil sont compétents lorsqu'ils ont une bonne connaissance spécifique de l'entreprise ou lorsqu'ils bénéficient d'expériences dans des entreprises similaires (en termes de domaine d'activité ou de stade de développement).

Le dernier critère en termes de composition du conseil d'administration est la diversité « cognitive ». La théorie de la connaissance ou « Knowledge Based View » nous enseigne que la diversité de connaissances constitue l'un des déterminants majeurs de la performance d'une firme. Dans son analyse du rôle du conseil d'administration, Charreaux (2000) précise que la capacité de cet organe à favoriser la création de connaissance dépend de la diversité des compétences qui y résident. En effet, Bantel and Jackson (1989) expliquent que les groupes dont les individus ont des compétences et connaissances diverses sont plus efficaces dans la résolution des problèmes complexes et prennent les meilleures décisions. La diversité de connaissances permet une complémentarité entre les compétences des individus, ce qui enrichit les processus de réflexion et de prise de décision. Notons toutefois que la diversité rend parfois difficile l'intégration d'idées (du fait des divergences de schémas cognitifs). Néanmoins, elle demeure une source de richesse et de création de valeur (Hoffman, 1959 ; Hoffman and Maier, 1961).

Nous en déduisons l'hypothèse suivante :

H_{13b} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil des firmes financées est composé d'administrateurs aux compétences diverses.

Parallèlement aux mécanismes classiques de gouvernance, la syndication est considérée comme un mécanisme spécifique du capital-investissement pouvant influencer la performance de la firme soutenue.

3.2.2.2. Les mécanismes spécifiques au capital-investissement

3.2.2.2.1. La composition de la syndication

Conformément aux approches cognitives, et précisément la théorie des ressources, il apparaît que la syndication est un mécanisme permettant d'obtenir des ressources spécifiques d'autres firmes (Wernefelt, 1984).

Dans ces approches, l'hétérogénéité des sources de compétences devrait permettre la complémentarité et être une source de création de valeur pour la firme qui en bénéficie. La diversité dans la syndication peut donc être déterminante pour l'efficacité du rôle cognitif des CI. Dans ce sens, Jungwirth et Moog (2004) trouvent que les CI généralistes disposent d'un savoir-faire très vaste dans la création et le financement des entreprises en comparaison aux CI spécialisés qui n'ont qu'une connaissance spécifique d'un secteur d'activité ou du cycle de vie particulier d'une firme. Cependant, cette spécialisation permet à ces derniers d'avoir une connaissance approfondie des problèmes d'une firme évoluant dans leur domaine de compétence. La combinaison de ces deux catégories de CI dans une syndication accroît les compétences mutuelles des investisseurs et leur permet de mieux orienter le dirigeant dans sa prise de décision. En retenant l'argument cognitif de la syndication, la complémentarité des compétences dans la syndication aide à la résolution des problèmes d'asymétrie de connaissances entre CI (Admati et Pfleiderer, 1994), favorise l'enrichissement des compétences des dirigeants et contribue aux performances des firmes financées.

Nous déclinons les hypothèses suivantes :

H_{14a} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement liée à la syndication.

H_{14b} : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que la syndication est composée de CI aux compétences complémentaires.

Toutefois, soulignons l'existence des problèmes d'intégration et de conflits d'intérêts et/ou cognitifs qui peuvent surgir entre les CI et réduire les effets positifs liés à la syndication. L'existence d'un chef de file dans ce genre de financement permet de partiellement mitiger les différences de points de vue puisque celui-ci représente le principal acteur dans le partage des connaissances de marché et de l'industrie, dans l'expertise managériale et les conseils

stratégiques. Les autres investisseurs membres de la syndication s'intéresseraient alors à acquérir de nouvelles connaissances (Manigart et al. 2002b).

Conformément aux théories de ressources, l'acquisition des compétences est aussi importante que leur création. La création de compétences en implique la formation. Hellmann et Puri (2002) et Stevenot-Guéry et Guéry (2006) montrent ainsi l'implication des CI dans la politique de Gestion de Ressources Humaines (GRH).

3.2.2.2.2. La création et formation de compétences à travers les fonctions de Gestion de Ressources Humaines

Comme nous l'avons déjà expliqué, il apparaît que les CI s'impliquent aussi bien directement qu'indirectement dans la formation des compétences. Notamment, Hellmann et Puri (2002) montrent que la fonction de Gestion des Ressources Humaines a tendance à être plus professionnalisée dans les start-ups financées par les CI. Le recrutement d'un vice-président chargé des Ressources Humaines permet l'intégration d'un responsable disposant de compétences spécifiques, d'expérience et d'expertise en matière de ressources humaines conduisant à des décisions plus optimales¹⁰⁴. Par ailleurs, la professionnalisation de la fonction de ressources humaines permet la formalisation des procédures de recrutement ; ce qui s'inscrit dans le cadre du processus d'apprentissage organisationnel de la firme. En période de croissance rapide ou de changement stratégique comme une introduction en bourse, la présence d'un cadre ayant la capacité de capitaliser les actifs humains de la firme peut constituer un facteur essentiel pour le succès de la firme. Il dispose de l'expertise nécessaire au développement des processus et programmes de formation, utiles pour accroître les compétences et maintenir les ressources clés.

A notre connaissance, peu d'études examinent le lien entre la professionnalisation de la fonction de ressources humaines et la performance de la firme.

¹⁰⁴ Pour Dyer et Kochan (1995); Martell et Carroll (1995) et Mohrman et *al.* (1996), la présence d'un responsable de ressources humaines permet de réfléchir aux implications des choix sur le capital humain, ce qui conduit à des décisions plus optimales.

Notamment, Welbourne et Cyr (1999) et Cyr et al. (2000) testent l'impact¹⁰⁵ de la présence d'un vice-président chargé des ressources humaines sur la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse. Ils constatent un effet positif de la présence d'un vice-président chargé des ressources humaines sur le taux de croissance du chiffre d'affaires et de l'évolution de la performance des titres (mesurée par le bénéfice net par action) pour les petites entreprises à forte croissance. La professionnalisation de la fonction de ressources humaines étant plutôt commune dans les grandes entreprises, elle n'a de sens que pour les plus petites entreprises qui sont en phase de croissance où la formation des compétences s'avère plus utile pour le développement de l'entreprise.

En considérant que les CI participent activement à la formation des compétences, la probabilité d'avoir une professionnalisation de la fonction de ressources humaines doit être plus importante pour leurs entreprises.

H15a : La probabilité d'avoir une professionnalisation de la fonction des Ressources Humaines est plus élevée dans les entreprises soutenues par des CI.

En supposant que les entreprises étudiées sont toutes en phase de croissance et en période de changements importants en raison de l'introduction en bourse, celles qui bénéficient d'une professionnalisation de la fonction de Ressources Humaines devraient avoir une meilleure performance puisque la professionnalisation implique un apprentissage organisationnel plus important, une formation des compétences de la firme et de fait des gains cognitifs.

De ce raisonnement, découle l'hypothèse suivante :

¹⁰⁵ A notre connaissance, très peu d'études ont testé le lien de la professionnalisation de la fonction de ressources humaines et de la performance de la firme.

H15b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée qu'il existe une professionnalisation de la fonction des Ressources Humaines dans les entreprises financées.

Dans cette partie, nous avons supposé que les CI favorisent le partage de connaissances et le développement de compétences des dirigeants par le biais de mécanismes de gouvernance aussi bien classiques que spécifiques ; ainsi, ils peuvent influencer de manière directe ou indirecte la performance de l'introduction d'une firme financée.

Conclusion du chapitre 4

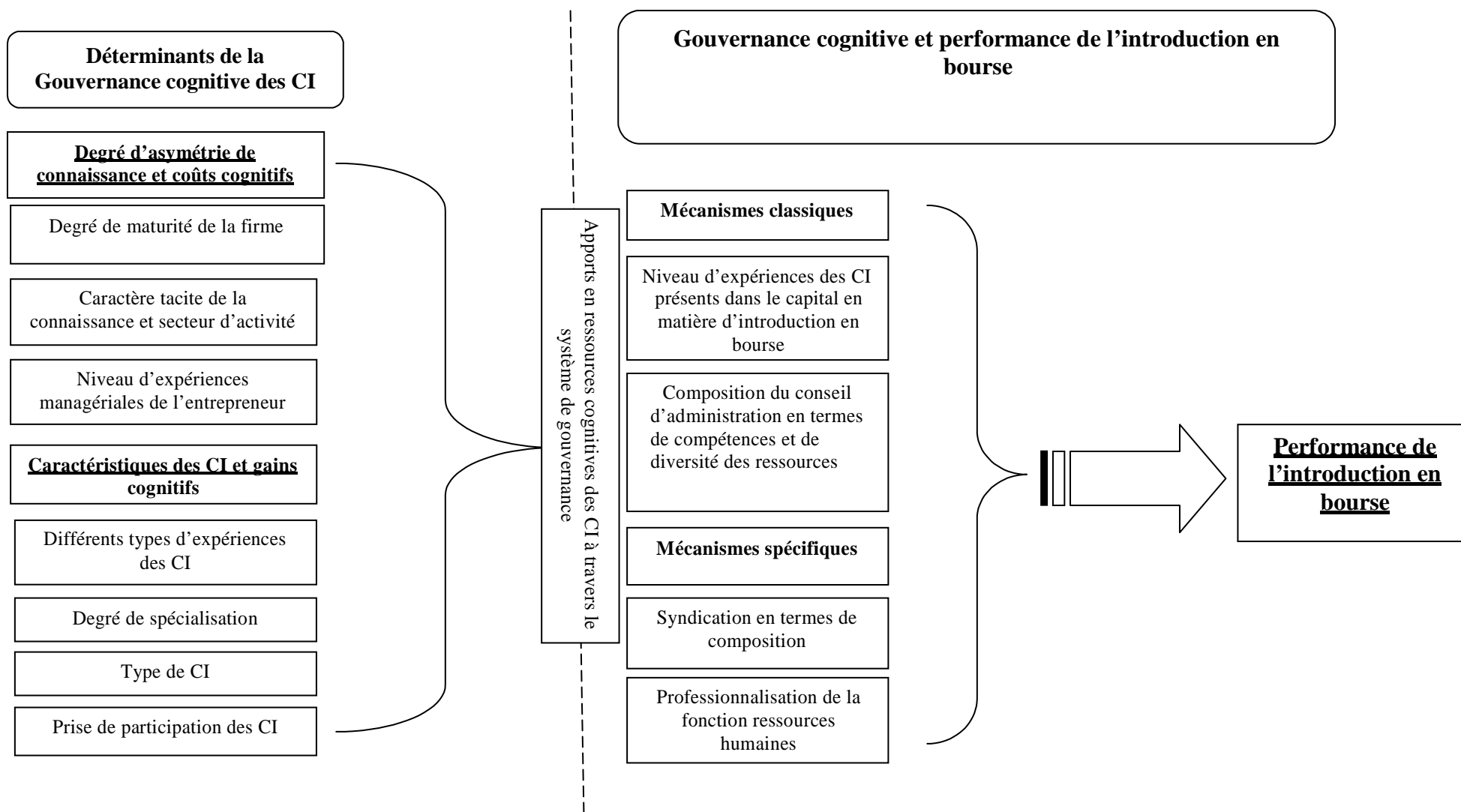
Ce chapitre théorique relatif à l'étude de la collaboration productive entre les CI et les dirigeants s'est essentiellement basé sur les théories cognitives de la gouvernance qui enrichissent la compréhension du rôle des CI et leur impact sur la performance de la firme. L'étude de cette relation vise un double objectif : d'une part, élucider dans quelle mesure les CI apportent leurs connaissances et compétences aux dirigeants à travers les mécanismes de gouvernance classiques et spécifiques au capital-investissement ; et d'autre part, relier cette gouvernance cognitive à la performance de l'introduction en bourse de la firme financée (cf. figureII.4).

Pour ce faire, nous nous sommes intéressée aux notions de connaissance et de l'apprentissage nécessaires à l'étude au processus de création de valeur dans la relation entre les CI et dirigeants. Dans ce processus, l'acquisition et l'accumulation de connaissances confèrent aux CI des compétences et une expertise permettant d'aider le dirigeant à créer de nouvelles connaissances, à construire des opportunités d'investissement tout en stimulant le processus d'apprentissage organisationnel.

Toutefois, les apports en ressources cognitives des CI à l'entreprise n'excluent pas l'existence de conflits et de coûts cognitifs. La relation de collaboration entre CI-dirigeants implique des conflits cognitifs issus de divergences de schémas mentaux entre les acteurs pouvant nuire à l'échange productif. L'analyse du processus de création de connaissances révèle des différences de schémas mentaux renforcées par la répartition dissymétrique de la connaissance entre les CI et les entrepreneurs, par le caractère non transférable des connaissances tacites conduisant à des perceptions différentes des opportunités d'investissement ; ce qui peut engendrer par la suite des coûts cognitifs importants. Il convient toutefois de préciser que ces conflits ne sont pas toujours néfastes à la construction de connaissance.

L'importance de ces coûts cognitifs dépend du niveau d'asymétrie de connaissance et du caractère tacite de la connaissance. La contribution des CI à réduire ces coûts passe par les mécanismes de gouvernance (d'où le terme de gouvernance cognitive) censés stimuler l'apprentissage, initier la formation de compétences. Elle est aussi bien directe qu'indirecte et influence la performance de l'opération d'introduction en bourse.

Figure II.4 : la modélisation de la gouvernance cognitive des CI et impact sur la performance de l'introduction en bourse



CONCLUSION DE LA PARTIE 2

L'objectif de cette partie est d'analyser la relation CI-dirigeant d'un point de vue théorique. La théorie de la gouvernance a été mobilisée comme le principal référentiel. En effet, celle-ci propose deux perspectives d'analyse : la première fondée sur la théorie de l'agence met en évidence le modèle disciplinaire de la gouvernance ; et la deuxième, issue des théories cognitives en stratégie correspond au modèle cognitif de la gouvernance.

La première approche disciplinaire, met en relief une relation de coopération, essentiellement de principal-agent qui justifie l'importance du rôle disciplinaire des CI. Ces derniers disposent d'un droit de regard et de contrôle sur les décisions et les actions du dirigeant. L'importance des problèmes de divergences d'intérêt et d'asymétrie d'information engendre des coûts d'agence considérables. L'intensité du contrôle exercé par les CI à travers le système de gouvernance dépend donc du niveau de ces coûts, souvent accentués par les caractéristiques de la firme telles que la structure de propriété, le cycle de vie de la firme, ... ainsi que celles de l'entrepreneur et des CI... Cette forte implication dans les mécanismes de gouvernance est censée réduire les coûts d'agence a priori plus élevés lors d'une ouverture de capital – en raison de la dilution du capital qui en résulte. Par conséquent, un contrôle serré des dirigeants par les CI peut positivement affecter la performance de l'introduction en bourse de la firme financée.

La vision disciplinaire de l'implication des CI est jusqu'à présent l'angle d'analyse dominant des études relatives à la relation CI-dirigeant. Toutefois, la prise en compte uniquement de cette vision dans l'étude de la relation CI-dirigeant ne donne qu'une explication partielle de la contribution des CI et conduit à une étude incomplète. En effet, l'approche disciplinaire de la gouvernance mobilisée pour expliquer l'implication des CI limite la compréhension du rôle des CI dans la mesure où cette approche ignore essentiellement la manière dont la valeur est répartie, et surtout les principales sources de création de valeur.

Nous avons donc considéré les approches cognitives dans notre étude de la relation CI-dirigeant. Dans ce cadre, nous nous sommes intéressée au processus de création de valeur à proprement dit. Nous avons analysé la relation entre le CI et le dirigeant comme une relation de collaboration dont l'enjeu est d'aider le dirigeant dans la construction des opportunités d'investissement et dans la création de connaissances. Dans cette relation, l'analyse du processus de création de valeur a conduit à étudier l'origine de la rente : les compétences des CI et des administrateurs qui permettent l'apprentissage de la firme, la réduction des coûts cognitifs « destructeurs » et l'échange de connaissance par le biais du système de gouvernance.

Afin de confronter nos deux modèles théoriques à la réalité des faits, nous allons désormais procéder aux tests empiriques destinés à corroborer ou à réfuter les hypothèses proposées.

-III-

TROISIEME PARTIE – APPROCHE EMPIRIQUE :
IMPACT DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE
DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES

INTRODUCTION DE LA PARTIE 3

Après avoir construit nos modèles théoriques expliquant la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées, nous envisageons dans cette partie, de valider nos hypothèses. La mise en œuvre des tests nécessite de préciser avant tout, la démarche empirique ainsi que la méthodologie retenue.

Pour cela, dans le chapitre 5, nous recensons tout d'abord, les travaux empiriques antérieurs pour en détailler les thématiques, les méthodes de recherche et principaux résultats en vue de positionner notre présente recherche.

Par la suite, nous rappelons dans le chapitre 6 les hypothèses découlant des modèles théoriques, puis nous décrivons l'opérationnalisation des variables associées à ces propositions.

Les tests des hypothèses sont effectués à partir d'un échantillon de données objectives¹⁰⁶. Le chapitre 7 est consacré à la description de notre échantillon composé initialement de plus de 500 introductions en bourse réalisées entre 1997 et 2005 sur le marché français. Il détaille la collecte de données, la construction et la composition de l'échantillon. Il met également en évidence les différences relatives aux mécanismes de gouvernance, aux mécanismes d'introduction en bourse ... qui distinguent les entreprises financées par capital-investissement des autres non financées.

Dans le chapitre 8 sont présentés les résultats des tests. Tout d'abord, nous estimons l'impact de la fonction disciplinaire des CI sur la performance de l'introduction en bourse. Dans une seconde étape, nous testons l'importance des apports des CI en ressources cognitives sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

¹⁰⁶ Le questionnaire est la méthodologie retenue dans la plupart des études empiriques relatives à l'activité du capital-investissement américain et parfois européen. Il rend compte de la perception qu'ont les personnes interrogées d'un concept. Les données obtenues sur la base de questionnaires sont donc considérées comme des données perceptuelles.

Dans le chapitre 9, nous tentons d'analyser les apports des CI sous une approche synthétique de la théorie de gouvernance. Pour ce faire, nous testons conjointement les modèles disciplinaire et cognitif de la contribution des CI sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

CHAPITRE 5 : LA PRESENTATION GENERALE DE L'ETUDE

Les premiers travaux consacrés au capital-investissement se sont intéressés au marché américain en raison de son stade de développement plus avancé (par rapport aux marchés européens et australiens). Complétés par la suite par plusieurs études européennes, plus particulièrement suédoises, anglaises et allemandes, ces travaux pionniers s'articulent autour de deux principaux axes de recherche : le premier consiste à analyser la nature et les facteurs explicatifs de l'implication des CI dans une firme ; le second axe traite du lien pouvant exister entre l'implication des CI et la performance de l'introduction en bourse.

Dans notre travail, nous traitons simultanément les deux axes de recherche en abordant les déterminants de la gouvernance de la relation CI-entrepreneur / dirigeant de PME puis l'impact de cette gouvernance sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI. Nous nous appuyons donc sur les méthodologies retenues dans la plupart des travaux empiriques recensés ci-après.

Section 1 : Les travaux empiriques antérieurs

Le panel d'études empiriques présentées dans le tableau III.1 traite des facteurs pouvant expliquer le niveau d'implication des CI dans une firme. Ayant déjà présenté la majorité de ces travaux dans la partie théorique (cf. partie 2), nous les avons recensés dans le tableau récapitulatif¹⁰⁷ suivant.

¹⁰⁷ La liste des travaux recensés n'est pas exhaustive. Nous avons retenu les travaux les plus pertinents en termes de contributions.

Tableau III.1 : une revue empirique traitant des facteurs explicatifs du niveau d'implication des CI

Auteurs	Echantillon	Méthodologie
Macmillan, Kulow et Khoylian (1988)	62 sociétés de capital-investissement questionnées sur le marché américain entre 1986 et 1987	Régressions multiples
Sapienza et Timmons (1989)	51 firmes questionnées, financées par des CI sur le marché américain	Régressions multiples
Landström (1992)	505 entreprises industrielles et du secteur technologique questionnées sur le marché suédois	Régressions multiples
Sapienza (1992)	51 paires CEO – CI chef de file questionnés aux Etats-Unis	Régressions multiples
Sapienza, Amason et Manigart (1994)	136 entreprises soutenues par CI entre 1987 et 1988 questionnées sur le marché anglais, français, néerlandais	Tests de différence de moyennes
Barney, Busenitz, Lowell, Fiet, James, Moesel, Douglas (1996)	221 CI questionnés sur le marché anglais, français, néerlandais et américain	Régressions multiples
Maunula (2006)	39 entreprises finlandaises questionnées, ayant bénéficié du soutien des CI au cours des 3 dernières années, non cotées et évoluant dans le secteur technologique.	Régressions multiples
Chahine, Filatotchev et Wright (2007)	444 introductions en bourse de firmes entrepreneuriales françaises et anglaises	Régressions multiples

1.1. Les études empiriques relatives aux facteurs explicatifs de l'implication des CI

A la lecture du tableau précédent, il est utile de souligner en premier lieu que les contributions des travaux français à ces axes de recherche restent relativement faibles.

En termes de méthodologie, il y a lieu de préciser que les informations exploitées sont généralement recueillies par le biais de questionnaires administrés auprès des CI chefs de file ou membres – lorsque les opérations sont syndiquées – ou directement auprès d'entrepreneurs-dirigeants des firmes financées. La participation de différents types de répondants introduit cependant un biais quant à l'interprétation du rôle et des apports des CI et influence le choix des facteurs explicatifs de la participation active des CI dans les études. En fonction du type de répondants du questionnaire, les modèles sont analysés soit sur des variables relatives à la firme ou l'entrepreneur, soit sur des variables liées au CI et à la relation entretenue avec le dirigeant de la PME. Pourtant, l'intégration de ces deux catégories de variables peut enrichir l'explication des différents niveaux d'implication des CI dans l'entreprise. Dès lors, l'usage d'une méthode autre que le questionnaire peut s'avérer plus pertinent. En outre, le fait de procéder à des questionnaires peut considérablement réduire la taille de l'échantillon contingentée par les taux de réponse. Sur la base de ces limites, nous avons opté pour une collecte de données extraites de bases de données, de prospectus d'introduction en bourse, de rapports annuels d'entreprises... Cette approche permet de réaliser une étude plus objective (mais cependant moins qualitative).

Suite à la présentation des travaux traitant des facteurs explicatifs de l'implication des CI, nous recensons les principales¹⁰⁸ études consacrées au lien entre la présence des CI et la performance des introductions en bourse des sociétés financées dans le tableau III.2.

¹⁰⁸ La liste des travaux recensés est loin d'être exhaustive. Nous avons retenu les travaux les plus pertinents en termes de contributions.

Tableau III.2 : les études empiriques consacrées au lien entre la présence des CI et la performance des introductions en bourse des sociétés financées par des CI

Auteurs	Echantillon	Méthodologie
Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990)	Un échantillon comportant les introductions en bourse sur le marché américain entre 1978 et 1987 dont un nombre de 433 introductions en bourse soutenues par des CI 1123 introductions sans les investisseurs en capital	Tests univariés Régressions multiples
Meggison et Weiss (1991)	Deux échantillons dont le premier est composé de 320 introductions en bourse de sociétés financées par des CI sur le marché américain entre 1983 et 1987, et le second échantillon qui est un échantillon de contrôle regroupant le même nombre d'introductions de firmes non financées par des CI réalisées sur la même période (selon la taille de l'offre et le secteur d'activité)	Tests univariés Régressions multiples
Jain et Kini (1995)	Deux échantillons dont un composé des introductions en bourse des sociétés financées par des CI sur le marché américain entre 1976 et 1988, avec un prix d'offre > ou = 5\$; soit 136 introductions avec CI comparées avec un autre échantillon de contrôle composé du même nombre d'introductions sur la même période mais sans le soutien des CI (selon la taille de l'offre et le secteur d'activité)	Régressions multiples
Brav et Gompers (1997)	Un échantillon comportant les introductions en bourse sur le marché américain de 1975 à 1992. 934 introductions en bourse soutenues par des CI 3407 introductions sans les investisseurs en capital	Rentabilités anormales cumulées équipondérées, Achat-conservation Régressions facteurs-Fama-French)
Lin et Smith (1998)	Un échantillon total comportant 2634 introductions en bourse sur le marché américain de 1979 à 1990, dont 497 sont soutenues par des CI.	Tests de différence de moyennes Modèles Tobit Régressions linéaires
Lantz (1999)	Un échantillon composé de 63 entreprises financées par des CI réparties pour 42 d'entre-elles sur le second marché et 21 sur le nouveau marché.	Régressions multiples (linéaires et logistiques)
Francis et Hasan (2001)	Un échantillon total comportant 843 introductions en bourse sur le marché américain de 1990 à 1993, dont 415 sont soutenues par des CI.	Régressions multiples Maximum de vraisemblance

Jain (2001)	Un échantillon composé de 104 introductions soutenues par des CI effectuées aux USA entre 1982 et 1990	Régressions logistiques (Logit)
Da Sa Silva Rosa, Velayuthen et Walter (2003)	237 introductions en bourse d'entreprises industrielles en Australie dont 207 sans CI et 30 avec CI	Régressions multiples
Wang, Wang et Lu (2003)	Deux échantillons dont un composé d'introductions en bourse de sociétés financées par des CI sur le marché de Singapour entre 1987 et 2001, soit 92 introductions avec CI comparées avec un autre échantillon de contrôle composé du même nombre d'introductions sur la même période mais sans le soutien des CI (selon le secteur d'activité)	Tests de différence de moyenne Régressions multiples
Brau, Brown et Osteryoung (2004)	Deux échantillons dont un composé des introductions en bourse des sociétés financées par des CI sur le marché américain entre 1990 et 1996, évoluant dans le domaine industriel, soit 108 introductions avec CI comparées avec un autre échantillon de contrôle composé du même nombre d'introductions sur la même période mais sans le soutien des CI (selon le secteur d'activité)	Tests univariés Tests multivariés Régressions multiples
Franzke (2004)	Un échantillon composé des introductions en bourse réalisées sur le nouveau marché allemand entre 1997 et 2002, dont 109 sans investisseurs en capital, 79 soutenues par des CI et 61 bénéficiant du financement relais	Tests univariés Régressions multiples
Rinderman (2004)	Un échantillon composé de 303 introductions en bourse sur le nouveau marché français, allemand et anglais entre 1996 et 1999, dont 154 financées par des CI	Tests univariés Tests multivariés Régressions multiples
Maunula (2006)	39 entreprises finlandaises questionnées, ayant bénéficié du soutien des CI au cours des 3 dernières années, non cotées et évoluant dans le secteur technologique	Régressions multiples
Suchard (2009)	522 introductions en bourse sur le marché australien dont 472 soutenues par des CI et 80 sans CI	Régressions multiples

1.2. Les études empiriques relatives à la performance des introductions en bourse des entreprises financées par des CI

A la lecture du tableau ci-dessus, plusieurs remarques s'imposent :

La première remarque est liée aux méthodologies utilisées. Il ressort de ces études deux types de méthodologies :

- La première méthode consiste à se référer à un vaste échantillon subdivisé en deux sous-échantillons : un premier échantillon composé d'introductions en bourse soutenues par des CI et un autre échantillon sans CI. Dans cette méthode, il s'agit simplement de faire ressortir les principales différences entre les deux sous-échantillons. Ces dernières concernent les caractéristiques des firmes introduites, les systèmes de gouvernance et les performances au moment de l'introduction en bourse. Les principaux tests et modèles sont ensuite réalisés sur le sous-échantillon composé d'introductions en bourse de firmes soutenues par des CI.
- Quant à la seconde méthode, elle consiste à comparer deux échantillons distincts : d'une part, un échantillon principal constitué d'introductions en bourse soutenues par des CI, d'autre part, un échantillon de contrôle composé d'entreprises n'ayant pas de CI dans leur structure actionnariale, mais similaires aux entreprises du premier échantillon en termes de taille, de secteur d'activité, d'année d'introduction en bourse. L'estimation des tests et modèles est effectuée sur les deux échantillons.

Plusieurs outils d'analyse sont alors utilisés pour l'estimation des modèles explicatifs et/ou prévisionnels, dont les principaux sont :

- La régression linéaire.
- Les régressions logistiques avec des modèles Logit-Probit.
- Les tests de différence de moyenne.

Ces outils permettent de mesurer l'impact de la présence du CI sur la performance de la firme financée. Une analyse de la performance dans ces études conduit à distinguer plusieurs méthodes de calcul qui justifient parfois les différences de résultats obtenus en fonction des pays étudiés :

- Une première approche consiste à mesurer la performance boursière de la firme au moment de l'introduction en bourse ou quelques périodes après l'opération. La performance de la firme au moment de l'introduction en bourse renvoie au niveau de certitude avec lequel les investisseurs déterminent la valeur de la firme au moment de l'opération. Elle est appréhendée par le degré de sous-évaluation obtenu par la comparaison entre le premier cours coté et le prix d'offre. La performance de la firme post-introduction en bourse s'effectue sur un horizon de temps plus long (1 à 3 ans après l'introduction en bourse). Elle est estimée par le calcul des rentabilités anormales cumulées ou des rentabilités dites «achat-conservation». Ces rentabilités s'obtiennent par la comparaison des rentabilités de titres des firmes avec celles d'un marché référent, d'un benchmark ou d'autres entreprises comparables.
- La seconde approche considère plutôt la performance opérationnelle ou la création de valeur perçue. Elle s'appuie sur des indicateurs de rentabilité obtenus à partir de données comptables et financières des entreprises financées. Dans cette méthode, il convient de préciser que c'est la variation de performance opérationnelle des entreprises après l'introduction qui est mesurée.

Dans notre étude, nous nous intéressons aussi bien à la performance boursière (au moment et après l'introduction en bourse) qu'à la performance comptable (ou opérationnelle) de l'entreprise après son admission sur le marché financier.

La deuxième remarque est liée à la nature des variables explicatives.

Les principales variables expliquant les différences de performance entre les entreprises soutenues et celles non soutenues sont essentiellement à l'impact des CI sur les variables associées à l'introduction en bourse (telles que la réputation des intermédiaires...) plutôt qu'au système de gouvernance permettant aux investisseurs de contribuer à la performance de la firme. Ceci s'explique par le cadre référentiel théorique retenu dans la grande majorité des études, qu'est la théorie du signal. Même si les variables associées à l'introduction en bourse limitent le pouvoir explicatif de ces études, elles sont cependant pertinentes en raison de leur impact sur la performance de l'introduction en bourse.

De ce fait, nous les intégrons dans nos modèles explicatifs empiriques sous forme de variables de contrôle (cf. chapitre 3, opérationnalisation des variables).

La dernière remarque souligne la faible contribution des travaux français à la problématique traitant de l'impact de la présence des CI sur la performance de l'introduction des firmes financées. Le marché des introductions en bourse français reste peu exploré dans les études présentées. Par conséquent, notre étude empirique cherche à contribuer aux recherches consacrées à l'implication des CI réalisées sur le marché français des introductions en bourse. Elle s'inscrit dans une démarche hypothético-déductive qui consiste à tester les hypothèses découlant de nos deux modèles théoriques (cf. partie 2).

En tenant compte des différentes critiques formulées, nous suivons donc la démarche suivante présentée dans la section suivante.

Section 2 : La description générale de la démarche empirique

Nous rappelons que notre problématique est de comprendre la contribution des CI à la performance des firmes financées.

En se référant aux modèles théoriques proposés dans la partie 2, la contribution des investisseurs en capital est liée à leur implication dans les mécanismes de gouvernance ou la mise en place de mécanismes de gouvernance spécifiques.

Notre démarche empirique vise donc à comprendre l'impact du système de gouvernance des firmes financées sur la performance des introductions en bourse des firmes financées en France. Tout d'abord, elle s'intéresse aux facteurs explicatifs de la gouvernance de la relation CI-entrepreneur, à sa nature puis à l'impact de la gouvernance de cette relation sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

Les tests empiriques réalisés sur chacun des modèles s'effectuent donc en deux étapes :

- Premièrement, ils identifient les déterminants de la gouvernance de la relation CI-entrepreneur / dirigeant de PME.
- Deuxièmement, ils vérifient le lien existant entre la gouvernance et la performance de l'introduction en bourse des firmes financées.

Afin d'apporter un éclairage sur ces deux étapes, il convient de préciser les modèles empiriques qui seront testés.

Pour ce faire, nous rappelons dans un premier temps les hypothèses, puis nous décrivons l'opérationnalisation des variables découlant des modèles proposés. Ensuite, nous procédons à une analyse descriptive de l'échantillon initial construit grâce à la collecte de données réalisée à partir de prospectus, de rapports annuels ou encore de bases de données. La description de l'échantillon donne une réalité plus concrète à notre objet d'analyse.

A ce niveau, nous réalisons des tests de différences de moyenne afin de mettre en relief les différences significatives entre les sociétés financées par des CI et celles sans CI.

Les variables permettant de réaliser l'étude comparative entre les deux sous-échantillons concernent les mécanismes d'introduction en bourse, les caractéristiques des entreprises financées et / ou celles des entrepreneurs, les mécanismes de gouvernance classiques ainsi que les performances de l'opération. Suite à cette étude comparative, nous nous focalisons sur le sous-échantillon composé uniquement d'introductions en bourse de firmes financées par des CI afin d'y relever les particularités du système de gouvernance des firmes françaises financées par capital-investissement.

Une fois la présentation générale de l'échantillon effectuée, nous testons les hypothèses à l'aide de régressions multiples et présentons les résultats de chaque modèle en en faisant ressortir les spécificités.

Conclusion du Chapitre 5

A l'issue de la recension des travaux empiriques traitant de l'implication des CI, nous pouvons conclure que la plupart des études effectuées concernent principalement les marchés américains et dans une moindre mesure quelques marchés européens. La contribution des études françaises demeure assez faible.

Notre travail empirique s'applique au marché français et s'attache à contribuer aux principaux axes de recherche : les facteurs explicatifs de l'implication des CI et l'impact de cette implication sur la performance des entreprises financées.

Les tests des hypothèses sont réalisés à l'aide d'outils statistiques adaptés à une analyse quantitative de données. En s'inspirant des méthodologies associées aux problématiques présentées dans les travaux empiriques recensés, nous optons avant tout pour une analyse univariée (tests de différence de moyenne) afin de faire ressortir les différences entre les deux sous-échantillons (introductions en bourse soutenues par des CI vs introductions en bourse sans les CI). Par la suite, nous effectuons des tests multivariés basés sur des régressions multiples dans le but de valider nos modèles théoriques.

Pour une meilleure compréhension de l'étude empirique, nous précisons dans le chapitre suivant, les différentes variables permettant de tester les hypothèses découlant des modèles théoriques.

CHAPITRE 6 : LE RAPPEL DES PROPOSITIONS THEORIQUES ET OPERATIONNALISATION DES VARIABLES

Ce chapitre établit le lien entre la construction de nos modèles théoriques et l'essai de validation de leurs hypothèses constitutives. Il justifie le choix des variables permettant d'opérationnaliser nos hypothèses. Ce choix est crucial puisque la validation ou la réfutation des hypothèses en dépend fortement, tout comme les conclusions sur la qualité des modèles.

Dans un souci de clarté, nous rappelons dans la section 1 les hypothèses théoriques découlant des deux modèles explicatifs de la performance des firmes soutenues par des CI : disciplinaire et cognitif (cf. chapitre 2). Dans les sections 2, 3 et 4, nous justifions le choix des variables empiriques retenues utiles aux tests économétriques.

Section 1 : Le rappel des propositions théoriques

Nous reprenons les hypothèses découlant des deux modèles théoriques suivant l'ordre dans lequel nous les avons exprimées dans la partie théorique dans le tableau de synthèse suivant.

Tableau III.3 : un rappel des hypothèses théoriques

Modèle théorique 1	Types	Facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire des CI	Hypothèses théoriques
Approche disciplinaire	Niveau de conflits d'intérêt	Actionnariat des dirigeants	H1a : Il existe une relation négative entre le taux de participation des entrepreneurs/dirigeants de PME et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur.
		Taille de la firme	H1b : Il existe une relation positive entre la taille de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.
		Niveau d'endettement de la firme et type d'investissement	H1c : La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est moins intense pour les reprises par LBO.
		Performance de la firme	H1d : Il existe une relation négative entre la performance de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur.
		Structure de propriété des CI	H1e : La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est plus intense pour les CI indépendants.
	Niveau d'asymétrie informationnelle	Stade de maturité de la firme	H2a : La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est plus intense pour les firmes étant à un stade de développement peu avancé.
		Dynamisme du secteur	H2b : Il existe une relation positive entre le dynamisme du secteur d'activité de la firme financée et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.
		Niveau d'actifs spécifiques	H2c : Il existe une relation positive entre le niveau d'actifs spécifiques de la firme financée et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.
		Degré d'expérience des CI en termes de management	H2d : Il existe une relation négative entre le niveau d'expérience du dirigeant dans le management et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur.

Modèle théorique 1	Types	Gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur et performance de l'introduction en bourse	Hypothèses théoriques
Approche disciplinaire	Mécanismes de gouvernance classiques	Structure de propriété	H3a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que les CI sont toujours détenteurs de blocs de contrôle après l'introduction en bourse.
			H3b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le taux de cession des CI est faible.
			H3c : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que la fraction d'actions conservées par les CI est relativement plus élevée (que celle du dirigeant).
		Conseil d'administration	H4a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil d'administration est composé d'un nombre important d'administrateurs indépendants.
			H4b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au nombre de CI au conseil d'administration.
			H4c : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est négativement liée à la taille du conseil d'administration.
		Politique de rémunération	H5 : Il existe une relation positive entre le recours aux plans d'options sur actions et la performance de l'introduction en bourse de la firme financée.

Approche disciplinaire	Mécanismes de gouvernance spécifiques	Financement par étapes	H6 : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au nombre de tours de table antérieurs.
		Syndication	H7a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est négativement associée à la taille de la syndication.
			H7b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à la durée de la syndication avant l'introduction en bourse.
		Système d'information	H8a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un système d'information comptable mis en place par les CI.
			H8b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un comité d'audit.
		Pacte d'actionnaires	H9 : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un pacte d'actionnaires.

Modèle théorique 2	Types	Facteurs explicatifs de la gouvernance cognitive des CI	Hypothèses théoriques
Approche Cognitive	Niveau d'asymétrie de connaissances et de coûts cognitifs	Stade de développement de la firme	H10a : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que l'entreprise est à un stade de développement peu avancé.
		Niveau d'expériences managériales de l'entrepreneur	H10b : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que le niveau d'expériences managériales du dirigeant/entrepreneur est peu élevé.
		Caractère tacite de la connaissance et le secteur d'activité	H10c : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que l'entreprise financée évolue dans un secteur d'activité à connaissance spécifique.
	Niveau de gains cognitifs	Niveau d'expérience spécifique des CI de la firme	H11a : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leur niveau de connaissances spécifiques de la firme.
		Niveau d'expérience du métier de CI	H11b : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leur niveau d'expérience du métier.
		Degré de spécialisation	H11c : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que les CI sont spécialisés.
		Structure de propriété des CI	H11d : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que les CI sont affiliés (à un groupe industriel).
		Prise de participation des CI	H11e : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leurs fractions d'actions détenues.

Modèle théorique 2	Types	Gouvernance cognitive des CI et performance de l'introduction en bourse	Hypothèses théoriques
Approche cognitive	Mécanismes de gouvernance Classiques	Structure de propriété	H12 : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au niveau d'expérience des CI en matière d'introduction en bourse.
		Conseil d'administration	H13a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil des firmes financées est composé d'administrateurs compétents.
			H13b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil des firmes financées est composé d'administrateurs aux compétences diverses.
	Mécanismes de gouvernance spécifiques au capital-investissement	Syndication	H14a : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement liée à la syndication.
			H14b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que la syndication est composée de CI aux compétences complémentaires.
		Politique de ressources humaines	H15a : La probabilité d'avoir une professionnalisation de la fonction des Ressources Humaines est plus élevée dans les entreprises soutenues par des CI.
			H15b : La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée qu'il existe une professionnalisation de la fonction des ressources humaines dans les entreprises financées.

Après avoir rappelé les hypothèses, nous décrivons dans la section suivante l'opérationnalisation des variables communes aux deux modèles : la variable expliquée et les variables de contrôle.

Section 2 : L'opérationnalisation de la variable expliquée et des variables de contrôle communes aux modèles disciplinaire et cognitif

Nous rappelons que notre étude a pour objectif de vérifier l'impact de la gouvernance disciplinaire et de la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées. La principale variable expliquée est donc la performance de l'entreprise introduite.

2.1. La variable expliquée

La recension des travaux antérieurs traitant du lien existant entre la présence des CI et de la performance de l'introduction en bourse (cf. tableau III.2, p. 213), montre que la mesure de la performance dépend de la perspective choisie pour l'analyse.

Sur un horizon de temps court, la mesure de la performance de l'introduction en bourse fréquemment utilisée dans la littérature est le degré de sous-évaluation. Souvent associé à la rentabilité initiale du titre, il s'obtient par la différence entre le premier cours coté et le prix d'offre rapportée au prix d'offre (Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991), Bruton et Prasad, 1997, Mc Guinness, 1993, Lantz (1999), Certo et al. (2001), Filatotchev et Bishop (2002), Broye et Schatt (2003) et Chahine (2007)). Selon Ibbotson et al. (1988) et Daily et al. (2003), il représente la valeur du titre perçue par le marché. Dans la littérature¹⁰⁹, il est analysé comme un phénomène assez complexe et difficile à interpréter puisqu'il a un impact sur la richesse des parties intervenant dans l'opération, qui diffère selon les parties considérées : l'entreprise émettrice et les actionnaires d'origine censés céder leurs parts, la

¹⁰⁹ Voir les travaux de Beatty et Ritter (1986), Hanley (1993) et Schultz et Zaman (1994).

banque introductrice et enfin les investisseurs potentiels ou nouveaux entrants qui acquièrent les titres. Lorsque les actionnaires d'origine cèdent une part relativement faible de leur participation à la banque introductrice, ils réduisent la perte de richesse ; ce qui se traduit par une sous-évaluation plus faible. La sous-évaluation est donc perçue comme un coût lié à l'introduction en bourse, qui doit être réduit. Dans les travaux théoriques et empiriques expliquant la sous-évaluation en s'appuyant sur l'hypothèse d'asymétrie informationnelle entre les parties intervenant, le degré de sous-évaluation est associé au degré d'asymétrie informationnelle existant entre l'entreprise émettrice et les investisseurs potentiels (cf. chapitre 2 ; section 2). Cette explication du niveau de sous-évaluation est celle retenue dans notre étude.

Nous retenons comme première mesure de la performance de l'introduction en bourse de la firme, le niveau de sous-évaluation pour plusieurs raisons. Premièrement, le choix de cette mesure utilisée dans la plupart des études traitant de l'introduction en bourse permet de comparer nos résultats à ceux obtenus sur le marché américain ou européen. Deuxièmement, cette mesure permet d'appréhender la valeur du titre perçue par le marché au moment de l'introduction en bourse et de vérifier si elle tient compte des apports de l'implication des CI.

Dans le modèle disciplinaire, nous supposons que l'implication des CI dans les mécanismes réduit les coûts d'agence découlant de leur relation avec le dirigeant mais également de la dilution du capital. La réduction des coûts d'agence (supposés élevés au moment de l'introduction en bourse) liée au contrôle exercé par les CI devrait accroître la valorisation du titre par le marché et permettre aux actionnaires d'origine de maintenir une part de la richesse créée ; d'où une sous-évaluation plus faible.

Dans les théories cognitives, la gouvernance exercée par les CI peut réduire les coûts cognitifs entre ces derniers et le dirigeant, mais également vis-à-vis du marché. Elle résulte de l'écart de perception de l'entreprise entre les investisseurs potentiels et actionnaires d'origine (Wirtz, 2006).

Pour calculer la sous-évaluation des firmes financées par des CI (codée SOUS.EV), nous avons recueilli les informations liées au premier cours coté, au prix d'offre dans les prospectus d'introduction, dans la base d'information d'Euronext, les statistiques annuelles de SBF (1997 et 1999) et les rapports annuels de l'AMF (1997-2005).

SOUS.EV: La sous-évaluation est la différence entre le premier cours coté et le prix d'offre rapportée au prix d'offre.

Notons cependant que le choix de cette mesure pose quelques problèmes. Le premier problème est celui de l'efficacité des marchés boursiers, de leur capacité à intégrer immédiatement et totalement toute information disponible. Une autre problématique est celle de la contingence de cette variable. Comme l'expliquent Certo et al. (2001), la sous-évaluation est avant tout, une mesure de performance fortement liée au contexte spécifique de l'opération : le taux de rétention du dirigeant fondateur, la période d'introduction en bourse, le pays... Enfin, cette mesure pose quelques déficiences quant à la durée de la fenêtre considérée. La sous-évaluation se base uniquement sur la richesse créée ou transférée au premier jour ou la première semaine de cotation (court terme) et ne tient pas compte des rentabilités du titre sur le long terme. En considérant cette dernière critique, d'autres études se sont intéressées à appréhender la performance à long terme des titres : soit la performance boursière des titres, soit la performance opérationnelle à long terme des titres.

La performance boursière des titres mesure les rentabilités anormales du titre soit par la méthode dite « achat-conservation » (buy and hold abnormal return ou BHAR), soit par la méthode des rentabilités anormales cumulées (cumulative abnormal returns ou CAR). Barber et Lyon (1997) et Kothari et Warner (1997) affirment cependant que chacune de ces approches présente des limites. La première limite est liée aux différents biais que présentent ces méthodes : le biais de rééquilibrage des portefeuilles lié à la constitution de l'échantillon et le biais de la skewness des rendements qui est fonction de l'horizon ou de la longueur de l'étude.

Une seconde limite qui concerne encore plus la méthode des rentabilités anormales cumulées est celle du choix du portefeuille de référence ou du benchmark qui peut conduire à des biais parfois importants dans les tests statistiques. Sur la base de ces critiques, nous ne retenons aucune de ces deux méthodes de calcul de la performance boursière à long terme des titres.

La performance opérationnelle à long terme des titres, seconde mesure de performance à long terme présentée dans la littérature s'appuie sur les mesures comptables et financières utilisées dans les études de gouvernance (et plus généralement dans les études de finance d'entreprise) : le ROE (return on equity ou taux de rentabilité des capitaux propres), le ROA (return on assets ou taux de rentabilité des actifs)... (Jain et Kini, 1994 ; Barber et Lyon, 1996 ; Mikkelson et al. 1997 et Desbrières et Schatt, 2002). Précisément, Jain et Kini (1994) trouvent un déclin significatif de la performance opérationnelle des firmes deux à trois ans après l'introduction en bourse mesuré par la variation de la rentabilité des actifs (return on assets) et le ratio des flux de liquidité d'exploitation sur le total des actifs (operating cash flows by total assets). Ils associent cette dégradation de la performance opérationnelle à la réduction de la part de détention des actionnaires-dirigeants et autres propriétaires après l'introduction en bourse. Quant à Mikkelson et al. (1997), ils trouvent que le déclin de la performance opérationnelle des entreprises est plus prononcé sur la première période suivant l'introduction en bourse et l'expliquent par la présence d'entreprises jeunes et petites dont les coûts opérationnels sont élevés. La dégradation de performance observée pour les plus anciennes entreprises est précédée d'un désengagement important des actionnaires d'origine. Au regard de ces résultats, la performance opérationnelle apparaît comme une mesure liée à l'évolution de la structure du capital et qui permet d'observer l'impact de la structure de propriété, et plus généralement des mécanismes de gouvernance. Notre étude ayant pour principal objectif de mesurer l'impact de la gouvernance disciplinaire et cognitive de la relation CI-entrepreneur justifie l'usage d'une telle mesure de performance. Nous l'appréhendons par le taux de participation des CI ou l'identité des acteurs dans la structure actionnariale.

Les informations permettant le calcul de la performance de l'introduction en bourse sont disponibles dans les prospectus d'introduction, la base d'information d'Euronext, les statistiques annuelles de SBF (1997 et 1999), les rapports annuels de l'AMF (1997-2005) et la base de données Thomson Financial.

Δ .ROA : La variation du ROA mesurée entre l'année de l'introduction en bourse et l'année avant l'introduction en bourse (exprimée en pourcentage) se base sur le ROA1 (année avant introduction) et le ROA2 (année de l'introduction en bourse). Le ROA s'obtient par le ratio entre le Résultat opérationnel et l'actif total.

Dans l'étude de la performance d'une entreprise introduite en bourse, des mesures hybrides sont également fréquemment retenues, notamment le Q de Tobin qui est le rapport entre la valeur de marché de l'entreprise et sa valeur comptable ou encore le ratio de Marris (ou Market to book value). Définis par Caby et Hirigoyen (2005) comme des indicateurs de l'évaluation des perspectives de croissance, de la qualité des dirigeants et d'autres actifs intangibles par le marché, le Q de Tobin et le ratio de Marris permettent d'apprécier la valeur de l'entreprise perçue par le marché. Keloharju et Kulp (1996) et Kharmach (2005) trouvent un lien entre le taux de rétention des actionnaires d'origine tels que les actionnaires-dirigeants ou les CI-actionnaires et le ratio de Marris. Ils évoquent deux intérêts que présente cette dernière mesure.

Le premier intérêt est que ce ratio permet d'étudier la valeur relative de la firme, plutôt que la valeur absolue ; ce qui permet de neutraliser l'effet de la taille¹¹⁰ sur les résultats des tests. Il permet également de réduire l'effet de richesse¹¹¹ lié à la taille de l'offre, qui peut fausser la relation entre la valeur de la firme et le taux de rétention de l'actionnaire-dirigeant. En plus, il présente l'avantage d'étudier les effets d'un levier de contrôle tant sur la valeur comptable de la firme que sur sa valeur de marché.

¹¹⁰ Il est généralement admis que les jeunes firmes présentent des opportunités de croissance plus élevées que les entreprises de plus grande taille ; d'où des ratios Market to book value plus élevés.

¹¹¹ L'effet de richesse a tendance à croître lorsque les exigences en termes de capital minimum requis pour les entreprises à faibles capitalisations sont relativement plus élevées que celles des entreprises avec des capitalisations plus importantes ; il peut ainsi influencer la relation entre le taux de rétention de l'actionnaire-dirigeant et la valeur de la firme.

Nous retenons donc cette troisième mesure pour apprécier l'impact de la gouvernance de la relation CI-entrepreneur sur la valeur relative des firmes financées. Elle combine les effets des CI aussi bien sur la valeur du marché que sur celle (valeur financière) de la firme.

Les informations nécessaires au calcul du ratio de Marris ont été recueillies à partir de la base de données Thomson Financial et la base d'information d'Euronext.

M.BOOK : Le ratio de Marris est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable l'année de l'introduction en bourse codée M.BOOK.

La valeur de marché des capitaux propres ou la capitalisation boursière est calculée à partir du produit du prix d'offre et du nombre d'actions au moment de l'introduction en bourse.

En définitive, nous avons retenu trois mesures de la performance de l'introduction en bourse : le niveau de sous-évaluation, l'évolution de la performance opérationnelle l'année suivant l'opération et le ratio de Marris. A partir de ces trois mesures de la performance, nous écrivons les équations suivantes :

Equation générale :

Performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI = f (gouvernance disciplinaire et cognitive de la relation CI-entrepreneur) + ε

SOUS.EV = f (gouvernance disciplinaire et gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur) + ε

Δ .ROA = f (gouvernance disciplinaire et gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur) + ε

M.BOOK = f (gouvernance disciplinaire et gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur) + ε

Remarquons que les équations restent incomplètes. Même si notre étude est centrée sur l'impact de la gouvernance de la relation CI / entrepreneur sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées, il apparaît évident que d'autres facteurs liés à l'introduction en bourse soient susceptibles d'avoir un effet sur la performance (cf. chapitre 2). Il est donc important d'introduire dans nos modèles théoriques ces facteurs en tant que variables de contrôle. Ceci évite tout biais dans l'interprétation des résultats de nos tests.

Nous retenons donc l'équation suivante : Performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI = f (gouvernance disciplinaire et cognitive de la relation CI-entrepreneur) + variables de contrôle + ε

Les variables de contrôle détaillées ci-après sont communes aux deux modèles.

2.2. Les variables de contrôle

Comme le soulignent Certo et al. (2001), la performance de l'introduction en bourse est fortement liée au contexte de l'opération même. Les recherches de Derrien et Womack (2001) et Daily et al. (2003) traitant des déterminants de la performance de l'introduction en bourse, montrent l'influence de plusieurs variables sur le niveau de sous-évaluation ou sur la performance à long terme de l'introduction en bourse.

Une première variable pouvant influencer sur la performance de l'introduction en bourse est la réputation de l'intermédiaire chargé de l'opération (RG.BQE). Une banque introductrice de qualité peut réduire l'asymétrie informationnelle entre l'entreprise et les investisseurs potentiels, et de ce fait le niveau de sous-évaluation (Carter et Manaster, 1990 ; Megginson et Weiss, 1991 ; Carter et al. 1998 ; Lange et al. 2001). La majorité des études trouve une relation négative entre la réputation de la banque introductrice et le niveau de sous-évaluation.

Letauxdecessiondesactionnairesd'origine peut également avoir un impact positif sur la performance de l'introduction en bourse (Lin et Smith, 1998). En se basant sur le modèle de Leland et Pyle (1977), le taux de cession des insiders ou actionnaires d'origine sert de signal aux investisseurs quant aux perspectives de croissance de la firme. Un taux de cession élevé conduit à une moindre sous-évaluation (TX.INS).

Selon Derrien et Womack (2001), les conditions de marché ou la période d'introduction en bourse influencent également la performance de l'opération (Rindermann, 2004).

L'analyse des activités d'introduction en bourse entre 1997-2005 montre plusieurs cycles d'évolution du marché pendant lesquels les niveaux moyens de sous-évaluation varient (cf. chapitre 1, partie 1). La variable est codée CY.IPO.

Des variables telles que la taille de la firme et l'âge peuvent également avoir une incidence sur la performance de la firme (Ibbotson et al. 1988 ; Megginson et Weiss, 1991 ; Mikkelson et al. 1997 ; Carter et al. 1998, Mak et Kusandi, 2002). Elles sont analysées dans la littérature comme des facteurs de risque pouvant avoir une incidence négative sur la performance de la firme. Les entreprises de grande taille présentent moins d'incertitude pour les investisseurs potentiels car elles ont plus facilement accès aux ressources essentielles pour leur survie (Finkle, 1998). Elles sont donc censées avoir une meilleure performance que celles de plus petite taille. De même, les entreprises matures sont plus facilement évaluables puisqu'elles ont un volume plus important de données financières historiques publiées et sont plus susceptibles d'être suivies par des analystes financiers contrairement aux plus jeunes entreprises; d'où la performance plus élevée de l'introduction en bourse des firmes plus âgées (Ritter, 1984 ; 1991).

Dans notre étude, il apparaît que le type de marché d'admission est fonction de la taille de l'entreprise et parfois de son âge (cf. chapitre 2 ; partie 1). En retenant le type de marché d'admission, nous tenons ainsi compte de ces deux facteurs (TY.MKT).

En plus du type de marché, nous avons également pris en compte la taille de l'émission (Derrien et Womack, 2001) codée MKT.CAP.

Dans la lignée des facteurs de risque, il apparaît que le secteur d'activité (SEC.ACT) soit associé à la performance de l'introduction en bourse (Broye, 1998, p. 290). L'analyse de notre échantillon montre une représentativité relativement importante du secteur de l'informatique dans les années 1999-2000.

Afin d'en tenir compte dans nos tests, nous considérons le secteur d'activité de l'entreprise financée comme une variable de contrôle dans nos modèles.

La dernière variable introduite en tant que variable de contrôle est le type de procédure de l'opération (TY.PROC). Selon Faugeron-Crouzet (2001), le type de procédure d'introduction en bourse a un impact sur le niveau de sous-évaluation. Notamment, le niveau de sous-évaluation des titres est plus faible pour les introductions ayant utilisé les procédures de cotation directe (CD) et de placement garanti (PG).

Dans le tableau III.4, nous détaillons l'opérationnalisation des variables de contrôle.

Tableau III. 4 : les variables de contrôle

N° Variable	Nom des variables de contrôle	Opérationnalisation des variables
RG.BQE	Réputation des banques intermédiaires	Sur une échelle de 1 à 5, nous attribuons chaque année une note à la banque introductrice selon le nombre d'introductions qu'elle a soutenu. (1 pour les banques ayant le nombre le plus faible d'introductions, et 5 pour les banques ayant un nombre plus important d'introductions en bourse (cf. chapitre 2).
TX.INS	Taux de cession des <i>insiders</i> ou actionnaires d'origine	S'obtient par le rapport du nombre d'actions cédées par les actionnaires d'origine sur le nombre d'actions total avant l'introduction en bourse. Daily et al. (2003), Franzke (2004) et Serve (2007) montrent que le taux de cession (ou de rétention) des « <i>insiders</i> » ou actionnaires d'origine peut influencer la performance de la firme au moment de l'introduction en bourse.
CY.IPO	Période de l'introduction en bourse	Prend la valeur 1 lorsque l'introduction est réalisée entre 2001 et 2003 ; prend la valeur 2 lorsque l'introduction est réalisée entre 2004 et 2005 et enfin la valeur 3 pour les introductions réalisées entre 1997 et 2000. Ces trois périodes correspondent aux cycles de marché de la période d'observation de notre étude (cf. chapitre 1 ; p.49). Les niveaux moyens de sous-évaluation peuvent être alors différents selon les cycles de marché (Rindermann, 2004).
TY.MKT	Type de marché	Prend la valeur 1 lorsque l'entreprise est introduite sur le SM, NM et Eurolist, prend la valeur 2 lorsque l'introduction en bourse est effectuée sur Alternext, et prend la valeur 3 lorsque l'entreprise est inscrite sur le marché. Nous différencions ces marchés en raison des conditions d'accès différentes qui expliquent la présence d'une entreprise sur l'un des marchés. Les niveaux moyens de sous-évaluation peuvent être différents selon le type de marché (Rindermann, 2004).
MKT.CAP	Taille de l'émission	Se calcule par le logarithme de la capitalisation boursière (Derrien et Womack, 2001).
SEC.ACT	Secteur d'activité	Prend la valeur 1 si l'entreprise évolue dans les secteurs de services de l'informatique (les plus représentés dans l'échantillon) ; sinon 0.
TY.PROC	Type de procédure	Prend la valeur 1 lorsqu'il s'agit de procédures de cotation directe (CD) ou de placement garanti (PG), prend la valeur 2 lorsque qu'il s'agit d'un placement garanti combiné à une autre méthode, et enfin la valeur 3 pour toutes autres procédures. Nous tenons compte des différentes procédures en raison de leur impact sur le niveau de performance (Faugeron-Crouzet, 2001) ; cf. chapitre 2).

Après avoir décrit les variables communes aux deux modèles (la variable expliquée et les variables de contrôle), nous présentons les variables explicatives liées à chacun des modèles (modèle disciplinaire et modèle cognitif).

Section 3 : L'opérationnalisation des variables explicatives dans le modèle disciplinaire

Dans cette section, nous n'abordons que le modèle disciplinaire expliquant la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées. Nous considérons que le contrôle exercé par les CI par le biais du système de gouvernance est fonction de l'ampleur des conflits d'agence. La gouvernance disciplinaire exercée par les CI est donc considérée comme une variable endogène. Elle influence par la suite la performance de l'introduction en bourse.

Nous opérationnalisons premièrement les variables déterminant l'intensité d'une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant, puis celles liées à la nature de la gouvernance qui affectent la performance de l'entreprise introduite.

3.1. Les hypothèses liées aux facteurs explicatifs du contrôle exercé par les CI (à travers le système de gouvernance)

Les hypothèses 1 à 2 concernent ces variables déterminant l'intensité du contrôle exercé par les CI dans une firme. Ces dernières sont censées avoir un impact sur le niveau des coûts d'agence et des problèmes d'asymétrie informationnelle dans la relation CI-dirigeants/entrepreneurs.

H_{1a} : Conformément à la théorie, moins les dirigeants détiennent de parts dans le capital, moins leurs préférences sont susceptibles d'être alignées sur celles des autres actionnaires (Jensen et Meckling, 1976) et par conséquent, les conflits d'agence sont plus intenses. Pour tester cette hypothèse, nous retenons comme variable explicative de l'intensité du contrôle exercé par les CI – à travers le système de gouvernance – le taux de participation du dirigeant avant l'introduction en bourse. Cette information a été collectée à partir de la structure de capital avant introduction en bourse présentée dans les prospectus d'introduction en bourse.

K.DIR : Pourcentage du capital détenu par les dirigeants avant l'introduction en bourse.

H_{1b} : Plus la taille de l'entreprise est grande, plus les conflits d'agence entre les CI actionnaires et les entrepreneurs-dirigeants sont susceptibles d'être importants (Fama et Jensen, 1983a ; 1983b). Nous nous attendons à ce que les plus grandes entreprises bénéficient d'un contrôle plus serré des CI. La taille de l'entreprise peut être mesurée par l'actif total ou le chiffre d'affaires de l'entreprise. Pour éviter une trop grande dispersion de l'échantillon, nous retenons le logarithme de la taille de la firme :

LN.ACT : Logarithme de la valeur comptable des actifs n-1 de la firme.

H_{1c} : Nous avons supposé un plus faible niveau de coûts d'agence pour les reprises par LBO en raison de la forte structure d'endettement (Jensen, 1986). Bien au-delà du type d'investissement, c'est le niveau d'endettement qui réduit les coûts d'agence et conduit à une plus faible gouvernance disciplinaire des CI dans leur relation avec les dirigeants. Nous considérons donc la structure d'endettement des sociétés, mesurée comme suit:

END.CP : Dettes financières / Capitaux propres (exprimé en pourcentage) en n-1.

H_{1d} : Plus la performance de la firme est faible, plus les CI ont tendance à contrôler le dirigeant. En tant qu'apporteurs de ressources financières, les CI sont concernés par la rentabilité de leur investissement. Nous mesurons donc la performance financière de la firme l'année avant l'introduction en bourse.

ROE.FI : Résultat net /Capitaux propres (exprimé en pourcentage) en n-1.

Les données relatives à ces deux variables (END.CP et ROE.FI) sont extraites de la base Thomson Financial.

H_{1e} : La structure de propriété des CI n'est pas sans influence sur la relation qu'entretiennent les CI avec les firmes financées d'un point de vue théorique. Si nous supposons qu'il existe une différence d'implication selon le type de CI, alors le système de gouvernance peut en être affecté. Nous nous attendons à une plus forte implication des CI indépendants en matière de contrôle.

Nous définissons la structure de propriété de la société de capital-investissement comme une variable ordinale (codée IND.CI). Elle prend la valeur 1 lorsque les CI sont des indépendants ou des captifs ; sinon 0.

IND.AFF : Variable prenant la valeur 1 si le CI est un indépendant ou captif ; sinon 0.

Les informations relatives aux CI sont extraites de la base de données VentureExpert, puis complétées à l'aide des sites des CI et de l'annuaire du capital-investissement publié chaque année.

Dans les hypothèses 2a, 2b, 2c et 2d, nous supposons que le degré d'asymétrie informationnelle entre les CI et les dirigeants-entrepreneurs accroît le risque de comportement opportuniste du dirigeant-entrepreneur, et de ce fait les coûts d'agence. La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est plus intense lorsque le niveau d'asymétrie informationnelle est élevé.

H2a : La probabilité d'observer un déséquilibre informationnel entre les dirigeants-entrepreneurs et les CI est d'autant plus importante que la firme se situe à un stade d'investissement peu avancé. Le niveau élevé d'asymétrie informationnelle nécessite un contrôle du dirigeant plus serré. Le stade d'investissement exprime le niveau de maturité de l'entreprise sur le marché (phase de démarrage, phase de croissance ou phase de maturité. Assimilée dans plusieurs études à l'âge de la firme (Barney et al. 1994; 1996 ; Elango et al. 1995), elle est mesurée dans cette étude comme l'âge relatif de l'entreprise, c'est-à-dire le rapport entre l'âge de la firme au moment de l'introduction en bourse et l'âge moyen des entreprises du secteur d'activité dans l'échantillon.

ST.DVPT : Age de la firme rapporté à l'âge moyen des entreprises du secteur.

Nous calculons l'âge de la firme au moment de l'introduction en bourse ; ce qui revient à chercher la date de création dans les prospectus d'introduction en bourse.

H_{2b} : Les secteurs dynamiques sont considérés comme les secteurs de technologie et de haute technologique, puisque l'environnement y change assez rapidement ; ce qui amplifie le degré d'asymétrie informationnelle entre les CI et le dirigeant (Petit et Singh, 1985). Un contrôle plus serré du dirigeant est donc plus utile dans ce type de secteurs d'activité où l'innovation est essentielle. Une distinction établie par l'INSEE permet d'identifier les secteurs qualifiés d'innovants¹¹². Nous attribuons une valeur de 1 aux entreprises évoluant dans l'un de ces secteurs d'innovation ; 0 pour les autres secteurs.

SEC.DYN : Variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque l'entreprise évolue dans un secteur défini comme un secteur de forte innovation par l'INSEE.

H_{2c} : Si nous postulons que le niveau élevé d'actifs intangibles d'une firme accroît l'asymétrie informationnelle entre les CI-actionnaires et l'entrepreneur, le contrôle des CI devrait être plus important dans ce type de firmes (Lev, 2001). Le niveau d'actifs intangibles s'exprime par le rapport des actifs intangibles (en valeur) sur l'actif total (Gompers, 1995).

INT.ACT: Total Actifs intangibles /Actif total (exprimé en pourcentage) en n-1.

Les informations sur le niveau d'actifs intangibles des firmes sont principalement extraites de la base de données Thomson Financial et sont complétées à partir des prospectus d'introduction en bourse ou des rapports annuels.

H_{2a} : Nous postulons que la probabilité pour les dirigeants expérimentés d'avoir un comportement déviant est plus faible que ceux qui sont moins expérimentés en raison de la quasi-inexistence du capital « réputation » pour ces derniers.

EXP.DIR : Nombre d'années d'expérience de l'entrepreneur en tant que dirigeant (de sa première année d'expérience à l'année de l'introduction en bourse).

¹¹² Les secteurs de forte innovation définis par l'INSEE sont les suivants : chimie et biotechnologie (codes NAF 241E, 241G, 241L, 244 A) ; fabrication de matériel de technologie de l'information (codes NAF 30, 313Z, 32, 332, 333) ; commerce et distribution de matériel de technologie de l'information (codes NAF 518G, 518H) ; services de technologie de l'information (codes NAF 642, 713E, 72, 921, 922, 924, 925A).

Nous nous référons donc au nombre d'années d'expérience du dirigeant dans le management. Nous calculons la différence entre l'année de première expérience du dirigeant dans ses fonctions de gérant d'entreprises ou de fondateur ; les informations sur le dirigeant de la PME figure dans le Top Management , Who's Who, le site des entreprises, les prospectus et rapports annuels traitant de l'historique de l'entreprise.

Les variables explicatives présentées ci-dessus déterminent l'intensité du contrôle exercé par les CI par le biais du système de gouvernance. Nous nous focalisons sur l'opérationnalisation des différents mécanismes de gouvernance constituant la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.

3.2. Les hypothèses liées au système de gouvernance des CI (mécanismes de gouvernance) et ses effets sur la performance de la firme

Les variables explicatives de la performance de l'introduction en bourse qui appréhendent la structure du système de gouvernance concernent les hypothèses 3 à 9. Nous postulons qu'une forte implication des CI à travers les mécanismes de gouvernance permet la réduction des coûts d'agence entre les CI et les dirigeants-entrepreneurs et conduit à améliorer la perception qu'ont les investisseurs potentiels de la firme introduite. Il en résulte un impact positif sur la performance de l'opération d'introduction.

Dans les hypothèses 3_a, 3_b et 3_c, une faible dispersion du capital lors d'une introduction en bourse sur le marché permet aux CI de maintenir leur contrôle et de positivement influencer la performance de la firme sur le marché.

H_{3a} s'intéresse à l'impact des CI en tant que détenteurs de blocs de contrôle sur la performance de l'introduction en bourse. En effet, les détenteurs de blocs de titres sont plus incités à obtenir l'information nécessaire au contrôle du dirigeant (Stiglitz, 1988) et ont un pouvoir de contrôle et de décision.

Selon le code du Commerce, une minorité de blocage est constituée lorsque les actionnaires détiennent au moins 33 % des voix. Nous rappelons dans l'encadré 1 les seuils de détention et stades de contrôle définis par le Droit français afin d'établir le seuil dans notre étude.

Encadré 1. Seuils de détention et stades de contrôle dans les entreprises françaises

- Minorité de blocage : 33 % des voix
Ce seuil donne à l'actionnaire la faculté de bloquer toute décision en Assemblée générale des actionnaires pour la modification des statuts.
- Partenariat : 50/50 des voix
Ce seuil rend difficile toute prise de décision et risque de provoquer des blocages.
- Contrôle de la majorité absolue : 50 % des voix plus une
L'actionnaire majoritaire a le pouvoir de décision dans les AGE et décide de la nomination et de la révocation des organes de gestion
- Contrôle de plus des deux tiers : 66 % des voix plus une
L'actionnaire contrôle la société dans cette situation et ne rencontre des limites que vis-à-vis des actionnaires minoritaires. Il est dirigeant de droit ou de fait.
- Contrôle total : 100 % des voix

Dans notre travail, nous retenons un seuil de détention de 33 % dans la mesure où les firmes soutenues par les CI sont souvent des PME ou firmes entrepreneuriales dans lesquelles le dirigeant-entrepreneur peut encore détenir une part importante du capital. Les CI peuvent alors influencer les décisions prises par le dirigeant lorsqu'ils constituent une minorité de blocage.

CI.BLOC : Variable prenant la valeur 1 lorsque les CI détiennent au moins 33 % du capital après l'introduction en bourse, 0 sinon.

Les études empiriques de Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991) et Jain et Kini (1995) s'intéressent à l'implication des CI au moment de l'introduction en bourse, et plus précisément au taux de rétention de ces investisseurs. Ce taux est mesuré par Broye et Schatt (2003) par la fraction d'actions conservées par les actionnaires d'origine (le nombre d'actions cédées divisé par le nombre d'actions existant avant l'opération) ou par Barry et al. (1990), Megginson et Weiss (1991), Jain et Kini (1995) et Bruton et al. (2009) à partir de la fraction

d'actions détenues par les CI après l'opération comme dans les études précédentes. Les derniers auteurs expliquent qu'une appréhension précise de l'implication des CI demande de tenir compte du taux de rétention après l'introduction en bourse. Ils mesurent ce taux de rétention par le rapport du nombre d'actions conservées par les CI après l'opération sur le nombre total d'actions après l'introduction en bourse.

Pour H_{3b}, nous avons donc retenu la variable décrite par Bruton et al. (2009) pour sa plus grande précision : la fraction d'actions conservées par les CI après l'introduction en bourse. Dans un seconde étape, nous considérons la variation d'actions détenues par les CI après l'opération (une variante de la mesure précédente).

CI.CON: Pourcentage d'actions conservées par les CI dans le capital (nombre d'actions détenues après l'opération/nombre d'actions total après l'opération).

CI.VAR : Différence entre le nombre d'actions conservées par les CI dans le capital après l'opération et le nombre d'actions détenues par les CI dans le capital avant l'introduction rapportée au nombre d'actions détenues par les CI dans le capital après l'opération.

H_{3c} consiste à comparer le niveau de participation des CI au capital par rapport à celui du dirigeant. Elle est testée à travers une variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque la fraction d'actions conservées par les CI est supérieure à celle conservées par le dirigeant-entrepreneur, 0 sinon.

CI.DIR : Variable prenant la valeur 1 lorsque la fraction d'actions conservées par les CI est supérieure à celle conservées par le dirigeant-entrepreneur, 0 sinon.

La structure du capital décrite dans les prospectus d'introduction a permis de recueillir les données traitant de la fraction d'actions conservées par les CI.

H_{4a}, H_{4b} et H_{4c} concernent l'impact de la structure du conseil d'administration sur la performance de l'introduction en bourse.

H_{4a} et H_{4b} : dans le modèle disciplinaire, le contrôle du conseil d'administration est supposé être efficace lorsque l'organe est composé à majorité d'indépendants selon les principales recommandations des rapports de gouvernance (rapports Viénot I en 1995, Viénot II en 1999, Bouton en 2002). La définition de l'indépendance retenue est celle du document diffusé par le MEDEF et l'AFEP en octobre 2003 (annexe 6). Nous avons également pris en considération dans notre étude la proportion de CI dans le conseil d'administration l'année de l'introduction comme Van den Berghe et Levrau (2002), Baker et Gompers (2003), Campbell et Fyre (2008) et Suchard (2009).

IND.CA : Pourcentage du nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total d'administrateurs l'année de l'introduction en bourse.

CI.CA : Pourcentage du nombre de représentants des CI ou des CI administrateurs indépendants sur le nombre total d'administrateurs l'année de l'introduction en bourse.

Les informations relatives à la composition du conseil d'administration des différentes entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'introduction en bourse et les rapports annuels des sociétés.

H_{4c} suppose une relation négative entre la taille du conseil et la performance de la firme au moment de l'opération. Nous mesurons la taille du conseil par le nombre d'administrateurs.

CA.SIZ : Nombre d'administrateurs au conseil d'administration.

H₅ suppose que l'existence d'un plan d'actions sur options aligne les intérêts du dirigeant sur ceux des CI et de la firme.

P.OPT : La variable 17 est une variable binaire qui prend la valeur 1 lorsque la firme a mis en place un plan d'options d'actions ou de stock-options ; 0 sinon.

Cette information est disponible dans les prospectus d'introduction en bourse des entreprises.

Les hypothèses 6 à 9 concernent les mécanismes de gouvernance spécifiques au capital-investissement.

Selon H₆, un nombre élevé de tours de table suppose une collecte d'informations importantes des CI ; ce qui conduit à réduire l'asymétrie d'information entre les CI et les dirigeants et permet une évaluation plus précise de la firme par les investisseurs potentiels ; d'où la meilleure performance de l'introduction en bourse de la firme.

NB.RND : Nombre de tours de table total antérieurs à l'introduction en bourse.

Les informations sur le nombre de tours de table des CI sont obtenues à partir des prospectus d'introduction, et plus précisément dans la présentation de l'évolution de la structure de propriété de l'entreprise depuis sa création.

H_{7a} : nous supposons une relation négative entre la taille de la syndication et la performance de l'introduction en bourse. Un nombre peu élevé de CI devrait favoriser un meilleur contrôle.

SYN.SIZ : Nombre de CI dans la structure actionnariale au moment de l'introduction en bourse.

H_{7b} permet de tenir compte des motivations réelles de la syndication et de vérifier son impact sur la performance de la firme. Une syndication réalisée peu de temps avant l'introduction peut uniquement avoir pour objectif d'influencer la valeur du titre lors des émissions plutôt que de permettre un contrôle plus efficace du dirigeant. Cette hypothèse se mesure donc par la variation de la taille de la syndication.

VAR. SYN : Variation entre la taille de la syndication avant l'introduction en bourse et celle après l'introduction en bourse (exprimée en pourcentage).

Le nombre de CI dans la syndication est communiqué dans les prospectus d'introduction en bourse.

H8a et H8b traitent du système d'information mis en place.

Dans H8a, nous considérons l'influence des CI sur le système d'information. Toutefois, les informations concernant l'influence des CI sur le système d'information sont plus facilement obtenues à partir de questionnaires. En raison de la méthodologie retenue, ces informations ne peuvent être complétées pour toutes les firmes.

Quant à H8b, il s'agit de vérifier l'existence d'un comité d'audit dans l'entreprise. Cependant, cette information n'est réellement communiquée dans les prospectus qu'à partir des années 2002. Pour éviter tout biais dans l'interprétation des résultats, nous décidons de tester ni H8a, ni H8b.

Selon H9, la signature d'un pacte d'actionnaires affecte positivement la performance de l'introduction en bourse. En effet, le pacte d'actionnaires est censé réduire les conflits d'agence, limiter le comportement opportuniste du dirigeant et permettre aux CI ainsi qu'aux entrepreneurs de contrôler la structure d'actionnariat (vis-à-vis des nouveaux entrants).

AC.PACT : Variable binaire prenant la valeur 1 en cas d'existence d'un pacte d'actionnaires l'année de l'introduction en bourse n ; 0 sinon.

Cette information est également inscrite dans les prospectus d'introduction en bourse.

En définitive, nous avons décrit les variables qui déterminent le système de gouvernance mis en place par les CI et axé sur le contrôle du dirigeant, ainsi que l'impact du système sur la performance de la firme introduite en bourse.

Suite à la description des variables empiriques liées au modèle disciplinaire de l'implication des CI, nous considérons les hypothèses théoriques découlant du modèle cognitif.

Section 4 : L'opérationnalisation des variables dans le modèle cognitif

A l'instar du modèle disciplinaire, nous décrivons dans un premier temps les variables qui déterminent l'importance des apports des CI en ressources cognitives (à travers le système de gouvernance), puis nous nous intéressons à l'impact de ces apports sur la performance de l'introduction en bourse.

4.1. Les hypothèses relatives aux variables déterminant la gouvernance cognitive des CI

Dans H_{10a}, nous considérons que la gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que l'entreprise est à un stade de développement peu avancé.

ST.DVPT: Age de la firme rapporté à l'âge moyen des entreprises du secteur dans l'échantillon.

H_{10b} renvoie au niveau d'expériences du dirigeant en termes de management.

EXP.DIR : Nombre d'années d'expérience de l'entrepreneur en tant que dirigeant l'année de l'introduction en bourse.

H_{10c} considère que les apports des CI en ressources cognitives sont plus importants pour les entreprises évoluant dans des secteurs à connaissance spécifique tels que l'aviation civile, l'armement, l'informatique...

SECT. CON : variable binaire qui prend la valeur pour les entreprises évoluant dans un secteur à connaissance spécifique ; sinon 0.

H_{11a}, H_{11b}, H_{11c}, H_{11d} et H₁₂ s'intéressent aux caractéristiques des CI.

H11a, H11b et H11c traitent des compétences des CI. En effet, comme Castanias et Helfat (1991, 2001), Barney (1991) ou encore Datta et Gauthrie (2002), nous considérons qu'il existe un lien entre les compétences et la génération de rentes. La nature de ce lien dépend du type de compétences.

Nous distinguons trois types de compétences :

- La compétence spécifique que possèdent les CI de firme se construit tout au long de leur collaboration avec l'entreprise. Elle traduit la durée d'investissement des CI.
SPEC.CI : Différence entre la date d'introduction en bourse et la date d'entrée du premier CI dans la firme.
- La compétence générique qui correspond à l'expérience qu'ont les CI du métier. Elle correspond au niveau d'expérience générale du CI ou dans le cadre d'un investissement syndiqué, au nombre d'années d'expérience du CI le plus âgé.
Lorsque le financement est réalisé en syndication, nous ne tenons compte que du CI dont le niveau d'expérience est plus élevé plutôt que du CI chef de file comme c'est souvent le cas des études empiriques réalisées (Lerner, 1994). L'information recherchée est alors la date de création des sociétés de capital-investissement.
EXP.CI : Nombre d'années d'expérience CI l'année de l'introduction en bourse (selon la base de données VentureExpert, le site des sociétés de capital-investissement, l'annuaire du capital-investissement).
- La dernière catégorie de compétences traite de la compétence sectorielle liée au degré de spécialisation des CI. La spécialisation des CI par secteur d'activité ou par stade de développement leur confère une expérience spécifique pouvant être transférée à l'entreprise. En cas de syndication, nous retenons le degré de spécialisation du CI le plus expérimenté (nombre d'années d'expérience générique) afin de garder une certaine cohérence par rapport à la mesure de la variable EXP.CI.

DEG.SPEC : Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le CI est défini comme un spécialiste (selon la base de données VentureExpert, le site des sociétés de capital-investissement, l'annuaire du capital-investissement) ; 0 lorsque le CI est généraliste.

H11a considère qu'un CI industriel est plus motivé à créer et partager les compétences et connaissances qu'un autre type de CI. Les apports en termes de ressources cognitives sont censés être plus importants lorsque le CI est un captif affilié à un groupe industriel.

CI.INDS: Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque les CI intervenant dans l'investissement sont définis comme des CI industriels ; 0 sinon.

La classification des CI par catégorie est définie dans la base de données VentureExpert. Nous la complétons en nous référant aux sites des CI ou à l'annuaire du capital-investissement publié chaque année.

H11e : En tenant compte de la fraction d'actions détenues par les CI au moment de l'introduction en bourse, nous supposons que les CI ne sont intéressés à apporter de manière considérable en ressources cognitives que lorsque leurs intérêts financiers sont importants. Par conséquent, il est pertinent de retenir les montants investis par les CI. Cependant, pour des raisons d'inaccessibilité à l'information, nous estimons leurs intérêts par la fraction d'actions détenues par les CI avant l'introduction en bourse. Ces informations sont disponibles dans le prospectus d'introduction.

K.CI : Pourcentage d'actions détenues par les CI avant l'introduction en bourse.

4.2. Les hypothèses relatives aux mécanismes de gouvernance et leur impact sur la performance de la firme

H12 : dans cette hypothèse, nous supposons que les CI ayant une forte expérience en matière d'introduction en bourse, sont capables de positivement influencer la performance de la firme introduite.

Cependant, les CI ne communiquent pas toujours dans les prospectus, le nombre d'entreprises introduites en bourse dans la période. Pour pallier ce manque d'informations, nous sommes reportées à l'expérience relative des CI en matière d'introduction en bourse. Cette expérience relative exprime le nombre d'entreprises introduites en bourse par la société de capital-investissement relativement au nombre total d'entreprises introduite (par an dans l'échantillon). Dans le cas d'opérations syndiquées, nous avons retenu le nombre d'entreprises introduites par le CI chef de file (défini comme le CI détenant le taux de participation le plus élevé dans la syndication).

EXP.IPO : Nombre d'entreprises introduites en bourse par les CI dans notre échantillon dans la période 1997-2005.

H13a et H13b renvoient à la capacité des administrateurs à apporter des ressources cognitives au dirigeant.

Dans H13a, nous considérons que les compétences des membres du conseil liées, soit à leur expérience dans une entreprise similaire (selon le secteur d'activité ou le stade de maturité), soit à leur connaissance de l'entreprise contribuent à la création d'idées constructives nécessaires au succès de l'entreprise.

ADM.COMP : Somme du nombre d'administrateurs internes (retenus pour leur bonne connaissance de l'entreprise) et du nombre d'administrateurs ayant eu des expériences dans une entreprise similaire (en termes de secteur d'activité ou de stade de développement) rapporté à la taille du conseil.

Selon H13b, l'hétérogénéité des compétences du conseil d'administration peut être source de création de valeur.

ADM.DIV : Variable binaire prenant la valeur 1 lorsque les membres du conseil d'administration ont des domaines d'expertise ou des compétences différentes (définis en fonction de leur fonction, formation et expérience).

Les informations liées à ces deux variables sont recueillies à partir des rapports annuels des entreprises, des prospectus d'introduction en bourse.

Dans H_{14a} et H_{14b}, nous nous intéressons à l'impact de la syndication sur la performance de l'introduction en bourse. Une diversité de compétences au sein de la syndication favorise le partage de ressources cognitives entre CI mais également entre les CI et les dirigeants.

CAS.SYN : variable binaire prenant la valeur 1 lorsqu'il y a au moins deux CI ; 0 sinon.

Nous obtenons cette information à partir de la structure du capital présentée dans les prospectus d'introduction.

SYN.COMP : variable binaire prenant la valeur 1 lorsque les CI ont des domaines d'expertise différents (généraliste vs spécialiste ; spécialiste par secteur vs spécialiste par stade de développement).

Les informations concernant la complémentarité des compétences des membres de la syndication sont recueillies à partir de la base de données Venturexpert, l'annuaire du capital-investissement, les sites des sociétés de capital-investissement.

H_{15a} et H_{15b} supposent que les CI peuvent contribuer à la formation des compétences de la firme. Une influence des CI sur la politique de ressources humaines est la professionnalisation de la fonction de ressources humaines (Hellman et Puri, 2002 ; Stévenot-Guéry, 2005).

RH.PRO : prend la valeur 1 lorsque la fonction de ressources humaines est professionnalisée dans l'entreprise ; 0 sinon.

Précisons que la professionnalisation de la fonction de ressources humaines peut être liée à la taille de l'entreprise. Un moyen d'éviter ce biais dans l'interprétation des résultats est la présentation de H_{15a} qui compare la fonction de ressources humaines des entreprises financées par des CI à celle des firmes non financées.

Conclusion du Chapitre 6

Ce chapitre a permis de présenter l'opérationnalisation des variables. Dans un premier temps, nous avons rappelé les hypothèses liées respectivement au modèle disciplinaire et au modèle cognitif. Par la suite, nous avons justifié le choix des variables retenues pour tester les hypothèses énoncées dans chaque modèle. Cette étape a permis d'introduire d'autres facteurs susceptibles d'influencer la performance d'une introduction en bourse, en tant que variables de contrôle.

CHAPITRE 7 : L'ANALYSE DESCRIPTIVE DE L'ÉCHANTILLON

L'objectif de ce chapitre est de décrire l'échantillon de travail comportant un volume important d'informations sur les introductions en bourse réalisées en France entre 1997 et 2005... Le chapitre est découpé en trois parties :

La première partie présente les différentes étapes de la constitution de l'échantillon, quelques statistiques descriptives donnant un aperçu de la composition de l'échantillon par secteur d'activité, par capitalisation boursière, par pourcentage de CI ... (Section 1).

Dans la seconde partie, nous comparons les introductions en bourse des firmes soutenues par des CI et celles sans CI. L'objectif de cette étude comparative est double : d'une part, elle permet de vérifier si la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI est réellement supérieure à celle des firmes non soutenues, d'autre part, elle met en évidence les différences significatives liées aux caractéristiques de l'opération telles que la réputation des intermédiaires, aux caractéristiques des firmes financées telles que leur âge et aux systèmes de gouvernance (Section 2).

Enfin, nous nous focalisons sur les introductions en bourse des firmes soutenues par des CI avec pour finalité de décrire le profil des CI présents dans l'échantillon ainsi que leur implication dans les mécanismes de gouvernance (Section 3).

Section 1 : Les statistiques descriptives générales

Notre étude empirique concerne les introductions en bourse réalisées sur le marché boursier français entre les années 1997 et 2005.

Nous avons donc sélectionné toutes les entreprises ayant fait l'objet d'une première cotation sur le marché boursier français à partir de la liste des introductions en bourse publiée dans les statistiques annuelles de la Société de Bourse Française (SBF), dans les rapports annuels de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et sur la base d'informations d'Euronext. Sur cet échantillon initial qui regroupe plus de 600 entreprises, quelques retraitements ont été effectués ; nous les précisons dans le paragraphe suivant.

1.1. La constitution de l'échantillon

Dans un premier temps, nous avons effectué une série de modifications :

De la population initiale comportant plus de 600 entreprises, ont été supprimées les entreprises étrangères (allemande, suisse, anglaise...). Ce retraitement permet d'avoir uniquement les sociétés françaises dans l'échantillon et également évite d'avoir des entreprises ayant fait l'objet d'une double cotation.

Par la suite, nous avons exclu les sociétés d'assurance, les sociétés bancaires et financières qui ont parfois une présentation différente de leurs états financiers par rapport aux autres entreprises.

Enfin, nous avons éliminé les introductions réalisées sur le premier marché afin d'éviter une dispersion trop importante dans la distribution de l'échantillon. Les entreprises présentes sur le premier marché ont des tailles et des capitalisations boursières nettement supérieures aux autres entreprises introduites sur les autres marchés, à savoir les second et nouveau marchés (qui se résument par la suite à Eurolist), le marché libre et Alternext.

Dans un deuxième temps, nous avons procédé à l'identification des entreprises financées par au moins un CI en nous appuyant sur les informations disponibles dans les prospectus d'introduction en bourse – plus précisément celles liées à la structure de l'actionnariat. L'identification des CI s'est effectuée à partir de la base de données VentureExpert, des sites des sociétés de capital-investissement et enfin des guides suivants répertoriant les CI :

- Capital-investissement : le guide annuaire des professionnels du haut de bilan, Edité par la revue Capital Finance
- Le Guide des sociétés de capital-investissement des Editions du Management
- L'Annuaire des membres de l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital)
- L'annuaire des participations de CDC Entreprises qui liste les principaux fonds français
- EVCA Yearbook (European Venture Capital Association).

Les entreprises dont les prospectus ne figurent pas dans les archives de l'AMF ou / et celles dont la structure d'actionnariat n'est pas précisée ont été supprimées de l'échantillon.

Au final, nous obtenons un échantillon référençant 523 introductions en bourse.

La troisième étape de la constitution de l'échantillon a consisté à compléter les données de l'échantillon par rapport au secteur d'activité, aux mécanismes de gouvernance....

Les informations liées à l'opération d'introduction en bourse, à savoir la date, l'année d'introduction en bourse, le type de marché, le type de procédure, la capitalisation boursière, le prix d'offre, le premier cours coté, le nom de la banque introductrice ont été obtenues à partir de la base d'informations disponibles sur le site d'Euronext, de l'AMF.

Les données relatives aux entreprises telles que leur année de création, leur secteur d'activité, le montant des dettes, du total actif ... ont été extraites de la base de données ThomsonOne Banker. En cas de données manquantes, nous avons utilisé les brochures d'introduction et parfois les rapports annuels.

S'agissant des données relatives aux dirigeants des PME ou entrepreneurs, notamment leur nom et nombre d'années d'expérience, nous avons utilisé les différents volumes de Who's Who et du Top Management et les prospectus d'introduction.

Les informations concernant la structure d'actionnariat et les mécanismes de gouvernance (le conseil d'administration, le pacte d'actionnaires, la politique de stock-option, la syndication...) ont été collectées à partir des prospectus d'introduction en bourse des entreprises.

Les informations liées aux CI, notamment leur année de création, leur type de spécialisation, leur niveau d'expérience... ont été obtenues de la base de données VentureExpert, des guides répertoriant les CI et des sites de ces sociétés de capital-investissement.

Au final, notre échantillon de travail comporte 523 introductions en bourse. Nous procédons à une description plus détaillée de l'échantillon.

1.2. La description détaillée de l'échantillon

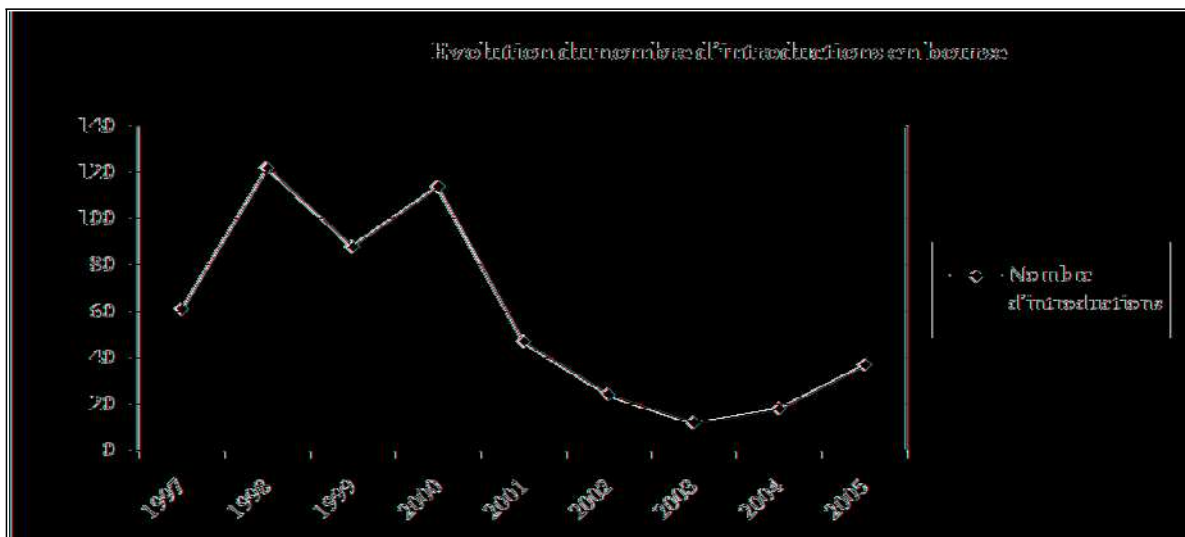
Notre échantillon est constitué de 523 introductions en bourse. Nous le décrivons en fonction de différents critères : les cycles d'évolution, les groupes de secteurs d'activité, le montant des capitalisations boursières et le nombre de CI.

La répartition de l'échantillon par cycle d'évolution

D'après la figure III.1, trois cycles d'évolution apparaissent dans notre échantillon :

- Le premier cycle concerne la période qualifiée de «hot market» qui s'échelonne entre les années 1997 et 2000. Il concentre en moyenne 73 % des introductions de l'échantillon. Selon notre description du marché des introductions en bourse dans le chapitre 2 de la partie 1, cette période est marquée par une forte présence d'entreprises évoluant dans les secteurs de nouvelle technologique; d'où la formation de la bulle internet. Il faut souligner une baisse du nombre d'introductions en bourse en 1999. Cependant, nous n'en tenons pas compte puisque cette tendance n'est pas représentative de la situation réelle avec un nombre d'introductions relativement élevé (elle est liée aux retraitements effectués tels que la suppression des introductions réalisées sur le premier marché, des entreprises étrangères, des banques...).
- La seconde période s'échelonne de l'année 2000 à l'année 2003. Elle est marquée par une forte baisse du nombre d'introductions s'expliquant par l'éclatement de la bulle internet.
- La dernière phase qui marque la reprise de l'activité sur le marché des introductions en bourse débute en 2003 et s'accroît en 2005 avec la création d'Alternext.

Figure III.1 : la composition de l'échantillon par année d'introduction



Notons une forte représentativité des entreprises évoluant dans les secteurs d'activités informatiques et de services qui correspondent anciennement au code NAF 72.

La répartition de l'échantillon par groupe de secteurs d'activité¹¹³

La répartition de l'échantillon par groupe de secteurs dans le tableau III.5 montre une représentativité des secteurs de l'informatique relativement forte (20,45 % de l'échantillon), puis une présence d'entreprises industrielles (soit 18 % de l'échantillon).

Tableau III.5 : la dispersion de l'échantillon par groupe de secteurs d'activité

Code NAF	Intitulé	Nombre d'entreprises
10.11.15.16.17.18.19.20 22.24.25.26.28.29.30 31.32.33.34.35.36.37	Industries (extractive, agricole, alimentaire, manufacturière, chimique)	95
40.41	Production et distribution	4
43.45.46.47.49	Construction	26
50.51.52	Commerce	49
54.55.58.59	Hôtels et Restauration	14
60.61.62.63	Transport et communication	30
64	Poste et télécommunications	16
65.66.67.68.70.71	Activités financières, d'assurance et immobilières	47
72	Activités et services informatiques	107
73	Recherche et développement	8
74.	Administration et autres services	79
80.81.82.85	Education et santé	9
90	Assainissement	2
92.93.95	Activités créatives	17
Entreprises à plusieurs secteurs		17
Total		523

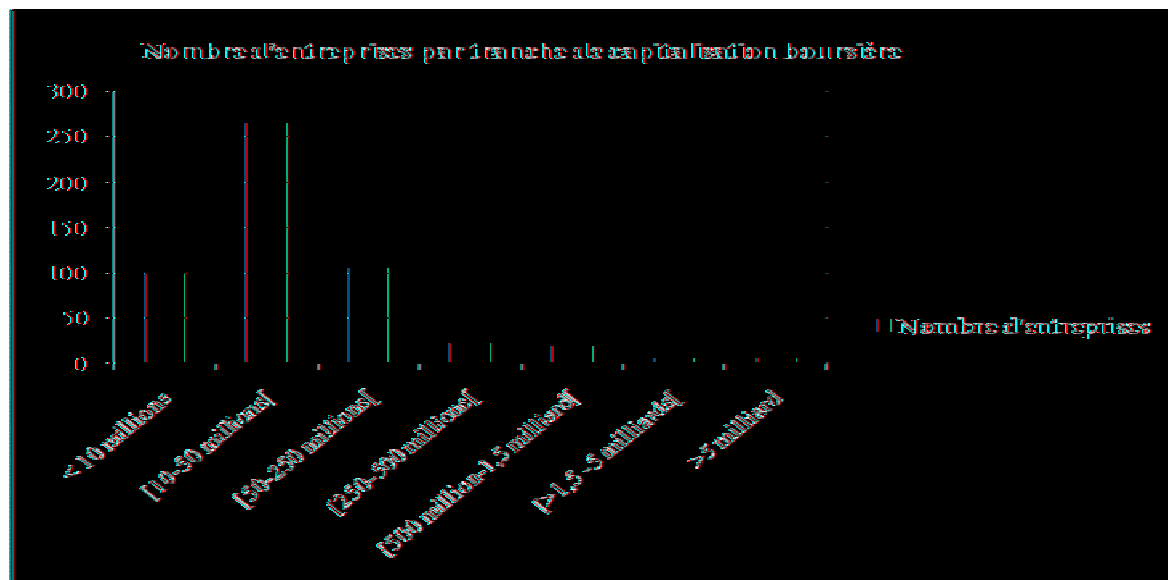
La répartition de l'échantillon par tranches de capitalisation boursière

Une analyse de la dispersion de l'échantillon en fonction du montant des capitalisations boursières montre des différences de taille assez importantes entre les entreprises introduites (cf. figure III.2). Environ la moitié des entreprises de l'échantillon présente une capitalisation boursière comprise entre 10 et 50 millions €. Cette différence de taille s'explique par l'admission des entreprises sur différents marchés d'introduction. Comme nous l'avons présenté dans le chapitre 2, les capitalisations boursières requises pour accéder à une cotation sur Eurolist diffèrent de celles du marché libre. En outre, la reconfiguration des second et nouveau marchés avec la création d'Eurolist en 2005 renforce la dispersion.

¹¹³ Cette nomenclature (Code NAF révisé 1) a été publiée en 2003 par l'INSEE.

Nous ne présentons pas la répartition de l'échantillon par type de marché pour éviter les redondances (cf. chapitre 2, partie 1).

Figure III.2 : la composition de l'échantillon par capitalisation boursière



La composition de l'échantillon en fonction de la présence de CI

Nous identifions 232 introductions soutenues par des CI dans l'échantillon ; soit 44,16 % de l'échantillon (cf. tableau III.6). La présence des CI est plus forte dans les années 1998 et 2005. Particulièrement, l'année 2005 représente une année de reprise de l'activité d'intermédiation financière (cf. chapitre 1).

Tableau III.6 : la composition de l'échantillon par rapport à la présence du CI

Année	Nombre d'introductions	Nombre de CI	Pourcentage
1997	61	25	40,98 %
1998	122	64	52,46 %
1999	88	41	46,6 %
2000	114	51	44,74 %
2001	47	17	36,17 %
2002	24	10	41,67 %
2003	12	1	8,34 %
2004	18	3	16,67 %
2005	37	20	54,05 %
Total	523	232	44,16 %

Avec un taux de représentativité de 44,16 %, la présence des CI est relativement importante dans notre échantillon par rapport au pourcentage annoncé dans les travaux de Barry et al. (1990), Brav et Gompers (1997), Lin et Smith (1998).

Le tableau suivant situe le taux de représentativité des CI dans notre étude par rapport à d'autres études testant le lien entre la présence des CI et la performance de l'introduction en bourse.

Tableau III.7 : le taux de représentation des CI dans l'échantillon des études antérieures traitant du lien entre la présence des CI et la performance de l'introduction en bourse

Auteurs	Nombre total d'introductions	Pourcentage de CI
Barry, Muscarella, Peavy et Vetsuypens (1990)	1556	28 %
Brav et Gompers (1997)	4341	21,5 %
Lin et Smith (1998)	3131	16 %
Francis et Hasan (2001)	843	49,3 %
Franzke (2004)	244	57,4 %
Rinderman (2004)	303	51 %
Suchard (2009)	522	90,4 %
Notre étude	523	44,16 %

Ce sous-échantillon composé de 232 introductions soutenues par des CI sera l'échantillon principal sur lequel seront effectués les tests de nos hypothèses. Le second sous-échantillon qui regroupe les introductions en bourse pour lesquelles il n'y a aucun CI est tout de même utile dans le sens où il permet de comparer les performances, les systèmes de gouvernance ... de ce dernier groupe avec ceux de la première sous-population (composée d'introductions soutenues par des CI)

Section 2 : Les différences significatives entre les deux sous-échantillons

L'étude comparative entre les deux sous-échantillons a pour finalité de faire ressortir les différences significatives en matière de gouvernance, de performance...

Elle est réalisée à partir d'une analyse univariée fondée sur des tests paramétriques de différences de moyennes ou de tests non-paramétriques (notamment celui de Wilcoxon ou Mann Withney). Nous en expliquons brièvement le principe et les objectifs.

2.1. Une analyse univariée

Le choix de l'outil statistique utile à l'analyse univariée dépend de la distribution de nos variables. Des tests de chi2 et de Shapiro-Wilk Normality ont été réalisés afin de vérifier la normalité des distributions de nos variables explicatives. Dans la plupart des cas, les distributions de nos variables retenues se révèlent non gaussiennes. Par conséquent, nous utilisons des tests non paramétriques¹¹⁴ de U Mann Whitney¹¹⁵ pour la majorité des variables. Pour celles qui suivent une distribution normale, nous procédons simplement à des tests paramétriques de différence de moyennes.

A ce stade de notre travail, l'analyse univariée¹¹⁶ est essentielle puisqu'elle sert à mettre en relief les différences significatives existant entre les deux sous-échantillons, en

¹¹⁴ Lorsque la variable traitée suit une distribution normale, les tests reposent sur des hypothèses de distribution normale et sont dits paramétriques. Ces tests s'appliquent en règle générale aux variables quantitatives (de proportion ou d'intervalle). Les tests paramétriques sont des tests de différence de moyenne. Les tests libres de telles hypothèses sont dits non paramétriques et s'appliquent aux variables qualitatives (ordinales ou nominales) et aux petits échantillons (< ou = 30).

Les conditions d'utilisation des tests paramétriques sont les suivantes :

- observations indépendantes
- observations tirées d'une population normale
- populations devant avoir la même variance
- données ayant des propriétés d'intervalle ou étant considérées comme telles
- échantillons de taille suffisante

Les caractéristiques des tests non paramétriques sont :

- des tests libres d'hypothèses distributionnelles
- de faibles tailles d'échantillon
- tous types de données utilisables
- faciles d'utilisation

¹¹⁵ Le test de U Mann-Whitney consiste à calculer pour chacun des échantillons (N_1 et N_2) la somme des rangs, soit R_1 et R_2 . Cette méthode de calcul détermine si les deux échantillons ont la même médiane (med), soit :

$$H_0 : med_1 = med_2$$

$$H_1 : med_1 \neq med_2$$

L'hypothèse H_0 portant sur l'égalité des médianes (ou égalité entre les deux classements) sera rejetée si $Z > Z_\alpha$ avec Z_α égal à 1,64 au seuil de 10 %, égal à 1,96 au seuil de 5 % et égal à 2,58 au seuil de 1 %.

La somme totale des rangs $R = R_1 + R_2$ est égale à $N(N+1)/2$ où $N = N_1 + N_2$.

¹¹⁶ Précisons que toutes les analyses statistiques sont réalisées sous le logiciel Stata 8.2. □

termes de performance, de système de gouvernance, de caractéristiques des firmes financées, de processus d'introduction.

Le tableau III.8 ci-dessous détaille les résultats de l'analyse univariée. Il énumère à chaque fois le nombre d'entreprises prises en compte, mentionne le rang moyen de chaque échantillon et le U de Mann-Whitney, la statistique z – lorsqu'il s'agit de tests non paramétriques – ou t accompagnée de sa significativité et enfin pour information, il précise les moyennes de chaque variable.

Tableau III.8 : les résultats de l'analyse univariée

Code	Libellé	N	Rang Moyen	U	Stat. Z	Significativité	Moyenne
Différences de performance (le niveau de sous-évaluation, le ratio de Marris et la variation de la performance opérationnelle)							
SOUS.EV	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	232 291	137026	0,576	2,911	0,0036***	5,96 8,91
M.BOOK	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	203 205	83436	0,575	2,55	0,0107***	5,06 4,82
Δ.ROA	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	184 194	1631	0,28	0,326	0,74	11,68 % -28,51 %
Différences de système de gouvernance (la taille du conseil d'administration, le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil, l'existence d'une politique de <i>stock-options</i>, la signature d'un pacte d'actionnaires et le pourcentage du capital détenu par les dirigeants au moment de l'introduction en bourse)							
CA.SIZ	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	223 283	128778	0,312	-7,471	0,0000***	5,41 4,26
IND.CI	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	223 283	128778	0,413	-3,23	0,0007***	37,74 % 29,45 %
P.OPT	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	215 272	118828	0,507	-3,21	0,0014***	49,09 % 35 %
AC.PACT	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	220 272	121718	0,657	-5,820	0,0000***	49,32 % 25 %
K.DIR	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	222 286	129286	0,812	12,068	0,000***	48,69 % 79,64 %

Différences au niveau des caractéristiques des entreprises (la taille de l'entreprise, le taux d'actifs intangibles, l'âge de l'entreprise, la structure d'endettement, le secteur d'activité et le niveau d'expériences managériales du dirigeant)							
LN.ACT	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	196 258	103285	0,523	0,858	1,007	2,40 2,51
INT.ACT	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	202 244	99681	0,378	-4,438	0,0000***	11,27 % 6,88 %
LN.AGE	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	225 275	125250	0,509	0,356	0,7217	20 17
END.CP	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	205 250	103740	0,449	-1,863	0,0624*	0,84 1,21
SEC.ACT	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	175 219	77815	0,494	-0,226	0,8213	64 % 63,51 %
EXP.DIR	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	176 211	75078	0,548	1,644	0,10002*	13,88 15,44
Différences au niveau des facteurs liés à l'introduction en bourse (la taille de l'émission, le taux d'insiders et la réputation de la banque)							
MKT.CAP	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	232 291	137026	0,306	-7,628	0,00000***	17,65 16,93
TX.INS	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	227 289	133386	0,320	-7,018	0,0000***	16,17 % 22,86 %
RG.BQE	Entreprises avec CI Entreprises sans CI	219 281	125250	0,386	-4,928	0,0000***	4,42 3,71

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

2.2. Les résultats et l'interprétation

L'analyse univariée laisse paraître quelques différences significatives entre les deux sous-échantillons.

Il est intéressant de constater en premier lieu le niveau de sous-évaluation plus faible pour les entreprises financées par capital-investissement. Cette moindre sous-évaluation ressort également dans les études réalisées par Barry et al. (1990) et Megginson et Weiss (1991) qui montrent "l'effet de certification" des CI sur l'entreprise lors de l'introduction en bourse, réduisant l'incertitude des investisseurs quant à l'évaluation des titres. Dans nos résultats, ce niveau faible de sous-évaluation est associé à un ratio de Marris plus élevé. En revanche, aucune différence significative ne ressort entre le niveau de performance

opérationnelle des firmes financées et celles qui ne sont pas accompagnées par capital-investissement.

Contrairement à Jain et Kini (1995) qui montrent un déclin moins marqué de la rentabilité opérationnelle des firmes financées par des CI, nous ne pouvons confirmer l'impact positif des investisseurs en capital sur le niveau de performance opérationnelle.

Les meilleures performances constatées au niveau de la sous-évaluation et du ratio de Marris pour les firmes soutenues par des CI sont associées à des caractéristiques particulières de l'introduction en bourse. En effet, nous constatons que les introductions en bourse des firmes soutenues par des CI enregistrent un taux de cession plus faible des insiders ou des actionnaires d'origine et sont associées à des banques introductrices de meilleure réputation. Ce dernier résultat confirme ceux obtenus par Meggison et Weiss (1991) et Franzke (2004) qui vérifient un lien positif entre la présence des CI et celle d'intermédiaires introducteurs de meilleure qualité. De même, comme l'expliquent Carter et Manaster (1990) et Carter et al. (1998), la présence d'intermédiaires-introducteurs de qualité permet de réduire le degré d'asymétrie informationnelle et de ce fait, le niveau de sous-évaluation.

Le taux de cession plus faible des actionnaires d'origine pour les firmes soutenues par des CI ressort également significative dans l'étude de Franzke (2004). Selon les travaux de McBain et Krause (1989) et Mikkelsen et al. (1997), un faible désengagement des actionnaires d'origine atteste de la qualité de l'entreprise au marché et des perspectives favorables de croissance de l'entreprise ; ce qui conduit à réduire le niveau de sous-évaluation.

Nous trouvons également une taille d'émission plus importante pour les entreprises accompagnées par des CI. D'après les résultats de Michaely et Shaw (1995), la taille de l'émission est négativement corrélée au niveau de sous-évaluation. Selon Beatty et Ritter (1986), les offres les plus petites sont en général plus spéculatives que les offres importantes, ce qui implique une plus grande incertitude perçue par le marché.

De surcroît, un produit d'émission plus important implique de plus grandes opportunités d'investissements pour l'entreprise une fois introduite ; ce qui constitue un signal favorable concernant les perspectives de développement de la société ; d'où la relation négative entre la taille de l'émission et le niveau de sous-évaluation.

Ces meilleures performances observées pour les firmes financées sont également associées à un système de gouvernance plus élaboré. Tout comme Filatotchev et al. (2006), nous trouvons un niveau de risque plus élevé pour ces dernières. Elles affichent un niveau plus important d'actifs intangibles et ont des dirigeants moins expérimentés. Selon Gompers (1995) et Lev (2001), le niveau d'actifs intangibles accroît le degré d'asymétrie d'information et de ce fait, accentue les activités de « monitoring » des CI.

Egalement, comme le soulignent Klein et Leffler (1981) et Hisrich et Jankowicz (1990), le risque d'opportunisme est plus élevé pour les entrepreneurs les moins expérimentés et il conduit à un contrôle plus fréquent. Ces deux facteurs considérés comme des amplificateurs du risque justifient donc la mise en place de mécanismes de gouvernance axés sur le contrôle du dirigeant. Dans l'analyse univariée, il apparaît que le système de gouvernance des firmes financées est plus renforcé et permet de mieux aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des CI. Précisément, nous trouvons un conseil d'administration de taille¹¹⁷ plus élevée pour les entreprises financées par capital-investissement. Ces résultats confirment ceux obtenus par les études de Filatotchev et al. (2006) – réalisées sur le marché britannique – et de Campbell et al. (2007) – réalisées sur le marché américain – mais ils s'opposent à ceux de Rosenstein et al. (1993) qui trouvent un conseil d'administration de plus petite taille pour les entreprises financées par des CI. Ces auteurs précisent toutefois que la taille du conseil varie en fonction du stade de développement de l'entreprise. Ainsi, une plus jeune entreprise financée par capital-investissement dispose d'un conseil d'administration de plus grande taille puisqu'elle présente un niveau de risque d'exploitation plus important.

¹¹⁷ Jensen (1993), Yermack (1996), Eisenberg et al. (1998) Mak et Kusnadi (2005) et Bennedsen et al. (2008) s'accordent à montrer qu'un conseil d'administration de petite taille est plus efficace pour contrôler le dirigeant puisqu'il rencontre moins de problèmes de cohésion et les prises de décision y sont plus productives. Un conseil d'administration de petite taille est donc positivement lié à la performance de la firme.

Dans notre analyse univariée, la plus forte taille du conseil d'administration est associée à une représentation plus importante d'administrateurs indépendants tandis que Campbell et al. (2007) notent un pourcentage plus faible d'administrateurs indépendants pour les firmes soutenues par des CI. Si l'on se réfère à la théorie, une présence plus importante d'administrateurs indépendants est positivement associée à la qualité de la surveillance exercée.

Par-delà du conseil d'administration, nous soulignons un recours plus fréquent aux plans d'options sur actions comme le montre l'étude de Campbell et al. (2008). En plus, les sociétés soutenues par des CI ont davantage tendance à signer des pactes d'actionnaires.

Ce système de gouvernance fortement axé sur le contrôle du dirigeant peut également se justifier par le niveau d'endettement plus faible des entreprises financées par des CI ; moins le niveau d'endettement est élevé, moins de contrainte il y a pour le dirigeant, plus important est le contrôle exercé par les CI.

Au total, il apparaît que la présence des CI est positivement associée à une moindre sous-évaluation ainsi qu'un ratio de Marris plus élevé. Elle attire les banques intermédiaires introductrices les plus réputées et est associée à un système de gouvernance plus renforcé (axé sur le contrôle).

Afin de confirmer les effets positifs des CI sur la performance des firmes introduites en bourse, nous devons réaliser des tests complémentaires¹¹⁸. Pour ce faire, nous analysons les particularités que présente le système de gouvernance des firmes financées.

¹¹⁸ Nous avons également réalisé le modèle de Heckman (en deux étapes) traitant du biais de sélection. Dans notre étude, le biais de sélection signifie que les CI ont sélectionné les entreprises les plus prometteuses en termes de performance qui présentaient un système de gouvernance plus élaboré avec des caractéristiques attrayantes. Autrement formulé, la performance des firmes avec CI n'est pas réellement supérieure aux autres ; elle n'est pas liée à la contribution des CI mais au potentiel de croissance des firmes financées. Le ratio de Mills n'étant pas significatif dans notre modèle permet de soutenir qu'il n'y a aucun biais de sélection.

Section 3 : La description du profil des CI présents dans le sous-échantillon et l'implication des CI dans le système de gouvernance

Sur ce sous-échantillon composé de 232 introductions en bourse, nous recensons une centaine de sociétés de capital-investissement.

3.1. Le profil des CI

Les sociétés de capital-investissement de notre échantillon présentent un niveau d'expérience moyen relativement élevé. Elles cumulent en moyenne 19,4 années d'expérience dans le métier (17 années pour la médiane) et sont pour la plupart spécialisés soit par secteur d'activité, soit par stade de développement (environ 89 % des CI de l'échantillon). Cette forte spécialisation leur permet de développer une forte expertise. Par ailleurs, plus de la moitié des sociétés de capital-investissement de notre échantillon appartient à la famille des indépendants, soit 59 %.

Nous résumons dans le tableau suivant le profil des sociétés de capital-investissement présentes dans notre sous-échantillon.

Tableau III.9 : le profil des sociétés de capital-investissement

Critères	Moyenne
Nombre d'années d'expérience dans le métier	19,4
Taux de CI spécialisés dans l'échantillon	89 %
Taux de CI indépendants dans l'échantillon	59 %

3.2. L'implication des CI dans le système de gouvernance (dans l'échantillon)

Les premiers mécanismes que nous traitons sont la structure de propriété et la répartition des droits de vote.

3.2.1. La structure de propriété des firmes financées par des CI

Une lecture de la structure actionnariale des sociétés indique qu'en moyenne 24 % du sous-échantillon est composé d'entreprises familiales¹¹⁹ (contre 30 % pour l'échantillon global).

Le taux de participation moyen des CI dans le capital est de 30,19 % avant l'introduction en bourse et de 23,53 % après l'opération. Ces statistiques avoisinent celles observées dans les travaux de Barry et al. (1990), celles de Megginson et Weiss (1991) et de Lantz (1999). Barry et al. (1990) indiquent un taux de participation des CI s'élevant à 34,3 % avant l'introduction en bourse sur le marché américain; quant à Megginson et Weiss (1991), ils trouvent un taux de détention des CI de 36,6 % avant l'introduction en bourse et 23,3 % après l'introduction en bourse. Sur le marché français, Lantz (1999) note que les CI détiennent en moyenne 33,1 % du capital avant l'introduction en bourse contre 26 % après l'opération. Sur le marché australien, Suchard (2009) note un taux de participation moyen des CI de 33,79 % avant l'introduction en bourse et de 12,68 % après l'opération.

La variation du taux de participation après l'introduction en bourse est-elle liée à la cession des titres par les CI au moment de l'introduction en bourse ou à la dilution du capital résultant de la mise à disposition d'un certain nombre de titres au public ?

Une lecture du taux moyen de cession des CI montre que ces investisseurs conservent un taux de participation important dans le capital après l'opération. Dans 20 % des cas en moyenne, ils ne cèdent aucun titre. Lorsqu'ils effectuent une cession, ils ne mettent en moyenne que 5,2 % des titres sur le marché. Ce taux de cession est même plus faible que celui observé par Megginson et Weiss (1991). Ces derniers trouvent que les CI ne cèdent en

¹¹⁹ Une entreprise familiale est une entreprise contrôlée à plus de 33% par la famille.

moyenne que 8 % de leurs titres au moment de l'introduction en bourse et plus de 40 % des investisseurs ne cèdent aucune action.

Dans plus d'un tiers des cas (37 % des cas), les CI constituent une minorité de blocage.

Les statistiques obtenues pour le taux de participation des CI dans le capital se rapprochent de celles liées aux droits de vote.

3.2.2. La répartition des droits de vote

Les droits de vote détenus par les CI s'élèvent à 29,90 % avant l'introduction en bourse contre 22,93 % après l'opération. En comparant ces statistiques à celles de Lantz (1999), il apparaît que les droits de vote détenus par les CI de notre échantillon se rapprochent de ceux constatés par l'auteur. Plus précisément, Lantz (1999) note que les CI détiennent en moyenne 31,8 % des droits de vote avant l'introduction en bourse et un peu plus de 24 % des droits de vote si l'on se réfère à la médiane. Ces derniers ne détiennent en moyenne que 21,6 % après l'opération et un peu plus de 15 % pour la médiane.

A partir des statistiques présentées (un taux de cession relativement faible et un maintien des droits de vote), nous pouvons conclure que les CI tentent de maintenir un contrôle relativement important des décisions prises par le dirigeant après l'introduction en bourse.

Par-delà de la conservation de leur titres et droits de vote, les CI se servent de leur représentation au conseil d'administration pour contrôler les décisions du dirigeant.

3.2.3. La présence des CI au conseil d'administration

Une analyse de la structure du conseil d'administration montre que les CI sont représentés au conseil dans 46 % des cas de l'échantillon. Ce droit de siéger au conseil est

souvent négocié par les CI dans les pactes d'actionnaires. Lorsqu'ils sont représentés au conseil d'administration, ils détiennent en moyenne 28 % des sièges.

En plus de leur implication dans les mécanismes de gouvernance classiques, les CI se servent de la syndication et du financement par étapes pour contrôler le dirigeant.

3.2.4. La syndication

Environ 61 % des investissements de notre échantillon sont syndiqués (soit 142 entreprises du sous échantillon). Les opérations syndiquées regroupent en moyenne 3,76 investisseurs en capital contre 2,25 investisseurs pour l'étude de Lantz (1999) réalisée sur le marché français au moment de l'introduction en bourse. Dans notre échantillon, 85 % des investissements syndiqués sont sous la direction d'un chef de file. Le CI chef de file détient en moyenne 18,8 % du capital avant introduction en bourse contre 13,97 % après l'opération. Il ne cède que 3,05 % des titres détenus en moyenne. Ces résultats sont légèrement plus faibles que ceux obtenus par Barry et al. (1990). Ces derniers constatent que le CI chef de file détient en moyenne 19 % du capital avant introduction contre 17,8 % après introduction.

3.2.5. Le nombre de séquences de financement

La durée moyenne d'investissement des CI dans notre sous-échantillon est de 3 ans. Les investissements sont organisés autour de 2 tours de table en moyenne.

Au total, il apparaît que les CI conservent un fort taux de participation et des droits de vote élevés, siègent assez souvent au conseil d'administration, recourent fréquemment à la syndication pour leurs investissements. Ceci traduit le degré élevé d'implication des CI lors des prises de participation.

Dans le tableau III.10 est présentée une synthèse des mécanismes de gouvernance des CI.

Tableau III.10 : la synthèse des mécanismes de gouvernance des CI

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
Implication des CI dans les mécanismes classiques de gouvernance					
Capital détenu par le CI avant l'introduction en bourse (%)	30,19	25,41	22,63	0,02	99,88
Capital détenu par le CI après l'introduction en bourse (%)	23,52	18,475	19,07	0,02	98,98
Droits de vote des CI avant l'introduction en bourse (%)	29,86	25,135	23,45	0,02	99,92
Droits de vote des CI après l'introduction en bourse (%)	22,92	17,61	19,78	0,02	98,98
Pourcentage des sièges détenus lorsqu'ils sont représentés au conseil (%)	28	25	14,94	8	88
Implication des CI dans les mécanismes spécifiques de gouvernance					
Taille de la syndication avant l'introduction en bourse	3,76	3	1,94	2	15
Taille de la syndication après l'introduction en bourse	2,76	2	2,18	2	14
Nombre de tours de table	2	1,5	1,5	1	12

Conclusion du Chapitre 7

N'ayant qu'une portée descriptive, ce chapitre met en évidence les différences significatives entre les entreprises soutenues par des CI et celles qui ne le sont pas. Plus précisément, l'analyse descriptive de notre échantillon indique des différences significatives en termes de gouvernance, de performance et de mécanismes d'introduction en bourse entre les entreprises financées par des CI et celles sans le soutien de ces investisseurs.

Il apparaît que les firmes financées par des CI bénéficient d'un système de gouvernance permettant un contrôle plus intense; et elles présentent un niveau de risque relativement plus important (par rapport aux firmes non financées par capital-investissement).

Elles affichent une moindre sous-évaluation des titres au moment de l'introduction en bourse associée à la présence de banques introductrices de qualité et à un taux plus élevé de rétention des actionnaires d'origine ou des "insiders". En outre, elles présentent un ratio de Marris plus élevé.

CHAPITRE 8 : LES DETERMINANTS ET EFFETS DE LA GOUVERNANCE DISCIPLINAIRE ET COGNITIVE DE LA RELATION CI-ENTREPRENEUR SUR LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION

Sur la base du référentiel théorique de la gouvernance, nous avons proposé dans la partie théorique de ce travail de recherche deux modèles explicatifs de la performance de l'introduction en bourse : le premier modèle analyse la contribution des CI selon le modèle disciplinaire de la théorie de la gouvernance; le second modèle s'inscrit dans une approche cognitive de la théorie.

Ce chapitre a pour objectif de tester empiriquement chacun de ces modèles.

Dans une première section, nous nous intéressons aux facteurs explicatifs du système de gouvernance dans le modèle disciplinaire d'une part et d'autre part dans le modèle cognitif.

Dans la deuxième section, nous vérifions l'impact du système de gouvernance sur la performance de l'introduction en bourse dans chacun des modèles.

Section 1 : Les déterminants du système de gouvernance dans les modèles disciplinaires et cognitifs

1.1. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant dans le modèle disciplinaire

Dans le modèle disciplinaire, nous supposons que le contrôle exercé par les CI à travers le système de gouvernance est plus intense quand les objectifs d'intérêts divergent entre les CI et les dirigeants et lorsque le degré d'asymétrie informationnelle est important. Ce contrôle exercé par le biais des mécanismes de gouvernance a été défini comme la gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant (cf. chapitre 3).

La question qui se pose est de savoir comment mesurer l'intensité de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant ou précisément, le niveau du contrôle exercé par les CI à travers les mécanismes de gouvernance. Le prochain paragraphe détaille la méthodologie retenue pour mesurer la gouvernance disciplinaire.

1.1.1 La mesure de la gouvernance disciplinaire

Les études de Macmillan et al. (1988), Sapienza et Timmons (1989), Sapienza (1992), Sapienza et al. (1994), Barney et al. (1996), Maunula (2006) qui se sont intéressées aux facteurs déterminant le niveau d'implication des CI ont été réalisées à partir de questionnaires. Le niveau d'implication des investisseurs dans la surveillance des dirigeants et dans le partage de connaissances a été mesuré par le nombre d'heures consacrées aux entreprises, la fréquence d'interaction entre les CI et les dirigeants ou encore sur la base d'une classification (échelle de Likert) de différents items définissant le niveau d'implication des CI perçu par les dirigeants. N'utilisant pas la méthodologie des questionnaires, nous ne pouvons obtenir une mesure aussi précise de l'intensité de la gouvernance exercée par les CI. Néanmoins, nous pouvons nous inspirer de la méthode des items des études précédemment citées pour définir le niveau d'implication des CI dans la gouvernance des entreprises.

Dans notre travail, une gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeants intense est assimilée à une forte implication des CI dans l'ensemble des mécanismes de contrôle et d'incitation dont le but est d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des investisseurs et de réduire les risques de comportement opportuniste. En s'inspirant des travaux empiriques précédents, nous définissons empiriquement la gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant comme l'agrégat des différents indices attribués à chaque mécanisme de gouvernance (cf. tableau III. 11).

Nous rappelons que la structure de propriété, le conseil d'administration, la politique de rémunération, le financement par étapes, la syndication et le pacte d'actionnaires sont ces

mécanismes permettant d'examiner l'implication des CI dans la réduction des conflits d'intérêt et du degré d'asymétrie informationnelle.

Tableau III.11 : une mesure de la gouvernance disciplinaire

Mécanismes de gouvernance	Indices attribués à chaque mécanisme
Structure de propriété	Prend la valeur 1 lorsque les CI détiennent au moins 33 % du capital ; 0 sinon.
Conseil d'administration	Nombre d'administrateurs indépendants au conseil
	Nombre de CI présents au conseil
Politique de rémunération incitative	Prend la valeur 1 en cas d'existence de stock-option ; 0 sinon.
Syndication	Nombre de CI présent dans le capital
Financement par étapes	Nombre de tours de table antérieurs à l'introduction en bourse
Pacte d'actionnaires	Prend la valeur 1 en cas de signature d'un pacte d'actionnaires; 0 sinon.
Gouvernance disciplinaire	Somme des différents indices attribués à chaque mécanisme de gouvernance.

Plus l'agrégat est élevé, plus le contrôle exercé par les CI par le système de gouvernance est intense.

Ci-dessous quelques statistiques descriptives de la variable mesurant la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant, codée GOUV.DIS.

	Moyenne	Médiane	Min	Max
GOUV.DIS	8,09	7	1,02	27,92

Les statistiques descriptives de cette variable montrent que la variable dépendante de notre premier modèle prend différentes valeurs dans l'intervalle [1,02 ; 27,92].

Ces valeurs étant toutes positives et situées dans un intervalle étroit présentent les caractéristiques d'une variable dépendante de comptage ; ce qui nous conduit à nous interroger sur le type de régression. Les valeurs étant relativement faibles ne permettent pas d'utiliser les régressions de moindres carrés car elles peuvent produire dans ce cas, des coefficients biaisés. La variable GOUV.DIS suivant une loi de poisson permet d'utiliser la régression de Poisson généralement appliquée aux modèles de comptage.

Nous en détaillons les principes avant de présenter et commenter les résultats.

1.1.2 Le principe de la modélisation de la régression de Poisson

La régression de Poisson concerne l'analyse de données de comptages ou encore données de dénombrement. On s'intéresse au nombre de fois "n" où se produit un événement d'intérêt. Soit Y cette variable aléatoire de comptage qui partage les propriétés d'une variable discrète, la probabilité donnée par la distribution de Poisson que Y soit égale à un entier y_i est :

$$P(Y = y_i) = e^{-\lambda_i} \lambda_i^{y_i} / y_i!, \quad y_i = 0, 1, 2, \dots \quad \text{avec } E(Y) = \text{var}(Y) = \lambda_i$$

Pour introduire les variables explicatives dans le modèle, on conditionne λ_i en imposant la forme log-linéaire comme suit:

$$\lambda_i = e^{x_i \beta}$$
$$\ln \lambda_i = x_i \beta$$

Contrairement aux études de pourcentages, le nombre d'occurrences n'est théoriquement pas limité mais on constate que pour une valeur de λ fixée, les probabilités deviennent vite négligeables lorsque le nombre d'occurrences augmente.

La formulation du modèle de base est la suivante :

$$E(Y) = \exp \{ \alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_p x_p \}$$

Où les x sont les différents prédicteurs et les e^β les risques relatifs ajustés de l'occurrence de l'événement lorsque le prédicteur est présent. Les β sont testés par rapport à zéro afin de voir si leur contribution est significative pour expliquer la variable y . Les risques relatifs peuvent également être présentés avec leur intervalle de confiance à 95 %.

L'une des conditions à vérifier avant de procéder à une régression de Poisson est celle de l'égalité des deux premiers moments de la distribution. La moyenne et la variance de notre variable dépendante GOUV.DIS étant quasi égales permettent de réaliser la régression de Poisson.

Aussi, la formulation du premier modèle empirique se présente comme suit :

$$\begin{aligned}
E(\text{Gouvernance disciplinaire}) = & \lambda = \exp \alpha + \exp \{ \beta_1 * \text{actionnariat du dirigeant} \} \\
& + \exp \{ \beta_2 * \text{taille de la firme} \} \\
& + \exp \{ \beta_3 * \text{structure d'endettement} \} \\
& + \exp \{ \beta_4 * \text{performance financière de l'entreprise} \} \\
& + \exp \{ \beta_5 * \text{stade de développement de la firme} \} \\
& + \exp \{ \beta_6 * \text{niveau d'actifs spécifiques} \} \\
& + \exp \{ \beta_7 * \text{dynamisme du secteur} \} \\
& + \exp \{ \beta_8 * \text{expériences managériales} \} \\
& + \exp \{ \beta_9 * \text{structure de propriété des CI} \}
\end{aligned}$$

Cette équation permet de vérifier empiriquement les facteurs susceptibles d'influencer le niveau d'implication des CI dans le système de gouvernance présentés dans le [tableau III.12](#).

Tableau III.12 : les facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / entrepreneur

Variables	Description	Indicateurs
Variable dépendante (Y) : Gouvernance disciplinaire	Agrégat des indices attribués aux mécanismes de gouvernance	GOUV.DIS
<u>Variables indépendantes (X) :</u> Facteurs explicatifs de l'intensité de la gouvernance disciplinaire		
Actionnariat du dirigeant	% du capital détenu par le dirigeant en n-1	K.DIR
Taille de la firme	Log de l'actif total en n-1	LN.ACT
Structure d'endettement	Ratio de Dettes Financières / Capitaux propres en n-1	END.CP
Performance financière de l'entreprise	Ratio Résultat net / Capitaux propres en n-1	ROE.FI
Stade de développement de la firme	Age de la firme rapporté à l'âge moyen des entreprises du secteur dans l'échantillon	ST.DVPT
Niveau d'actifs spécifiques	Ratio Actifs intangibles / Actif Total en n-1	INT.ACT
Dynamisme du secteur	Variable binaire qui prend la valeur 1 quand l'entreprise évolue dans un secteur dynamique ; sinon 0	SEC.DYN
Expériences managériales du dirigeant	Nombre d'années d'expérience du dirigeant en tant que gérant	EXP.DIR
Structure de propriété du CI	Prend la valeur 1 lorsque les CI sont des indépendants ou captifs ; sinon 0	INDP.AFF

1.1.3 Les résultats de la régression multivariée traitant des facteurs déterminant le niveau de contrôle des CI

Les arguments présentés dans le premier modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées mettent en lumière les apports des CI à travers leur fonction disciplinaire. Au premier niveau de notre modélisation, nous faisons l'hypothèse qu'il existe un lien positif entre cette fonction disciplinaire des CI à travers les mécanismes de gouvernance et l'ampleur des conflits d'agence. Pour vérifier cette relation, nous avons testé les effets de différentes variables susceptibles d'accroître les conflits d'agence entre les CI et les dirigeants dans une régression de Poisson.

Préalablement à la régression, nous avons considéré les problèmes éventuels de multi-colinéarité entre les variables indépendantes. Le calcul de la Variance Inflation Factor (VIF) de la régression indique une forte dépendance entre les variables END.CP et ROE. FI (VIF \approx 10). Les résultats de chaque régression avec la variable END.CP d'une part et la variable ROE.FI d'autre part sont identiques. Nous ne présentons que les résultats de la régression avec la variable END.CP dans le tableau suivant.

Tableau III.13 : les résultats de la régression de Poisson traitant des facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur

Gouvernance disciplinaire			
GOUV.DIS	Coefficient	z	P>z
Constante	15,26	7,01	0,000
K.DIR	-0,07	-4,47	0,000***
LN.ACT	0,89	2,94	0,004***
END.CP	-0,0008	-0,01	0,989
IND.AFF	-1,89	-1,56	0,123
ST.DVPT	-0,003	-0,05	0,964
SEC.DYN	-0,04	-1,52	0,131
INT.ACT	-0,04	-1,40	0,1640
EXP.DIR	-1,75	-2,78	0,06*
Nombre d'observations	150		
Pseudo R ²	21,7 %		
Log de vraisemblance	-350,62		
Significativité	0,000***		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Parmi les variables testées, le taux de participation des dirigeants (K.DIR), la taille de l'entreprise (LN.ACT) et le niveau d'expériences du dirigeant (EXP.DIR) sont significatives.

Le niveau de contrôle exercé par les CI à travers les mécanismes de gouvernance est d'autant plus élevé que le taux de participation des dirigeants est faible.

Le niveau de contrôle exercé par les CI à travers les mécanismes de gouvernance est d'autant plus élevé que l'entreprise est de grande taille.

Les deux premières variables montrent que le contrôle exercé par ces derniers est plus intense lorsque les risques de conflits d'agence importants. Elles soutiennent donc les hypothèses H_{1a} et H_{1b} respectivement liées au taux de participation des dirigeants (K.DIR) et à la taille de l'entreprise (LN.ACT).

Conformément au modèle théorique développé sur la base de la théorie de l'agence, nous avons supposé dans H_{1a} qu'un taux élevé de participation des dirigeants-entrepreneurs dans le capital de la société est censé conduire à une plus grande convergence d'intérêts entre ces derniers et les CI (Jensen et Meckling, 1976 ; Charreaux et Desbrières, 1997). Alors que nos résultats confirment les prédictions du modèle, ils s'opposent à ceux obtenus par Sapienza et Gupta (1994) qui ne trouvent aucune influence de l'actionnariat sur l'intensité du contrôle exercé par les CI.

L'hypothèse H_{1b} qui relie positivement la taille de l'entreprise à l'intensité du contrôle des CI est vérifiée. Comme l'a montré Christensen (2006), la taille de l'entreprise accroît le degré de diffusion du capital ; ainsi une entreprise de grande taille présente une probabilité plus forte d'avoir un nombre important d'actionnaires et de ce fait, est soumise à des conflits d'agence plus importants. Les variables autres que le taux de participation des dirigeants et la taille de la firme qui sont susceptibles d'accentuer les divergences d'intérêt entre les CI et le dirigeant ne ressortent pas significatives.

Alors que nous nous attendions à vérifier un contrôle plus actif pour les CI indépendants (IND.AFF), nous ne constatons aucune différence significative entre le niveau de contrôle de ces derniers et celui des CI captifs (H1e). Nous ne pouvons comme précédemment confronter notre résultat à ceux obtenus dans d'autres études puisqu'à notre connaissance, aucune étude n'aborde cette relation dans le cadre de la gouvernance.

De même, nous ne trouvons aucune relation significative entre le niveau d'endettement de l'entreprise (END.CP) et l'intensité du contrôle exercé par les CI ou encore la performance financière de l'entreprise (ROE.FI) et l'intensité du contrôle. Alors que nous avons supposé un effet de substitution entre la dette et le contrôle des CI par le système de gouvernance et de ce fait, une relation négative entre ces deux mécanismes de contrôle (H1c), nous remarquons que l'intensité du contrôle des CI n'est pas liée au niveau d'endettement des firmes financées. Dans la même lignée, aucun lien ne ressort entre la performance financière de l'entreprise et l'intensité de la gouvernance de la relation CI / dirigeant (H1d), contrairement à nos prédictions et aux résultats de Sapienza (1992) et Sapienza et al. (1996).

Pour ce qui concerne les variables associant le degré d'asymétrie informationnelle au niveau du contrôle exercé par les CI, seul le niveau d'expériences managériales des dirigeants ressort significatif.

Le niveau de contrôle exercé par les CI à travers les mécanismes de gouvernance est d'autant plus élevé que l'entrepreneur / dirigeant de PME a un niveau d'expériences managériales limité.
--

A l'instar des travaux de Sapienza et Gupta (1994), Lerner (1995) et Sapienza et al. (1996), nos résultats montrent qu'une forte expérience managériale du dirigeant atténue l'intensité du contrôle des CI ; ils permettent donc de confirmer H2d.

En revanche, les variables ST.DVPT et INT.ACT relatives aux hypothèses H2a et H2c qui traitent des risques de comportement opportuniste du dirigeant découlant de l'asymétrie informationnelle ne ressortent pas significatives dans notre modèle. Dans la partie théorique, nous avons évoqué qu'un niveau élevé d'asymétrie informationnelle accroît les risques de conflits d'agence entre les CI et les dirigeants et conduit donc à une plus forte implication des CI dans la gouvernance des firmes financées. Nos résultats ne soutiennent que partiellement cette hypothèse puisque le stade de développement n'est pas significatif contrairement aux résultats de Sapienza et Gupta (1994), Elango et al. (1995) et Sapienza et al. (1996) qui montrent un niveau de contrôle plus élevé lorsque l'entreprise est à un stade de développement peu avancé. De même, nous trouvons que le niveau d'actifs intangibles n'a pas d'influence sur le niveau de contrôle des CI par opposition à l'étude de Gompers (1995) qui montre une plus grande surveillance du dirigeant lorsque le niveau d'actifs intangibles est élevé. L'hypothèse H2b qui lie le dynamisme du secteur à l'intensité du contrôle des CI n'est également pas vérifiée. Tout comme Landström (1992), nous ne trouvons aucune influence significative du type de secteur sur le niveau de contrôle exercé par les CI et le dynamisme du secteur.

Au regard de ces résultats, le degré d'asymétrie informationnelle apparaît partiellement comme un facteur déterminant du niveau d'implication des CI dans la gouvernance de l'entreprise.

Au total, les résultats obtenus ne soutiennent que partiellement les hypothèses sous-jacentes supposant un lien positif entre le niveau de conflits d'intérêts, le niveau d'asymétrie informationnelle et l'intensité de la gouvernance disciplinaire de la relation CI/entrepreneurs. Notre modèle présente une très forte significativité avec un Pseudo R² modeste de 21,7 %. Le « goodness of fit » mesurant l'adéquation du modèle est satisfaisant ($p = 0.14$).

Pour résumer nos résultats, il apparaît que le caractère disciplinaire de la relation CI / entrepreneurs est d'autant plus marqué que :

- le taux de participation des entrepreneurs-dirigeants de PME est faible (H1a validée).
- l'entreprise est de grande taille (H1b validée).
- le niveau d'expériences managériales du dirigeant est limité (H2a validée).

A l'instar du modèle disciplinaire, nous vérifions empiriquement dans le paragraphe suivant, les facteurs déterminant la gouvernance de la relation CI / dirigeant selon les théories cognitives.

1.2. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant dans le modèle cognitif

Dans le modèle théorique cognitif, nous supposons que les CI apportent des ressources cognitives en mobilisant les mécanismes de gouvernance. Ces derniers apparaissent comme des vecteurs d'acquisition de compétences. L'importance de leurs apports en ressources cognitives (définis sous le terme de la gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur) dépend alors de l'ampleur des conflits cognitifs découlant des divergences de perceptions entre ces investisseurs et les dirigeants de l'entreprise, de l'asymétrie de connaissances renforcée par le caractère tacite de la connaissance.

1.2.1. La mesure de la gouvernance cognitive

A l'instar du modèle disciplinaire, la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur est mesurée par un indice. Ce dernier résulte de l'agrégat de différents indices attribués aux variables de gouvernance retenues dans le second modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI (le modèle cognitif de la gouvernance) : le nombre d'administrateurs compétents au conseil, la diversité des compétences entre les membres du conseil, l'existence d'une syndication, la complémentarité des compétences des co-investisseurs dans la syndication, la durée de la syndication et

l'existence d'une professionnalisation de la fonction de Ressources humaines (cf. [tableau III.14](#)).

Tableau III.14 : une mesure de la gouvernance cognitive

Mécanismes de gouvernance	Indices attribués à chaque mécanisme
Conseil d'administration	Nombre d'administrateurs compétents au conseil
	Prend la valeur 1 lorsque les administrateurs ont des compétences complémentaires ; 0 sinon.
Syndication	Prend la valeur 1 quand il y a syndication; 0 sinon.
	Prend la valeur 1 quand les membres de la syndication ont des compétences complémentaires (généralistes vs spécialistes ; spécialistes par stade de développement vs spécialiste par secteur d'activité); 0 sinon.
	Durée de la syndication
Politique de ressources humaines	Prend la valeur 1 en cas de professionnalisation de la fonction ressources humaines; 0 sinon.
Gouvernance cognitive	Somme des différents indices attribués à chaque mécanisme de gouvernance.

Les statistiques descriptives de la variable de la gouvernance cognitive codée GOUV.COG indiquent une variable dépendante qui prend différentes valeurs dans l'intervalle [5 ; 34].

	Moyenne	Médiane	Min	Max
GOUV.COG	6,52	6	5	34

Les conditions d'égalité des deux premiers moments de la distribution étant respectées, permettent de procéder à une régression de Poisson.

Nous vérifions dans une analyse multivariée le lien entre l'importance des apports des CI en ressources cognitives et un certain nombre de facteurs liés à l'entreprise, au dirigeant et aux CI (cf. [tableau III.15](#)).

Tableau III.15 : les facteurs déterminant la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur

Variables	Description	Indicateurs
<u>Variable dépendante (Y) :</u> Gouvernance cognitive	Agrégat des indices attribués aux mécanismes de gouvernance	GOUV.CO
<u>Variables indépendantes (X) :</u> Facteurs explicatifs de l'intensité de la gouvernance cognitive		
Stade de développement de la firme	Age de la firme rapporté à l'âge moyen des entreprises du secteur dans l'échantillon	ST.DVPT
Expériences managériales du dirigeant	Nombre d'années d'expérience du dirigeant en tant que gérant	EXP.DIR
Secteur à connaissance spécifique	Variable binaire qui prend la valeur 1 quand l'entreprise évolue dans un secteur à connaissance spécifique (SSII, aviation civile, armement, pharmaceutique ; 0 sinon)	SEC.CON
Expérience spécifique des CI	Durée moyenne de l'investissement de CI dans l'entreprise	SPEC.CI
Expérience dans le métier de CI	Nombre d'années d'expérience générale de métier de CI	EXP.CI
Degré de spécialisation des CI	Variable binaire qui prend la valeur 1 quand les CI sont spécialisés soit par stade de développement ou par secteur d'activité ; 0 sinon)	DEG.SPEC
Type de CI	Variable binaire qui prend la valeur 1 quand les CI sont des CI captifs affiliés à des groupes industriels; 0 sinon)	CI.INDS
Intérêts financiers des CI	% de capital détenu par les CI avant l'introduction en bourse	K.CI

1.2.2. Les résultats de la régression de Poisson traitant des facteurs déterminant l'importance de la gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur

La régression de Poisson dont les résultats sont présentés ci-dessous, a pour objectif d'analyser les facteurs liés aussi bien à l'entreprise, l'entrepreneur qu'aux CI qui déterminent l'importance des apports de ces derniers en ressources cognitives par le biais du système de gouvernance (cf. [tableau III.16](#)).

Tableau III.16 : les résultats de la régression de Poisson traitant des facteurs explicatifs de la gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur

Gouvernance cognitive			
GOUV.CO	Coefficient	Z	P>z
Constante	0,47	0,51	0,61
ST.DVPT	-0,12	-0,95	0,35
EXP.DIR	-0,13	-0,73	0,47
SEC.CON	0,57	2,05	0,04**
EXP.SPEC	1,01	25,40	0,00***
EXP.CI	1,16	8,07	0,00***
DEG.SPEC	0,97	2,55	0,01***
CI.INDS	-0,27	-0,63	0,53
K.CI	0,24	1,68	0,10*
Nombre d'observations	150		
Pseudo R ²	23 %		
Log de vraisemblance	-286,9		
Significativité	0,000***		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Dans la partie théorique, nous avons supposé des apports en ressources cognitives plus importants lorsque le degré d'asymétrie de connaissances entre les CI et les entrepreneurs et le niveau de compétences des investisseurs (aussi bien générique que sectorielle) seraient fortement élevés. Autrement formulé, la réduction des conflits cognitifs « destructeurs » entre les entrepreneurs et les CI est liée à l'expérience de ces derniers. Grâce à leur expérience, les investisseurs acquièrent une meilleure maîtrise du processus de coordination ; ce qui facilite l'alignement des schémas mentaux.

Selon les résultats obtenus dans la régression, il apparaît que le niveau de connaissances et d'expériences des CI mesuré par les variables EXP.SPEC, EXP.CI et DEG.SPEC influence l'importance de leurs apports en ressources cognitives.

Le niveau d'expériences spécifiques qu'ont les CI de la firme (EXP.SPEC) est positivement corrélé à l'importance des apports en ressources cognitives.

Ce résultat soutenant l'hypothèse H_{11a}, confirme ceux obtenus par Landström (1992). Il montre un niveau d'implication plus important des CI lorsqu'ils ont une bonne connaissance

du processus de transformation de la firme financée. Cette connaissance permet aux CI de développer une expertise et de mieux identifier les besoins de la firme en ressources cognitives.

Nous trouvons également une relation positive entre le niveau d'expériences de métier de CI (EXP.CI) et l'importance des apports en ressources cognitives.

Conformément à nos prédictions dans H_{11b}, la contribution des CI en ressources cognitives est d'autant plus grande que ces investisseurs ont une longue pratique du métier. Ce résultat corroborant ceux de Sapienza et al. (1996), Jain (2001) et Engel (2004), révèle le lien positif entre le niveau d'expériences de métier de CI et la compétence générique qui est une source de création de valeur expliquant la meilleure performance des firmes (Lerner, 1994).

De même, nos résultats montrent que le degré de spécialisation des CI (DEG.SPEC) influence l'importance de leur contribution en termes de ressources cognitives (H_{11c}).

Selon les travaux de Gompers et al. (2006) soutenus par nos résultats, la spécialisation accroît la compétence sectorielle et l'expertise des CI, ce qui permet à ces derniers de positivement influencer la performance de la firme (Barry et al. 1990).

La dernière caractéristique des CI qui est significative est le taux de participation de ces investisseurs dans le capital avant l'introduction en bourse (K.CI).

Conformément à nos prédictions, l'importance des apports des CI en termes de ressources cognitives croît lorsque ces derniers ont des participations financières importantes dans la firme. Ce résultat conforte les travaux de Sapienza et Timmons (1989) et Fried et Hisrich (1995) et Stévenot-Guéry (2006) qui expliquent que la forte participation des CI au capital limite le pouvoir des entrepreneurs ; ce qui permet aux CI d'imposer plus facilement leurs

idées et leurs connaissances et d'être moins confrontés aux réticences des entrepreneurs (ce qui les empêcherait d'apporter ou quand cela est nécessaire d'imposer leurs connaissances).

La seule variable significative liée à la firme est le type de secteur (SEC.CON).

Conformément aux travaux de Sapienza (1992), Jain (2001) et Christensen (2006), les apports des CI en ressources cognitives apparaissent plus importants lorsque la firme poursuit une forte politique d'innovation et évolue dans un secteur à connaissance spécifique ; le transfert de connaissances vers l'entreprise est plus facile dans ce type de secteur grâce aux besoins en ressources cognitives plus importants. Les dirigeants des entreprises évoluant dans ces secteurs ont donc tendance à être plus réceptifs lors des échanges de connaissances.

Selon nos résultats le stade de développement et l'expérience des dirigeants n'ont aucune incidence sur la contribution des CI en apportant des ressources cognitives contrairement aux travaux de Sapienza et Gupta (1994) et Barney et al. (1996). Le type de CI n'a également pas d'influence sur l'importance des apports des CI en ressources cognitives. Contrairement à Maula et Murray (2002) et Dushnitsky et Lenox (2002 ; 2006) qui montrent que les CI industriels sont davantage motivés par le partage et le transfert de connaissance, nos résultats ne montrent aucune différence d'implication entre les CI industriels et les autres catégories d'investisseurs en capital en termes de contributions cognitives.

En dépit de la non signification de ces dernières variables, le modèle testé présente une validité générale très satisfaisante (Pseudo $R^2 = 23 \%$) et une forte significativité. Le « goodness of fit » indiquant l'adéquation du modèle est satisfaisant ($p = 0,3$).

Pour conclure, les apports des CI en ressources cognitives (par le biais du système de gouvernance) sont plus importants lorsque

- l'entreprise évolue dans un secteur à connaissance spécifique (H10c validée)
- La durée d'investissement des CI est longue (expérience spécifique de la firme) (H11a validée)
- les CI ont de longues années d'expérience dans le métier (H11b validée)
- les CI sont davantage spécialisés (d'où l'expérience sectorielle) (H11c validée)
- les CI ont des intérêts financiers importants dans l'entreprise (H11e validée)

Dans le tableau suivant, une synthèse des résultats des modèles disciplinaire et cognitif est présentée.

Tableau III.17 : la synthèse des résultats relatifs aux facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire et de la gouvernance cognitive des CI

Hypothèses théoriques	Signe attendu	Statut ¹²⁰ de l'hypothèse en fonction du résultat
Déterminants de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / entrepreneur		
H _{1a} : Il existe une relation négative entre le taux de participation des entrepreneurs/dirigeants de PME et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur.	-	Validé
H _{1b} : Il existe une relation positive entre la taille de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.	+	Validé
H _{1c} : La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est moins intense pour les reprises par LBO.	-	NS
H _{1d} : Il existe une relation négative entre la performance de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur.	-	NS
H _{1e} : La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est plus intense pour les CI indépendants.	+	NS
H _{2a} : La gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur est plus intense pour les firmes étant à un stade de développement peu avancé.	-	NS
H _{2b} : Il existe une relation positive entre le dynamisme du secteur d'activité de la firme financée et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.	+	NS
H _{2c} : Il existe une relation positive entre le niveau d'actifs spécifiques de la firme financée et la gouvernance disciplinaire exercée par les CI.	+	NS
H _{2d} : Il existe une relation négative entre le niveau d'expérience du dirigeant dans le management et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur.	-	Validé

¹²⁰ L'hypothèse est validée quand le signe attendu est confirmé par nos résultats; elle est infirmée lorsque le résultat est contraire au signe attendu ; elle n'est ni validée, ni infirmée lorsque le résultat n'est pas significatif.

Déterminants de la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur	Signe attendu	Statut ¹²¹ de l'hypothèse en fonction du résultat
H _{10a} : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que l'entreprise est à un stade de développement peu avancé.	-	NS
H _{10b} : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que le niveau d'expériences managériales du dirigeant/entrepreneur est peu élevé.	-	NS
H _{10c} : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que l'entreprise financée évolue dans un secteur d'activité à connaissance spécifique.	+	Validé
H _{11a} : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leur niveau de connaissances spécifiques de la firme.	+	Validé
H _{11b} : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leur niveau d'expérience du métier.	+	Validé
H _{11c} : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que les CI sont spécialisés.	+	Validé
H _{11d} : La gouvernance cognitive des CI est d'autant plus importante que les CI sont affiliés (à un groupe industriel).	+	NS
H _{11e} : La gouvernance cognitive des CI est positivement associée à leurs fractions d'actions détenues.	+	Validé

Après avoir identifié les facteurs explicatifs influençant le niveau de contrôle exercé par les CI ou l'importance de leurs apports en ressources cognitives (par le biais du système du système de gouvernance), nous vérifions dans les prochaines sections le lien existant entre les mécanismes de gouvernance et la performance de l'introduction en bourse.

Dans le chapitre 6 où est décrite l'opérationnalisation des variables, la performance de l'introduction en bourse est mesurée par trois variables : le degré de sous-évaluation de l'entreprise à l'introduction, le ratio de Marris l'année de l'introduction et la variation de la performance opérationnelle de l'entreprise (cf. chapitre 6). Nous vérifions donc l'impact de la gouvernance de la relation CI / entrepreneur sur le niveau de sous-évaluation de l'entreprise, du ratio de Marris et sur la variation de la performance opérationnelle de l'entreprise.

Nous testons premièrement, le modèle explicatif disciplinaire de la performance de l'introduction en bourse, puis le modèle cognitif.

¹²¹ L'hypothèse est validée quand le signe attendu est confirmé par nos résultats; elle est infirmée lorsque le résultat est contraire au signe attendu ; elle n'est ni validée, ni infirmée lorsque le résultat n'est pas significatif.

Section 2 : L'impact de la gouvernance de la relation CI / entrepreneur sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI

2.1. Le modèle explicatif disciplinaire de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI

Conformément à notre modèle théorique, une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant est censée réduire les coûts d'agence émergeant de la relation CI / entrepreneur mais également ceux découlant de la dilution du capital lors de l'introduction en bourse. Cette réduction des coûts d'agence conduit à la maximisation de la richesse des actionnaires et de ce fait, à une meilleure performance de l'entreprise introduite en bourse.

Nous nous attendons donc à une relation négative entre le niveau de sous-évaluation et l'intensité du contrôle des CI se traduisant par leur forte implication dans la gouvernance de l'entreprise. Nous prédisons une relation positive entre le ratio de Marris et la gouvernance disciplinaire de la relation CI / entrepreneur. Nous supposons que ce ratio est plus élevé lorsque la gouvernance axée sur le contrôle et l'alignement des intérêts du dirigeant est renforcée.

Enfin l'implication des CI dans la gouvernance est censée avoir un impact sur la performance opérationnelle de l'entreprise l'année suivant l'introduction en bourse, en en réduisant le niveau de dégradation post-introduction de la performance opérationnelle.

Dans le prochain paragraphe, nous testons successivement l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / entrepreneur sur le niveau de sous-évaluation, le ratio de Marris et enfin sur la variation de performance opérationnelle.

2.1.1. L'impact du système de gouvernance disciplinaire des CI sur le niveau de sous-évaluation

Le niveau de sous-évaluation est mesuré par la différence entre le premier cours coté et le prix d'offre rapportée au prix d'offre. Il prend la forme d'une variable métrique et quantitative, ce qui permet d'utiliser la régression linéaire.

2.1.1.1. Les remarques préliminaires à la régression linéaire

Plusieurs conditions doivent être remplies pour appliquer cette régression : la normalité des résidus, l'homoscedasticité des variables, aucune autocorrélation entre les erreurs et l'indépendance des variables exogènes. La réalisation de tests intermédiaires (Shapiro-Wilk, Breusch & Pagan...) sur la régression révèle que toutes les conditions sont respectées à l'exception de l'indépendance des variables. En effet, le calcul de la Variance Inflation Factor (VIF) de la régression montre des problèmes de multi-colinéarité (traduits par des $VIF > 3$) entre les variables CI.CONS (le taux de participation des CI après l'introduction en bourse) et CI.BLOC (variable binaire qui prend la valeur 1 quand les CI détiennent au moins 33 % du capital après l'introduction en bourse). Ces deux variables testant différents niveaux d'implication des CI au moment de l'introduction en bourse doivent être maintenues dans la régression. Par conséquent, nous testons ces variables de manière exclusive dans deux modèles spécifiques : le modèle 1 avec la variable CI. CONS et le modèle 2 avec la variable CI.BLOC.

Par ailleurs, un autre problème de multi-colinéarité est observé entre les variables de contrôle TY.MKT (le type de marché) et MKT.CAP (la taille de l'émission). Effectivement, le montant de la capitalisation boursière des entreprises (loguée) varie en fonction du type de marché. Par conséquent, nous ne retenons que la variable MKT.CAP qui est une variable métrique plus riche en information plutôt que la variable TY.MKT qui est une variable ordinale.

2.1.1.2. Les résultats des régressions linéaires

Dans le tableau III.18 ci-dessus où sont présentés les résultats des différentes régressions linéaires, nous notons avant tout que les modèles 1 et 2 affichent les mêmes variables significatives. Présentant tous les deux une forte significativité, ils affichent néanmoins un R² ajusté relativement faible (environ 14 %).

Tableau III.18 : les résultats des régressions mesurant l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le niveau de sous-évaluation

SOUS.EV	Modèle 1			Modèle 2		
	Coefficient	t-statistic	P>t	Coefficient	t-statistic	P>t
Constante	-192,046	-3,820	0,000	-167,033	-3,550	0,001
CI.CONS	6,106	1,490	0,141			
CI.BLOC				8,298	1,560	0,124
CI.DIR	6,985	1,220	0,226	7,306	1,310	0,194
CI.VAR	-0,066	-0,780	0,436	-0,041	-0,510	0,609
CA.SIZ	-0,878	-0,600	0,552	-0,789	-0,540	0,588
CI.CA	0,230	1,480	0,143	0,225	1,450	0,151
IND.CA	-0,129	-1,280	0,204	-0,131	-1,310	0,195
P.OPT	-7,282	-1,380	0,171	-6,499	-1,250	0,215
NB.RND	0,479	0,380	0,706	0,410	0,330	0,745
SYN.SIZ	-3,562	-2,880	0,005***	-3,581	-2,910	0,005***
VAR.SYN	0,151	0,690	0,495	0,090	0,400	0,688
AC.PACT	-3,061	-0,630	0,529	-4,071	-0,850	0,399
TY.PROC	13,227	1,980	0,051**	12,584	1,910	0,060*
CY.IPO	0,152	0,040	0,965	-0,334	-0,100	0,924
TX.INS	0,309	1,230	0,223	0,305	1,220	0,225
RG.BQE	-2,693	-1,150	0,254	-2,555	-1,100	0,276
MKT.CAP	10,332	4,010	0,000***	9,909	3,890	0,000***
LN.ACT	-3,838	-2,280	0,026**	-3,707	-2,240	0,029**
SEC.ACT	3,044	0,540	0,593	2,934	0,520	0,604
Nombre d'observations	150			150		
R² ajusté	14,26 %**			14,35 %**		
F	1,78			1,79		
Significativité (P)	0,048			0,045		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

L'analyse des résultats montre que deux catégories de variables ressortent significatives : la première est liée au système de gouvernance et la seconde est reliée aux caractéristiques de l'introduction en bourse.

Ces dernières affichent d'ailleurs les plus gros coefficients dans les régressions ; ce qui montre que les caractéristiques de l'opération ont un impact plus important sur le niveau de sous-évaluation que l'implication des CI dans la gouvernance.

Parmi les mécanismes de gouvernance, seule la variable SYN.SIZ qui vérifie l'impact du nombre de CI sur le niveau de sous-évaluation est significative. En effet, nous trouvons une relation négative entre le niveau de sous-évaluation et le nombre de CI dans la syndication ; ce résultat ne permet pas de valider l'hypothèse H7a. La sous-évaluation est moindre lorsque le nombre de CI dans la syndication est important. Un nombre élevé de CI ne nuit donc pas forcément à l'efficacité du contrôle contrairement aux résultats de Stévenot-Guéry, (2007) et aux prédictions du modèle théorique. Bien au contraire, nos résultats montrent qu'une taille importante de la syndication implique une meilleure surveillance du dirigeant et concourt à une réduction du niveau de sous-évaluation.

La taille de la syndication est négativement associée au niveau de sous-évaluation.

Pour ce qui concerne les variables de contrôle liées à l'introduction en bourse, nos résultats montrent l'influence du type de procédure (TY.PROC), de la taille de l'émission (MKT.CAP) et du secteur d'activité (SEC.ACT) sur le niveau de sous-évaluation.

Tout comme Broye (1998), Derien et Womack (2001), Faugeron-Crouzet (2001) et Sentis (2004), nous confirmons que le niveau de sous-évaluation est lié à la procédure de cotation. Il croît lorsque l'entreprise financée est introduite par des procédures autres que la cotation directe ou le placement garanti. Selon Broye (1998 ; p. 294), les différences de niveaux de sous-évaluation selon les procédures peuvent s'expliquer en partie par la nature même de chaque procédure ou encore le comportement des banques introductrices. Dans certaines procédures comme l'offre à prix ferme, le prix d'offre est définitif et n'est donc à aucun moment ajusté par rapport à la demande de la part du marché ; d'où une sous-évaluation plus forte.

En revanche, dans le cas d'une cotation directe, les banques introductrices ont tendance à s'impliquer davantage dans le processus d'introduction (Broye, 1998 ; p. 294). Chargées de placer les titres, ces dernières ont la possibilité d'ajuster les prix à la demande du marché et réduisent ainsi le niveau de sous-évaluation.

Egalement, il est important de noter le lien positif entre la taille de l'émission ou le montant des émissions et le niveau de sous-évaluation. Ce résultat confirme les travaux de Schertler (2003) et Franzke (2004) qui montrent une forte sous-évaluation pour les introductions dont le montant des émissions est important. Cependant, il s'oppose à celui de Broye (1998) constaté sur le second marché français. L'auteur explique que les offres de plus petite taille sont plus spéculatives et par conséquent souffrent d'un niveau de sous-évaluation plus important.

La taille de l'entreprise est la dernière variable de contrôle qui apparaît significative dans nos résultats. Nous constatons que lorsque l'entreprise est de grande taille, la sous-évaluation est moindre. Conformément à Broye (1998), Broye et Schatt (2003) et Mak et Kusandi (2002), la taille de l'entreprise est positivement associée à la valeur de la firme. Une entreprise de grande taille est supposée être caractérisée par un degré plus faible d'asymétrie informationnelle et une incertitude ex ante moins forte ; ce qui conduit à une sous-évaluation plus faible.

Le niveau de sous-évaluation croît lorsque l'entreprise financée est introduite par des procédures autres que la cotation directe ou le placement garanti.

Le niveau de sous-évaluation est plus élevé pour les introductions dont le montant d'émission est important.

Les entreprises de petite taille souffrent d'une plus forte sous-évaluation.

De nos résultats, il ressort une plus grande importance des caractéristiques de l'introduction en bourse pour l'évaluation des titres (relativement à l'implication des CI dans une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant). Seule la taille de la syndication est liée au niveau de sous-évaluation. Le taux de participation des CI au moment de l'introduction, leur participation au conseil d'administration, un système de rémunération incitatif n'ont pas d'impact sur le niveau de sous-évaluation. Seule la syndication apparaît comme un mécanisme de gouvernance permettant aux CI de réduire les coûts d'agence de la relation avec l'entrepreneur et ceux liés à la dilution du capital au moment de l'introduction en bourse.

Le type de procédure, la taille de l'émission et celle de la firme sont autant de variables qui déterminent le niveau de sous-évaluation. Nous ne pouvons affirmer l'influence de la réputation de la banque intermédiaire comme Broye (1998), ni celle du taux de cession des actionnaires d'origine dans le modèle disciplinaire.

En raison du faible nombre de variables de gouvernance significatives et de l'importance des variables de contrôle, nous nous interrogeons sur la contribution des CI à la préparation et au succès de l'introduction en bourse même ; d'où l'intérêt d'une analyse plus approfondie des apports des CI en ressources cognitives. Ainsi, la participation de ces derniers au processus de création de valeur peut être alors valorisée.

Après avoir analysé l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le niveau de sous-évaluation, nous en vérifions l'impact sur l'évaluation des titres faite par le marché ou encore sur la performance attendue de la firme l'année de l'introduction.

2.1.2. L'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le ratio de Marris (Market to Book)

Le ratio de Marris traduit la valeur accordée par le marché à l'entreprise en comparant la valeur de marché du titre à sa valeur comptable l'année de l'introduction. Conformément

au modèle théorique, nous nous attendons à une relation positive entre le ratio de Marris et la gouvernance de la relation CI / entrepreneur axée sur le contrôle ; ceci suppose que la qualité du « monitoring » des CI est appréciée par le marché.

2.1.2.1. Les propriétés du ratio de Marris

Le ratio de Marris prenant les valeurs suivantes : 0,1,..... fini partage les propriétés d'une variable discrète. Le ratio prend la forme d'une variable de dénombrement dont les valeurs sont comprises entre 0,52 et 30,52. Il requiert l'usage de la régression de Poisson. Cependant, l'égalité des deux premiers moments de la distribution n'est pas vérifiée $\{var (Y (X1, X2, \dots, Xp)) = \exp(a + b1X1 + b2X2 + \dots + bpXp)\}$...Le modèle de Poisson est donc ainsi invalidé par la présence d'une surdispersion des données.

Le modèle négatif binomial pallie ce problème en ajoutant à la forme log-linéaire un terme d'hétérogénéité non observée:

$$\ln v_i = \ln \lambda_i + \ln u_i = x_i \beta + \varepsilon_i$$

$$P (Y = y_i) = e^{-\lambda u_i} (\lambda u_i)^{y_i} / y_i!$$

2.1.2.2. Les résultats des régressions de Poisson

Le tableau ci-dessous présente les résultats des deux modèles testant l'impact de la gouvernance disciplinaire sur le ratio de Marris de la firme.

Tableau III.19 : les résultats de la régression de Poisson mesurant l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le ratio de Marris

	Modèle 1			Modèle 2		
	Coefficient	z	P>z	Coefficient	z	P>z
M.BOOK						
Constante	1,77	1,86	0,06*	2,58	2,75	0,01***
CI.CONS	0,02	1,91	0,06*			
CI.BLOC				0,32	1,05	0,29
CI.DIR	0,72	2,57	0,01***	0,84	2,90	0,00***
CI.VAR	0,00	-0,41	0,68	0,001	0,21	0,83
CA.SIZ	0,03	0,35	0,73	0,01	0,16	0,87
CI.CA	-0,01	-0,99	0,32	0,00	-0,48	0,63
IND.CA	0,00	0,45	0,66	0,00	0,47	0,64
P.OPT	-0,12	-0,43	0,67	0,16	0,58	0,56
NB.RND	0,08	1,18	0,24	0,02	0,23	0,82
SYN.SIZ	-0,19	-2,64	0,01***	-0,17	-2,34	0,02**
VAR.SYN	0,01	0,43	0,67	0,01	0,39	0,70
AC.PACT	0,17	0,65	0,51	0,06	0,24	0,81
TY.PROC	0,09	0,28	0,78	0,01	0,04	0,97
CY.IPO	-0,07	-0,41	0,68	-0,05	-0,27	0,79
TX.INS	-0,02	-1,69	0,09*	-0,03	-2,05	0,04**
RG.BQE	-0,04	-0,29	0,77	-0,07	-0,59	0,56
MKT.CAP	0,00	4,25	0,00***	0,00	4,16	0,00***
LN.ACT	-0,14	-1,68	0,09*	-0,17	-1,90	0,06*
SEC.ACT	0,76	2,80	0,01***	0,55	2,02	0,04**
Nombre d'observations	150			150		
Pseudo R²	20,68 %***			18,23 %***		
Log de vraisemblance	-160,95			-156,7		
Significativité (P)	0,000			0,000		
/lnalpha	-0,93			-0,769		
alpha	0,40			0,464		
Likelihood-ratio test of alpha	0					
chibar2(01)	131,45			166,62		
Prob>=chibar2	0,000					

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Les deux modèles affichent une très forte significativité et présentent un Pseudo-R² relativement modeste. Tout comme les modèles explicatifs de la sous-évaluation, les modèles 1 et 2 affichent des résultats significatifs identiques.

Nous trouvons une relation positive entre le taux de participation relatif des CI après l'introduction en bourse et le ratio de Marris.

Dans le modèle 1, nous trouvons que le ratio de Marris est significativement plus élevé lorsque le taux de participation des CI après l'introduction en bourse croît et qu'il reste relativement plus important que celui du dirigeant. Dans le modèle 2, nous constatons qu'au-delà d'un seuil de participation (33 %), le taux de participation des CI après l'opération n'est plus significatif. Seul, leur taux de participation relatif (par rapport à celui des dirigeants) a un impact positif sur l'évaluation de l'entreprise. Dans une telle configuration, une politique incitative de rémunération n'est pas utile voire nuisible puisqu'elle réduit la perception que le marché a de la firme. Un plan d'options sur actions implique l'existence de risques de conflits d'intérêt malgré la forte participation des CI relativement au dirigeant. La signature d'un pacte d'actionnaires n'est également pas nécessaire puisque la part relative du capital détenue par les CI permet à ces derniers de contrôler le dirigeant et éventuellement de négocier leur représentation au conseil d'administration...

Un nombre important de CI dans la syndication est négativement associé au ratio de Marris.
--

Ce résultat soutient H_{8a} et est conforme aux travaux de Filatotchev et al. (2006) qui soulignent les effets néfastes de la syndication. Une taille importante de la syndication engendre des problèmes de coordination pouvant réduire l'efficacité du contrôle de ces investisseurs. En comparant ce résultat à celui présenté précédemment (celui qui relie la taille de la syndication au niveau de sous-évaluation), nous nous interrogeons sur l'existence d'une taille optimale dans la syndication.

En dehors de la structure de propriété et de la syndication, aucun autre mécanisme de gouvernance ne ressort significatif. Contrairement aux prédictions du modèle et ceux obtenus par Gompers (1995), nous ne pouvons confirmer qu'un nombre de tours de table important favorise la réduction des conflits d'agence et conduit à limiter les problèmes d'asymétrie informationnelle desquels découle le comportement opportuniste du dirigeant.

Le conseil d'administration ne joue pas un rôle dans l'évaluation du titre l'année de l'introduction en bourse. Ce résultat ne soutient pas l'hypothèse H_{4c} ainsi que les études de Yermack (1996) et Chahine (2004) sur le marché français qui montrent qu'une taille importante du conseil réduit l'efficacité du contrôle des membres en raison des problèmes éventuels de coordination conduisant à un processus de décision moins efficace. Contrairement aux explications de Mak et Kusnadi (2005) et Bennedsen et al. (2008), nous ne pouvons vérifier que les conseils d'administration de plus petite taille ont une plus grande cohésion, parviennent à être plus productifs et à effectuer un contrôle plus efficace.

Pour ce qui concerne les variables de contrôle, le taux de cession des actionnaires d'origine, la taille de l'émission et celle de l'entreprise ainsi que son secteur d'activité ressortent significatives. Nous trouvons que le ratio de Marris a tendance à croître lorsque les actionnaires d'origine cèdent peu de titres lors de l'introduction en bourse. Ce résultat soutient l'hypothèse selon laquelle les opportunités de croissance de l'entreprise constituent un facteur explicatif majeur de la conservation de leurs actions par les actionnaires d'origine (Leland et Pyle, 1977). Par ailleurs, une entreprise de grande taille présente un ratio de Marris plus faible. Les entreprises évoluant dans les secteurs informatiques sont associées dans nos résultats à un ratio de Marris élevé ; ce qui traduit des opportunités de croissance plus favorables pour ces secteurs (Broye, 1998). Une entreprise avec une taille d'émission relativement importante affiche également un ratio de Marris plus élevé.

En revanche, nous ne pouvons confirmer l'influence de la réputation de la banque intermédiaire contrairement aux études de Carter et Master (1990), de Franzke (2004) et de Chahine et al. (2007) qui montrent que la réputation de la banque intermédiaire influence positivement la performance de l'introduction en bourse.

En définitive, le taux de participation relatif des CI par rapport aux dirigeants et le nombre de CI dans le capital sont les mécanismes de gouvernance influant sur la performance de l'entreprise appréhendée par le ratio de Marris.

En outre, la taille de l'émission, le taux de cession des actionnaires d'origine, la taille de l'entreprise et son secteur d'activité autant de caractéristiques de l'introduction en bourse qui ont une incidence sur le ratio de Marris.

Les derniers modèles concernent l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / entrepreneur sur la performance opérationnelle post-introduction de l'entreprise financée.

2.1.2. L'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur la performance opérationnelle post-introduction (variation de la performance opérationnelle)

Nous vérifions dans ce paragraphe les effets de l'implication des CI dans la gouvernance sur la performance opérationnelle post-introduction de l'entreprise. Celle-ci est mesurée par la variation du ROA exprimée en pourcentage. Une analyse préalable de la distribution de cette variable révèle une forte dispersion au niveau de l'échantillon ; ce qui peut avoir un effet sur le pouvoir explicatif du modèle testé. Un retraitement de cette variable est donc nécessaire. Il consiste à la transformer soit en une variable de logarithme, soit en une variable ordinale.

Nous avons procédé au recodage de la variable dans la mesure où la présence de logarithme sur les pourcentages (variation) a tendance à écraser les différences.

2.1.3.1. La transformation de la variable Δ .ROA

Le recodage de la variable Δ .ROA a été effectué sur la base d'un redécoupage de l'échantillon en plusieurs parties égales (25th quartile, 50th quartile, 75 quartile).

	25th percentile	50th percentile	75th percentile
Variation ROA	-47,15	-8,12	0

Les codes attribués à la variation de ROA sont les suivants :

Intervalle de Δ .ROA	Codes	Signification
] min ; -47,15%]	4	Très forte dégradation
]-47,15% ; -8,12%]	3	Forte dégradation
]-8,12% ; 0 %]	2	Dégradation moyenne
] 0% ; max]	1	Aucune dégradation

Le recodage de la variable Δ .ROA conduit à utiliser un modèle Logit ordonné pour les régressions (variable ordinale). Nous détaillons la méthodologie de cette régression dans le paragraphe suivant.

2.1.3.2. Le principe de modélisation du modèle Logit ordonné

Dans ce modèle, la variable à expliquer est une variable qualitative multinomiale dont les modalités sont hiérarchisées. Ces dernières indiquent l'appartenance de la variable à une classe ou à une catégorie. Comme dans un modèle Logit¹²², il s'agit d'une régression logistique qui suit une méthode de probabilité non linéaire et qui se base sur la fonction de distribution de seuils critiques de réaction.

2.1.3.3. Les résultats des modèles et l'interprétation

Dans notre étude, nous considérons qu'une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant réduit la probabilité d'avoir un déclin important de la performance opérationnelle l'année suivant l'introduction en bourse.

Dans le tableau III.20, sont présentés les résultats de la régression de Logit ordonnée.

Une lecture des résultats du tableau suivant permet de constater l'absence de signification de nos modèles. Très peu de variables en ressortent d'ailleurs significatives. Néanmoins, nous relevons les quelques variables significatives sans pour autant insister.

¹²² Les modèles de régression Logit et Probit partagent un grand nombre de spécifications. Cependant, le modèle Probit comporte davantage de contraintes de calcul.

Nous trouvons que la probabilité d'avoir un déclin de performance après l'introduction en bourse est plus forte pour les entreprises avec des conseils d'administration de petite taille. Par ailleurs, nos résultats montrent une dégradation plus importante de la performance opérationnelle pour les entreprises de grande taille et confirment ceux de Kim et al. (2002). En revanche, ils s'opposent à ceux de Serve (2007) qui montrent une relation négative entre la performance opérationnelle et la taille de l'entreprise.

Tableau III.20 : les résultats de la régression de Poisson mesurant l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur la variation de la performance opérationnelle

Δ .ROA	Modèle 1			Modèle 2		
	Coef.	z	P>z	Coef.	z	P>z
Constante	-2,923	6,508	-2,923	-3,554	6,328	-3,554
CI.CONS	0,228	0,460	0,642			
CI.BLOC				-0,337	-0,490	0,626
CI.DIR	-0,958	-1,370	0,170	-0,729	-1,070	0,286
CI.VAR	0,019	1,530	0,127	0,020	1,590	0,111
CA.SIZ	-0,578	-2,780	0,005***	-0,544	-2,660	0,008***
CI.CA	0,012	0,620	0,532	0,013	0,690	0,488
IND.CA	0,014	1,210	0,228	0,015	1,300	0,195
P.OPT	0,098	0,170	0,869	0,080	0,130	0,894
NB.RND	0,085	0,670	0,501	0,065	0,520	0,604
SYN.SIZ	0,015	0,110	0,914	0,060	0,430	0,671
VAR.SYN	-0,013	-0,590	0,553	-0,007	-0,330	0,745
AC.PACT	0,267	0,450	0,649	0,259	0,440	0,660
TY.PROC	-0,875	-1,230	0,219	-1,028	-1,420	0,155
CY.IPO	-0,930	-2,130	0,034**	-0,884	-2,020	0,044**
TX.INS	0,007	0,210	0,836	0,003	0,090	0,931
RG.BQE	0,669	2,190	0,029**	0,649	2,090	0,037**
MKT.CAP	-0,067	-0,200	0,845	-0,058	-0,170	0,864
LN.ACT	0,428	2,130	0,033**	0,448	2,230	0,026**
SEC.ACT	0,555	0,890	0,372	0,593	0,950	0,342
Nombre d'observations	150			150		
Pseudo R²	12,75 %			12,77 %		
Log de vraisemblance	-78,00			-77,99		
Significativité (P)	19,81			19,71		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Les deux dernières variables de contrôle qui ont une influence sur l'évolution de la performance opérationnelle de l'entreprise sont : le cycle du marché et la réputation de la banque introductrice.

Plus précisément, la dégradation de la performance opérationnelle est plus marquée lorsque les activités d'introduction en bourse sont moins denses. Ce résultat est assez intuitif puisqu'un ralentissement des activités d'introduction en bourse traduit parfois une crise économique subie par l'entreprise.

En revanche, nous observons une forte dégradation de la performance opérationnelle pour les entreprises introduites par des banques introductrices réputées.

Nous n'insistons pas sur les variables commentées en raison de l'absence de signification¹²³ du modèle.

Dans le but de clarifier les résultats obtenus, nous proposons ci-dessous un tableau de synthèse.

¹²³ Nous avons réalisé la même régression sur la variable Δ .ROA transformée en logarithme. Le modèle ne présente également aucune significativité ; ce qui indique la robustesse de nos résultats.

Tableau III.21 : la synthèse des résultats des régressions testant l'impact de la gouvernance disciplinaire sur la performance de l'introduction en bourse

N°hyp.	Hypothèses	Variable mesurée	Signe attendu	Signe Obtenu	Hypothèse
H _{3a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que les CI sont détenteurs de blocs de contrôle.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée
H _{3b}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le taux de participation conservé par les CI est élevé.	Ratio de Marris	+	+	Validée
H _{3c}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que la fraction d'actions conservées par les CI est relativement plus élevée (que celle du dirigeant).	Ratio de Marris	+	+	¹²⁴ Partiellement validée
H _{4a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil d'administration est composé d'un nombre important d'administrateurs indépendants.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée
H _{4b}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au nombre de CI dans le conseil d'administration.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée
H _{4c}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est liée à la taille du conseil d'administration.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	-	NS	Non validée
H ₅	Il existe une relation positive entre le recours aux plans d'options sur actions et la performance de l'introduction en bourse de la firme financée.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée
H ₆	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée au nombre de tours de table.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée
H _{7a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à la taille de la syndication.	Sous-évaluation Ratio de Marris	-	-	Validée
H _{7b}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à une faible variation de la taille de la syndication.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée
H _{8a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un système d'information comptable mis en place par les CI, qui permet une collecte régulière d'informations pertinentes.		+	Non testé	
H _{8a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à la présence de comités d'audit.		+	Non testé	
H ₉	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à l'existence d'un pacte d'actionnaires.	Sous-évaluation Ratio de Marris Variation du ROA	+	NS	Non validée

¹²⁴ L'hypothèse est partiellement validée ou infirmée lorsque le résultat est significatif uniquement dans le modèle 1 ou le modèle 2 des régressions.

Après avoir analysée la contribution d'une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant à la performance de l'introduction en bourse, nous testons dans le point suivant, l'impact d'une gouvernance axée sur le partage de connaissances.

2.2. Le modèle explicatif cognitif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI

A l'instar du modèle disciplinaire, nous vérifions l'impact de cette gouvernance sur le niveau de sous-évaluation, le ratio de Marris et enfin la variation de la performance opérationnelle de l'entreprise financée.

2.2.1. L'impact de la gouvernance cognitive sur le niveau de sous-évaluation

Dans le modèle théorique, nous avons évoqué une relation positive entre les apports des CI en ressources cognitives et la performance de la firme. En mobilisant des mécanismes de gouvernance structurés de manière à favoriser l'échange et le transfert de connaissances, la performance des firmes financées devrait être meilleure. Autrement formulé, grâce au niveau de compétences des membres du conseil, à la diversité des ressources cognitives de la firme, les firmes devraient bénéficier d'une moindre sous-évaluation.

Selon les résultats figurant dans le tableau III.22., le modèle testé n'est pas significatif et ne fait ressortir que deux variables de contrôle à savoir la réputation de la banque intermédiaire et la taille de l'émission. Nous trouvons cependant une relation négative entre le niveau de sous-évaluation et la réputation de la banque intermédiaire. Ce résultat confirme les travaux de Carter et Master (1990), de Franzke (2004) et de Chahine et al. (2007) qui montrent que la réputation de la banque intermédiaire influence positivement la performance de l'introduction en bourse. Il est d'ailleurs intéressant de constater que cette variable ne ressort que dans ce modèle cognitif; ceci montre l'importance du niveau d'expérience des banques introductrices (participant à leur réputation et la qualité de leurs

services) pour la réduction des coûts cognitifs dans l'évaluation des titres et pour la préparation de l'opération (prospectus, road show...).

Tableau III.22 : les résultats de la régression linéaire testant le lien entre la gouvernance cognitive des CI et le niveau de sous-évaluation

SOUS.EV	Coefficient	t-statistic	P>t
Constante	-55,742	-1,840	0,067
EXP.IPO	0,307	0,700	0,485
ADM.COMP	-0,252	-0,260	0,796
ADM.DIV	-2,349	-0,540	0,591
CAS.SYN	-1,200	-0,240	0,809
SYN.COMP	-1,164	-0,250	0,801
RH.PRO	-4,826	-1,480	0,142
TY.PROC	-1,155	-0,320	0,751
CY.IPO	0,826	0,390	0,700
TX.INS	-0,045	-0,330	0,741
RG.BQE	-2,889	-1,990	0,048**
MKT.CAP	4,503	3,000	0,003**
LN.ACT	-0,730	-0,710	0,476
SEC.ACT	3,961	1,340	0,183
Nombre d'observations		140	
R² ajusté		3 %	
F		1,38	
Significativité (P)		0,1742	

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Par ailleurs, il ressort de notre analyse une relation positive entre la taille de l'émission et le niveau de sous-évaluation. Ce résultat confirme les travaux de Schertler (2003) et Franzke (2004) réalisés sur le marché allemand ainsi que les modèles 1 et 2 relatifs à l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation contractuelle entre les CI et l'entrepreneur sur le niveau de sous-évaluation.

La validité générale de notre modèle est très insatisfaisante et permet de souligner la très faible pertinence d'une gouvernance axée sur l'échange et le transfert des connaissances pour l'explication du niveau de sous-évaluation. Ni le niveau d'expériences des CI en matière

d'introduction en bourse, ni les compétences des administrateurs et celle des membres de la syndication a une incidence sur le niveau de sous-évaluation.

Suite à ces résultats insatisfaisants, nous vérifions si la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur a un impact sur le ratio de Marris.

2.2.2. L'impact de la gouvernance cognitive sur le ratio de Marris

Comme nous l'avons décrit dans la section précédente, le ratio de Marris, variable dépendante est une variable quantitative qui suit les propriétés d'une variable qualitative. Par conséquent, la régression binomiale négative suivant la loi de Poisson est la régression la plus adéquate.

Le [tableau III.23](#) détaille les résultats de la régression de Poisson.

Tableau III.23 : les résultats de la régression de Poisson testant le lien entre la gouvernance cognitive des CI et le ratio de Marris

M.BOOK	Coefficient	z-statistic	P>z
Constante	-10,384	-14,570	0,000
EXP.IPO	0,025	2,340	0,019**
ADM.COMP	0,09	1,55	0,14
ADM.DIV	-0,33	-1,66	0,10*
CAS.SYN	-0,308	-2,330	0,020**
SYN.COMP	0,218	1,760	0,078*
RH.PRO	-0,115	-1,480	0,139
TY.PROC	0,370	1,7	0,089
CY.IPO	-0,05	-0,38	0,703
TX.INS	0,007	2,260	0,024**
RG.BQE	0,315	9,280	0,000***
MKT.CAP	0,661	20,020	0,000***
LN.ACT	-0,258	-10,010	0,000***
SEC.ACT	0,970	12,140	0,000***
Nombre d'observations.	140		
Log de vraisemblance	-412,81		
Pseudo R²	15,1 %***		
Significativité (P)	0,000		
/lnalpha	-0,32		
alpha	0,73		
Likelihood-ratio test of alpha	0		
chibar2(01)	848,45		
Prob>=chibar2	0,00		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Le modèle relatif à l'impact de la gouvernance cognitive sur le niveau du ratio de Marris fait ressortir un nombre plus important de variables significatives.

A l'exception de la variable RH.PRO qui teste l'impact de la professionnalisation de la fonction des ressources humaines et celle liée à la complémentarité des compétences des membres du conseil, toutes les autres variables de gouvernance ainsi que certaines caractéristiques de l'introduction en bourse ont une incidence sur le ratio de Marris.

Remarquons que les caractéristiques de l'opération affichent en moyenne des coefficients

plus élevés que les variables de gouvernance. Elles contribuent plus amplement à l'explication du ratio de Marris.

Dans les hypothèses H_{12} , H_{13a} , H_{13b} , H_{14a} et H_{14b} , nous avons supposé que le niveau d'expériences des CI, le niveau de compétence des administrateurs, l'existence d'une syndication et la diversité des compétences entre les membres du conseil d'administration et ceux de la syndication influencent positivement la performance de l'introduction en bourse. Nos résultats ne soutiennent que partiellement ces hypothèses.

Nous trouvons une relation positive entre le niveau relatif d'expériences des CI en matière d'introduction en bourse et le ratio de Marris.

Confirmant les travaux de Lerner (1994) et soutenant nos prédictions théoriques, ce résultat montre l'importance du niveau d'expertise des CI. Comme l'explique Lantz (1999), les CI ayant introduit en bourse un nombre important d'entreprises bénéficient d'expertise grâce à l'expérience cumulée qui leur confère une meilleure maîtrise du processus d'introduction en bourse et une connaissance des informations pertinentes à signaler sur les prospectus d'introduction.

En revanche, nous ne pouvons confirmer que la présence d'administrateurs compétents au conseil a une influence positive sur le ratio de Marris. Contrairement à Sorenson et Stuart (2001) et Brander et al. (2002), l'expérience des administrateurs dans des secteurs d'activité similaires à ceux des entreprises financées n'accroît pas leur expertise sectorielle pour l'apport de conseils opérationnels et stratégiques.

La diversité des compétences apparaît dans nos résultats comme une variable qui affecte négativement la performance de l'entreprise.

Contrairement à Filatotchev et Bishop (2002), nous trouvons que la diversité des compétences dans le conseil d'administration a une incidence négative sur le ratio de Marris. Ce résultat qui s'oppose à nos prédictions peut s'expliquer par les effets pervers de la diversité. Celle-ci rend parfois difficile l'intégration d'idées nouvelles ; d'où l'émergence de conflits cognitifs à effet néfaste. Nous nous interrogeons également sur la mesure de la variable ADM.DIV ; elle n'est peut être pas suffisamment précise.

La dernière variable de gouvernance qui ressort significative dans notre modèle est liée à la syndication. Nos résultats révèlent que la syndication n'est appréciée par le marché que lorsqu'elle est composée de membres dont les compétences sont complémentaires.

Il existe une relation négative entre la syndication et le ratio de Marris.

Le ratio de Marris est d'autant plus élevé que les membres de la syndication ont des compétences complémentaires.

Plus précisément, la relation négative obtenue dans la régression entre la syndication et le ratio de Marris montre que la syndication (CAS.SYN) est perçue par le marché comme un signal négatif probablement, en raison des risques d'agence importants pouvant émerger entre les membres de la syndication (Bruton et al. 2009) ou de l'association de la syndication à un niveau élevé de risque de projet. Pour être source de création de valeur, elle doit alors favoriser le partage de compétences entre les dirigeants et les CI, puis entre les investisseurs eux-mêmes ; d'où l'importance du critère de complémentarité des compétences pour construire une syndication (SYN.COMP).

Contrairement à nos prédictions, la professionnalisation de la fonction des ressources humaines n'a pas d'incidence sur le ratio de Marris ; ce qui implique qu'elle n'est pas valorisée par le marché.

Soulignons l'importance des caractéristiques de l'opération en plus des variables de gouvernance.

La taille de l'émission (MKT.CAP) est positivement corrélée au ratio de Marris. Ce ratio est plus important lorsque l'entreprise est de petite taille (LN.ACT) et qu'elle évolue dans le secteur de services informatiques (SEC.ACT) où les opportunités de croissance sont plus fortes. Il est également intéressant de noter la relation positive entre la réputation de la banque introductrice (RG.BQE) et le ratio de Marris (Carter et Mansater, 1990). Ces résultats confirment ceux obtenus dans les modèles 1 et 2 testant l'impact de la gouvernance disciplinaire sur le ratio de Marris (p. 300-302). Par conséquent, nous ne les discutons pas afin d'éviter les redondances.

Les deux derniers résultats qui ressortent significatifs et divergent des modèles testés précédemment sont liées au taux de cession des insiders ou des actionnaires d'origine et le cycle du marché. Nous trouvons à l'inverse du modèle de Leland et Pyle (1977), une relation positive entre le taux de cession des actionnaires d'origine et le ratio de Marris. Cette relation positive ne permet pas de valider l'hypothèse selon laquelle les opportunités de croissance de l'entreprise constituent un facteur explicatif majeur des cessions d'actions par les actionnaires d'origine. Comme Bruton et al. (2009) le précisent, une classification par type d'« insiders » (dirigeants, CI et autres) permettrait de mieux analyser l'impact du taux de cession des actionnaires d'origine sur la performance de l'introduction en bourse.

Le dernier modèle teste l'impact de la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur sur la variation de la performance opérationnelle.

2.2.3. L'impact de la gouvernance cognitive sur la variation de la performance opérationnelle

Tableau III.24 : les résultats de la régression logistique testant le lien entre la gouvernance cognitive des CI et la dégradation de la performance opérationnelle

Δ .ROA	Coefficient	z-statistic	P>z
Constante	-1,641	3,500	1,26
EXP.IPO	-0,047	-0,990	0,321
ADM.COM	-0,083	-0,820	0,413
ADM.DIV	-0,056	-0,120	0,908
CAS.SYN	0,541	0,990	0,324
SYN.COMP	-0,224	-0,440	0,661
PRO.RH	-0,058	-0,150	0,878
TY.PROC	-0,606	-1,530	0,127
CY.IPO	0,045	0,190	0,850
TX.INS	-0,001	-0,060	0,954
RG.BQE	-0,114	-0,680	0,496
MKT.CAP	-0,084	-0,480	0,629
LN.ACT	0,042	0,380	0,702
SEC.ACT		140	
Log de vraisemblance		-184,5	
Pseudo R ²		4,5 %	
P		0,48	

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Le niveau très faible du R² et l'absence de significativité des variables montrent que le modèle cognitif de la gouvernance de la relation CI / entrepreneur que nous avons proposé est peu pertinent¹²⁵ pour expliquer l'évolution de la performance opérationnelle des firmes financées.

Nous résumons les résultats relatifs au modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse dans le tableau suivant.

¹²⁵ Nous restons prudents dans notre discussion dans la mesure où le modèle devient significatif à peine à 10 % lorsque le variable Δ .ROA est transformée en logarithme. Ce dernier modèle montre une variation de performance opérationnelle plus importante (plutôt une hausse qu'une dégradation) pour les CI ayant une plus grande expérience en matière d'introduction en bourse et pour les banques intermédiaires de bonne qualité.

Tableau III.25 : la synthèse des résultats des régressions testant l'impact de la gouvernance cognitive sur la performance de l'introduction en bourse

N° hyp	Hypothèses	Signe attendu	Signe Obtenu	Hypothèse
H₁₂	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement associée à la présence de CI disposant d'expériences importantes en matière d'introduction en bourse.	+	+	Validée
H_{13a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil des firmes financées est composé d'administrateurs compétents.	+	NS	Non validée
H_{13b}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que le conseil des firmes financées est composé d'administrateurs aux compétences diverses.	+	-	Infirmée
H_{14a}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est positivement liée à la syndication.	+	-	Infirmée
H_{14b}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée que la syndication est composée de CI aux compétences complémentaires.	+	+	Validée
H_{15a}	La probabilité d'avoir une professionnalisation de la fonction des Ressources Humaines est plus élevée chez les entreprises soutenues par des CI.	+	NS	Non validée
H_{15b}	La performance de l'introduction en bourse de la firme financée est d'autant plus élevée qu'il existe une professionnalisation de la fonction des Ressources Humaines dans les entreprises financées	+	NS	Non validée

Conclusion du Chapitre 8

Ce chapitre avait essentiellement pour objectif de vérifier d'une part le modèle disciplinaire expliquant la performance de l'introduction en bourse des firmes financées, et d'autre part le modèle cognitif.

Dans le modèle disciplinaire, la principale hypothèse soutient qu'une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant et l'alignement de ses intérêts sur ceux des CI conduit à une réduction des coûts d'agence de la firme, et de ce fait à une maximisation de la valeur de l'entreprise. Une forte implication des CI dans la gouvernance de l'entreprise financée au moment de l'introduction en bourse contribue donc à la performance de l'opération en réduisant les coûts d'agence découlant de la dilution du capital.

Dans le modèle cognitif, nous supposons que la gouvernance axée sur le partage des connaissances conduit à une meilleure performance de l'entreprise, surtout lors de l'introduction en bourse où l'expertise des CI permet aux dirigeants de mieux préparer l'opération.

Avant de tester chaque modèle, nous avons considéré les facteurs pouvant influencer le niveau d'implication des CI dans la gouvernance de l'entreprise.

Dans le modèle disciplinaire, il apparaît que l'intensité du contrôle des CI est en partie liée au niveau des conflits d'agence entre les dirigeants et les CI. Un taux important de participation des dirigeants est associé à un faible niveau du contrôle exercé par les CI (H1a). Plus la taille de l'entreprise est élevée, plus le contrôle des CI est serré (H1b). Parallèlement, l'hypothèse liée au niveau d'asymétrie informationnelle est faiblement soutenue car une seule variable ressort significative : le niveau d'expériences managériales du dirigeant (H2a). Un dirigeant ayant des expériences limitées en tant que manager est davantage contrôlé par les CI.

Alors que la gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant est liée aux caractéristiques du dirigeant et celle de la firme, la gouvernance privilégiant le partage de connaissances dépend principalement de la connaissance qu'ont les CI de la firme (H11a), du niveau d'expériences de métier des CI (H11b), de leur degré de spécialisation qui leur confère une expertise sectorielle (H11c). Elle est également liée aux intérêts financiers (H11d) et le type de secteur (H10c).

Les modèles disciplinaire et cognitif expliquant la performance de l'introduction font ressortir l'influence des caractéristiques de l'introduction telles que le type de procédure, la réputation de la banque intermédiaire, le taux de cession des actionnaires d'origine et la taille de l'émission.

En plus de ces facteurs, les mécanismes de gouvernance apparaissent significatifs.

Dans l'approche disciplinaire, uniquement la taille de la syndication et le taux de participation des CI après l'introduction en bourse influencent le niveau de sous-évaluation et le ratio de Marris.

Dans l'approche cognitive, le niveau d'expérience des CI présents dans le capital (en matière d'introduction en bourse), la diversité des ressources au sein du conseil d'administration et de la syndication ont une incidence sur le ratio de Marris.

Les modèles explicatifs de la variation de la performance opérationnelle ne sont pas significatifs dans l'approche disciplinaire tout comme l'approche cognitive.

Ayant considéré séparément l'impact des deux modèles, nous nous interrogeons sur les effets de la contribution des CI dans une approche synthétique de la gouvernance.

CHAPITRE 9 : LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE – UNE APPROCHE SYNTHETIQUE

Dans ce chapitre, l'objectif est de vérifier conjointement l'impact des deux dimensions de la gouvernance de la relation CI / dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse. Conformément à la démarche adoptée dans le chapitre précédent, nous analysons en premier lieu les facteurs explicatifs du niveau d'implication des CI dans la gouvernance de la firme, puis nous abordons l'impact de leur implication sur le niveau de sous-évaluation, du ratio de Marris et sur la variation de la performance opérationnelle.

Section 1 : Les déterminants du niveau d'implication des CI

Empiriquement, nous définissons l'implication des CI dans une approche synthétique de la gouvernance comme la somme des indices de la gouvernance disciplinaire et cognitive résultant des modèles précédents. Nous obtenons une nouvelle variable tronquée qui requiert l'usage de la régression de Poisson. Les conditions d'égalité des deux premiers moments de la distribution sont respectées.

Dans le [tableau III.26](#) sont présentés les résultats de la régression traitant des facteurs explicatifs de l'implication des CI dans la gouvernance de la relation.

Tableau III.26 : la régression testant l'influence des facteurs explicatifs sur l'implication des CI

GOUV.SYNT	Coefficient	Z	P>z
Constante	11,32	3,31	0,001
ST.DVPT	0,41	0,73	0,47
LN.ACT	0,83	2,44	0,017**
END.CP	0,003	0,05	0,957
INT.ACT	-0,05	-1,73	0,087*
SEC.DYN	1,74	1,63	0,10*
K.DIR¹²⁶	-0,087	-4,63	0,000***
EXP.DIR	-1,59	-2,12.18	0,037**
EXP.SPEC	1,20	8,54	0,000***
EXP.CI	2,23	4,00	0,000***
DEG.SPEC	1,49	0,99	0,324
IND.AFF ¹²⁷	-0,52	-0,53	0,599
Nombre d'observations	112		
Log de vraisemblance	-335,7		
Significativité (P)	0,0000		
Pseudo R²	55,2 %***		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Nous soulignons avant tout la très forte significativité du modèle avec un Pseudo R² relativement plus important de 55,20 % ; la qualité de validité générale du modèle est par conséquent plus satisfaisante. Globalement, il apparaît que les divergences d'intérêt, les niveaux d'asymétrie d'information et de connaissances et l'expérience des CI déterminent le niveau d'implication des CI dans la gouvernance de la firme. Ces dernières variables traduisent les caractéristiques des entreprises, celles du dirigeant et des CI.

La taille de l'entreprise, son niveau d'actifs intangibles et le caractère dynamique de son secteur d'activité ont une influence sur le niveau d'implication des CI dans le système de gouvernance. De même, le taux de participation du dirigeant et son niveau d'expériences ont une incidence sur l'implication des investisseurs. En ce qui concerne les CI, leur niveau d'expériences dans le métier ainsi que leur connaissance de l'entreprise et leur taux de participation accroît leur expertise en matière de surveillance et de soutien aux dirigeants.

¹²⁶ Les variables K.DIR et K.CI sont étroitement liées. En raison des problèmes de multicollinéarité, nous n'avons retenu que la variable K.DIR.

¹²⁷ Les variables IND.AFF et CI.INDS sont étroitement liées. En raison des problèmes de multicollinéarité, nous ne tenons compte que de la variable IND.AFF qui tient compte de manière indirecte de la variable CI.INDS.

Lorsque l'entreprise évolue dans un secteur d'activité dynamique et que sa taille est grande, les CI s'impliquent davantage dans la gouvernance de la société soutenue. Lorsque le taux de participation du dirigeant expérimenté en matière de gestion est important, les CI sont moins actifs dans la gouvernance de l'entreprise. Enfin, l'expérience spécifique des CI et leur expérience dans le métier (de capital-investissement) sont associées à une plus grande implication dans la gouvernance de l'entreprise. Ces résultats conformes à ceux d'Elango et al. (1995), Sapienza et al. (1996), Jain (2001) confirment ceux détaillés dans le chapitre précédent à l'exception du niveau d'actifs tangibles qui ressort significatif.

Nous trouvons une plus faible implication des CI dans les firmes ayant un niveau élevé d'actifs intangibles. En d'autres termes, les CI exercent une plus grande surveillance du dirigeant et apportent davantage de ressources cognitives pour les entreprises ayant un niveau d'actifs intangibles relativement faible. Ce résultat s'oppose à celui de Gompers (1995) qui trouve une relation positive entre le niveau d'actifs intangibles des firmes et le niveau de surveillance des CI. Cette différence de résultat peut s'expliquer par la configuration de ce modèle qui tient compte des aspects aussi bien disciplinaires que cognitifs de l'implication des CI dans la gouvernance de l'entreprise. Ne ressortant que dans une gouvernance synthétique, ce résultat montre que le niveau d'actifs intangibles des firmes n'est pas uniquement lié aux problèmes d'asymétrie d'information et au comportement opportuniste de l'entrepreneur. Il est aussi relié à une dimension cognitive, celle du potentiel de croissance et d'innovation de la firme. Une firme ayant un niveau élevé d'actifs intangibles dispose de plusieurs ressources lui permettant de facilement avoir et de maintenir un avantage concurrentiel sur le marché (telles que les brevets, les marques...) ; dans ce cas, le potentiel d'innovation de la firme peut être si important qu'il nécessite peu d'apports des CI en termes de ressources cognitives. Les problématiques d'asymétrie informationnelle sont plus prononcées par le caractère dynamique du secteur d'activité en raison de l'environnement changeant ; ce qui nécessite une plus grande implication des CI dans la surveillance du dirigeant et de l'activité de la firme (mais également dans l'assistance aux dirigeants).

En somme, le niveau d'implication des CI en matière de gouvernance est lié à la taille, au niveau d'actifs intangibles, au caractère dynamique du secteur d'activité de la firme ; également au taux de participation du dirigeant ainsi que de son niveau d'expériences managériales, et enfin du niveau d'expérience spécifique des CI, de leurs intérêts financiers ainsi que de leur expérience dans la profession.

Dans la section suivante, nous nous intéressons à l'impact simultané de la gouvernance disciplinaire et cognitive des CI sur la performance des firmes financées.

Section 2 : Les effets de l'implication des CI sur la performance de l'introduction en bourse

Le nombre important de variables de gouvernance risque d'engendrer des problèmes de multi-colinéarité pouvant nuire aux résultats de nos régressions. Nous analysons donc les VIF des régressions en considérant toutes les variables de gouvernance des modèles disciplinaire et cognitif, explicatifs de la performance de l'introduction en bourse.

Nous remarquons une forte relation entre la variable ADM.COMP, INDP.CI et CA.SIZ.

Par conséquent, nous éliminons la variable CA.SIZ (la taille du conseil) liant les deux variables ADM.COMP (le nombre de membres compétents au conseil) et INDP.CI (la proportion des indépendants au conseil).

Tableau III.27 : la régression testant l'influence de l'implication des CI sur le niveau de sous-évaluation

	Modèle 1			Modèle 2		
	Coefficient	t-statistic	P>t	Coefficient	t-statistic	P>t
SOUS.EV						
Constante	-181,65	-3,41	0,02	-163,36	-3,28	0,01
CI.CONS	0,33	1,70	0,09*			
CI.BLOC				8,02	1,43	0,16
CI.DIR	6,22	0,98	0,33	7,85	1,32	0,19
CI.VAR	-0,11	-1,15	0,26	-0,03	-0,40	0,69
CI.CA	0,28	1,43	0,16	0,23	1,21	0,23
IND.CA	-0,18	-1,29	0,20	-0,21	-1,50	0,14
P.OPT	-8,27	-1,46	0,15	-6,18	-1,13	0,26
NB.RND	0,91	0,63	0,53	0,39	0,30	0,77
SYN.SIZ	-3,72	-2,61	0,01***	-3,64	-2,72	0,01***
VAR.SYN	0,13	0,55	0,58	0,10	0,43	0,67
AC.PACT	-4,35	-0,83	0,41	-4,53	-0,89	0,38
EXP.IPO	0,11	0,14	0,89	-0,07	-0,09	0,93
ADM.COMP	-2,22	-0,93	0,36	-1,75	-0,76	0,45
ADM.DIV	-4,91	-0,53	0,60	-0,90	-0,10	0,92
SYN.COMP	5,42	0,83	0,41	3,41	0,54	0,59
RH.PRO	-3,29	-0,52	0,61	-1,91	-0,30	0,76
TY.PROC	13,20	1,86	0,07*	12,40	1,78	0,08*
CY.IPO	0,00	0,00	1,00	-0,24	-0,07	0,95
TX.INS	0,21	0,74	0,46	0,30	1,13	0,26
RG.BQE	2,09	-0,83	0,41	2,73	-1,12	0,27
MKT.CAP	10,49	3,92	0,00***	9,94	3,84	0,00***
LN.ACT	-3,81	-2,09	0,04**	-3,61	-2,04	0,05**
SEC.ACT	6,11	0,99	0,33	3,23	0,54	0,59
Nombre d'observations	112			112		
R² ajusté	9,77 %			9,79 %		
F	1,40			1,42		
Significativité (P)	0,1539			0,1449		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Comme présenté dans la section 2 du chapitre précédent, nous avons effectué deux modèles 1 et 2 qui testent séparément les variables CI.CONS et CI.BLOC en raison des problèmes de multi-colinéarité.

Les résultats du tableau III.27 montrent que ces deux modèles ne sont pas significatifs.

Parmi les mécanismes de gouvernance, seule la variable SYN.SIZ liée aux mécanismes de gouvernance ressort significative dans les deux modèles. La variable CI.CONS n'étant présente que dans le premier modèle montre un niveau de sous-évaluation plus important lorsque le taux de conservation de titres des CI reste élevé.

Pour ce qui concerne les variables de contrôle, le type de procédure (TY.PROC), la taille de l'émission (MKT.CAP) ainsi que le secteur d'activité de la firme (SEC.ACT) sont significatives. Nous n'insistons pas plus amplement ces résultats en raison de l'absence de signification des modèles. Par ailleurs, aucun nouveau résultat n'y apparaît (par rapport aux modèles testés dans le chapitre 8).

Cependant, nous nous interrogeons sur la perte de signification des modèles 1 et 2 de la sous-évaluation (par rapport aux résultats des modèles 1 et 2 dans l'approche disciplinaire ; cf. chapitre 8). Nous constatons un nombre plus faible d'observations sur lequel les tests ont été réalisés (une perte de 25 % de l'échantillon de travail utilisé dans le chapitre 8) ; ce qui peut expliquer la différence de résultat.

Par-delà les considérations économétriques, la question de la pertinence d'une gouvernance synthétique pour l'explication du niveau de sous-évaluation se pose. Les deux variables de gouvernance ressortant significatives (CI.CONNS et SYN.SIZ) sont plutôt liées à l'argument disciplinaire (le taux de participation des CI après l'introduction en bourse et le nombre de CI dans le capital). Autrement formulé, le degré de sous-évaluation est influencé par le niveau de surveillance exercée par les CI ; ce qui peut s'expliquer par le contexte d'asymétrie informationnelle qui environne l'opération d'introduction.

Nous vérifions par la suite l'impact de l'implication des CI sur le niveau du ratio de Marris.

Tableau III.28 : la régression testant l'influence de l'implication des CI sur le ratio de Market to book

M.BOOK	Modèle 1			Modèle 2		
	Coefficient	z	P>z	Coefficient	Z	P>z
Constante	-5,65	-2,13	0,03	-4,191	-1,550	0,120
CI.CONS	0,02	1,83	0,07*			
CI.BLOC				0,430	1,240	0,217
CI.DIR	0,60	1,77	0,08*	0,714	2,040	0,042**
CI.VAR	0,00	-0,85	0,40	0,000	-0,030	0,973
CI.CA	0,00	0,18	0,86	0,005	0,540	0,588
IND.CA	0,00	-0,03	0,98	-0,005	-0,220	0,827
P.OPT	-0,39	-1,32	0,19	-0,162	-0,540	0,588
NB.RND	0,13	1,57	0,12	0,054	0,720	0,475
SYN.SIZ	-0,18	-2,28	0,02**	-0,176	-2,160	0,030**
VAR.SYN	0,02	1,25	0,21	0,012	0,900	0,369
AC.PACT	0,19	0,65	0,51	0,133	0,450	0,656
EXP.IPO	0,08	2,3	0,02**	0,056	2,080	0,04**
ADM.COMP	-0,09	-0,23	0,82	-0,155	-0,400	0,693
ADM.DIV	-0,41	-0,93	0,35	-0,195	-0,410	0,679
SYN.COMP	0,483	2,480	0,013**	0,333	1,730	0,084*
RH.PRO	-0,179	0,980	0,326	-0,055	-0,320	0,753
TY.PROC	0,29	0,83	0,41	0,176	0,480	0,629
CY.IPO	0,01	0,08	0,94	0,061	0,320	0,748
TX.INS	-0,02	-1,09	0,28	-0,018	-1,270	0,203
RG.BQE	-0,07	-0,47	0,64	-0,135	-0,930	0,352
MKT.CAP	0,44	3,84	0,00***	0,427	3,540	0,000***
LN.ACT	-0,22	-2,39	0,02**	-0,230	-2,420	0,016***
SEC.ACT	0,76	2,43	0,02**	0,520	1,640	0,101*
Nombre d'observations	112			112		
Pseudo R²	20,49 %			16,11 %		
Log de vraisemblance	-182,78			-197,92		
Significativité (P)	0,000***					
/lnalpha	-0,74			-0,59		
alpha	0,47			0,55		
Likelihood-ratio test of alpha	0					
chibar2(01)	158,64			203,59		
Prob>=chibar2	0,000					

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Les résultats des régressions montrent que la performance de l'introduction en bourse, mesurée par le ratio de Marris est influencée aussi bien par des variables de gouvernance disciplinaires que des variables cognitives.

En considérant uniquement les variables significatives des deux modèles, il apparaît que la structure de propriété permet aux CI de contribuer à la performance de l'introduction en

bourse aussi bien dans une approche disciplinaire que cognitive. Nous trouvons un ratio de Marris plus élevé lorsque les CI qui conservent un taux de participation élevé, relativement plus que celui du dirigeant (au moment de l'introduction en bourse), et qui disposent d'une forte expérience en matière d'introduction en bourse. En conservant un taux de participation relativement important, les CI maintiennent un pouvoir décisionnel et peuvent plus facilement apporter des ressources cognitives ; d'où l'incidence positive de ces variables sur le ratio de Marris.

La syndication est la seconde variable faisant ressortir les arguments aussi bien disciplinaires que cognitifs de la théorie de la gouvernance. La taille de la syndication est négativement corrélée au ratio de Marris alors que la complémentarité des compétences des membres influence positivement la performance de l'entreprise introduite. Le nombre de CI dans la syndication est donc limité afin de permettre une meilleure cohésion et d'éviter d'importantes divergences de perceptions et d'intérêts. Par ailleurs, un nombre important de CI conservant leurs titres lors de l'introduction en bourse limite le nombre de nouveaux entrants dans le capital ; ce qui affecte négativement l'évaluation des titres par le marché.

En ce qui concerne le conseil d'administration, ni l'aspect cognitif, ni l'aspect cognitif ressort significatif.

En tant que variables de contrôle, la taille de l'émission, la taille de l'entreprise ainsi que son secteur d'activité ont un impact sur le ratio de Marris.

Les derniers tests traitent de la relation entre le niveau d'implication des CI dans la gouvernance et la variation de la performance opérationnelle de l'entreprise financée.

Une lecture des résultats montre le faible pouvoir explicatif de la théorie synthétique de la gouvernance pour comprendre l'évolution de la performance opérationnelle des firmes financées. Les deux modèles présentés dans le [tableau III.29](#) n'ont pas de signification et par conséquent, peu de variables y ressortent significatives.

Tableau III.29 : la régression testant l'influence de l'implication des CI sur la variation de la performance opérationnelle

Δ .ROA	Modèle 1			Modèle 2		
	Coefficient	z	P>z	Coefficient	z	P>z
Constante						
CI.CONS	0,02	0,75	0,45			
CI.BLOC				0,41	0,64	0,52
CI.DIR	-1,16	-1,67	0,10*	-1,00	-1,62	0,10*
CI.VAR	0,01	1,11	0,27	0,01	1,50	0,13
CI.CA	0,02	1,11	0,27	0,01	0,59	0,55
IND.CA	-0,03	-1,70	0,09*	-0,03	-1,84	0,07*
P.OPT	0,42	0,72	0,47	0,49	0,93	0,35
NB.RND	0,12	0,85	0,40	0,13	1,06	0,29
SYN.SIZ	-0,04	-0,25	0,80	-0,05	-0,39	0,70
VAR.SYN	-0,02	-0,67	0,50	-0,01	-0,55	0,59
AC.PACT	0,08	0,14	0,89	0,36	0,64	0,52
EXP.IPO	-0,03	-0,32	0,75	-0,04	-0,57	0,57
ADM.COMP	-0,81	-2,82	0,01**	-0,68	-2,54	0,01**
ADM.DIV	0,81	0,82	0,41	1,18	1,23	0,22
SYN.COMP	-0,29	-0,39	0,70	-0,52	-0,71	0,48
RH.PRO	1,02	1,48	0,14	1,01	1,50	0,14
TY.PROC	-0,66	-0,92	0,36	-0,50	-0,70	0,48
CY.IPO	0,67	1,68	0,09*	0,72	1,80	0,07*
TX.INS	0,01	0,37	0,71	0,03	1,17	0,24
RG.BQE	0,60	1,96	0,05**	0,66	2,23	0,03**
MKT.CAP	-0,30	-0,95	0,34	-0,23	-0,74	0,46
LN.ACT	0,35	1,65	0,10*	0,32	1,56	0,12
SEC.ACT	0,24	0,36	0,72	0,13	0,21	0,84
Nombre d'observations	112			112		
Pseudo R²	12,21 %			10,29 %		
Log de vraisemblance	-86,24			-93,21		
Significativité (P)	0,342			0,498		

*significatif au seuil de 10 % ; ** significatif au seuil de 5 % ; *** significatif au seuil de 1%

Parmi les variables de gouvernance significatives¹²⁸, seul le conseil d'administration présente des arguments financiers et cognitifs. Nous trouvons une dégradation de la performance économique plus importante lorsque la proportion d'administrateurs indépendants et compétents est relativement faible.

La variable CI.DIR soutient plutôt l'argument disciplinaire. Elle montre que le déclin de la performance opérationnelle est encore plus marqué lorsque la fraction d'actions conservées par les CI est relativement plus faible (que celle conservée par les dirigeants-entrepreneurs).

¹²⁸ Ces résultats sont robustes puisqu'ils ne sont pas significatifs lorsque la variable dépendante Δ .ROA est transformée en logarithme.

Conclusion du Chapitre 9

Ce chapitre a eu pour objectif de montrer dans quelle mesure l'implication des CI dans la gouvernance des firmes financées (dans une approche disciplinaire et cognitive) influence la performance des entreprises introduites en bourse.

Nous montrons que le niveau d'implication des CI dans la gouvernance de l'entreprise varie selon la taille de la firme, son niveau d'actifs intangibles, le caractère dynamique du secteur d'activité, le taux de participation du dirigeant dans le capital ainsi que son niveau d'expérience et enfin, l'expérience des CI (aussi bien spécifique que générale). Autrement formulé, le niveau d'implication des CI dans la gouvernance de l'entreprise dépend aussi bien des risques d'agence que des asymétries de connaissance entre les CI et les dirigeants pouvant conduire à des conflits cognitifs « destructeurs » mais également des conflits d'intérêt.

L'implication active des investisseurs en capital dans la gouvernance revêt ainsi une dimension aussi bien disciplinaire que cognitive, contribuant ainsi à expliquer la performance de l'introduction en bourse. Notamment, la structure de propriété et la syndication apparaissent comme les deux mécanismes de gouvernance significatifs qui influencent positivement le niveau du ratio de Marris. L'entreprise financée est positivement évaluée par le marché lorsque les CI conservent une forte participation dans le capital au moment de l'introduction en bourse et que ces derniers bénéficient d'une forte expérience en matière d'introduction en bourse. De même, la syndication apparaît aussi bien comme un levier de contrôle qu'un vecteur d'acquisition de compétences influençant positivement la performance de l'introduction en bourse (Wijbenga et al. 2007). Un nombre relativement limité de co-investisseurs ayant des compétences complémentaires permet de mieux surveiller le dirigeant et facilite le partage de connaissances.

Notons par ailleurs que seul l'aspect disciplinaire de l'implication des CI a tendance à être lié au niveau de sous-évaluation de l'entreprise. Cependant, la qualité du modèle est peu satisfaisante.

Quant à la variation de la performance opérationnelle, il apparaît que ni les arguments disciplinaires et cognitifs de la gouvernance expliquent la performance opérationnelle de l'entreprise. Même si la forte présence des CI au moment de l'introduction en bourse, ou encore la diversité des membres du conseil d'administration a tendance à influencer la variation de performance, l'absence de signification du modèle pousse à conclure que la gouvernance de la relation CI-dirigeant ne permet pas d'expliquer l'évolution de la performance opérationnelle des firmes financées.

CONCLUSION DE LA PARTIE 3

Cette partie a eu pour finalité de vérifier dans quelle mesure l'implication des CI qui se traduit par la mise en place de mécanismes de gouvernance axés aussi bien sur le « monitoring » que le « mentoring », conduit à une meilleure performance de la firme financée.

Nos résultats montrent que les CI contribuent effectivement à la performance de la firme introduite en exerçant un contrôle serré mais également en apportant leurs compétences et en développant celles des entrepreneurs. Les mécanismes de gouvernance apparaissent aussi bien comme des leviers de contrôle que des vecteurs d'échange de connaissances.

Nous notons également une contribution indirecte des CI à la performance de l'entreprise introduite. En plus des mécanismes de gouvernance, ils peuvent jouer sur les caractéristiques de l'introduction en bourse tels que la réputation de la banque introductrice, le taux de cession des actionnaires d'origine pour positivement influencer la performance de l'entreprise. Le niveau d'expérience et d'expertise des CI s'avère donc important pour une maîtrise du processus d'introduction en bourse.

CONCLUSION GENERALE

Partant de ce constat de la littérature académique et professionnelle, que les entreprises accompagnées par des CI enregistraient de meilleures performances opérationnelles, nous nous sommes interrogée sur les origines d'une telle surperformance particulièrement lors de l'introduction en bourse, où les intérêts financiers sont importants tant pour la firme que pour les CI-actionnaires. Supposer l'existence d'une meilleure performance des firmes financées par capital-investissement revient à considérer que les professionnels de cette activité jouent un rôle positif tout au long de leur investissement dans la firme jusqu'au moment de l'introduction en bourse.

La littérature financière traitant du rôle des CI et de leur impact sur la performance des firmes financées s'est longtemps focalisée sur l'effet de certification de ces intermédiaires financiers dans le contexte de l'introduction en bourse. Se basant sur la théorie du signal, cette littérature a essentiellement étudié l'impact des CI sur la réduction du niveau d'asymétrie informationnelle. La présence de ces intermédiaires étant généralement associée à un contrôle serré ou un « monitoring » des actions du dirigeant et à l'intervention d'intermédiaires de qualité est interprétée comme un signal positif et elle a été considérée dans la littérature, comme le principal facteur explicatif de la moindre sous-évaluation des titres des firmes soutenues lors de l'admission sur le marché et de la meilleure valorisation des titres quelques années suivant l'introduction en bourse.

Cet angle d'analyse pourtant justifié a conduit à une sous-estimation de la contribution réelle des CI à la réduction des conflits d'agence supposés élevés au moment de l'introduction en bourse des sociétés financées en raison de la dilution du capital mais également lors du contrat d'investissement. En effet, le capital-investissement concerne généralement les entreprises non cotées en bourse, ce qui soulève des problèmes importants d'asymétrie informationnelle conduisant à de forts risques de comportement opportuniste du dirigeant.

De ce fait, les CI s'impliquent plus fortement dans la gestion des firmes financées avec pour finalité la réduction des problèmes d'agence découlant de l'asymétrie informationnelle, ce comportement actif les différenciant d'autres types d'actionnaires.

Partant du constat d'une certaine carence, cette recherche avait pour objectif de mieux comprendre au-delà de l'aspect financier, la contribution des CI à la performance des firmes introduites en bourse en analysant leur implication dans le système de gouvernance.

La problématique de notre recherche se trouve ainsi précisée. Il s'agit de comprendre dans quelle mesure l'implication des CI dans la gouvernance de la relation CI-dirigeant / entrepreneur affecte la performance des firmes introduites. Quels facteurs déterminent le niveau d'implication des investisseurs en capital ? Quelle est la nature de la gouvernance exercée ? Enfin, selon quelles modalités la gouvernance de la relation peut-elle influencer sur la performance de l'introduction en bourse ?

Pour traiter cette problématique, la théorie de la gouvernance a été mobilisée. Initialement fondée sur la théorie de l'agence, elle aborde les risques de conflit d'intérêt entre actionnaires et dirigeants découlant des problèmes d'asymétrie d'information, du démembrement des fonctions de contrôle et de décision et traite du rôle des mécanismes d'incitation et de contrôle dans l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Dans cette approche disciplinaire, l'entreprise est considérée comme un ensemble complexe de relations contractuelles qui associent notamment les actionnaires et les dirigeants ; de ce type de relation émergent des conflits d'agence pouvant être réduits par le système de gouvernance mis en place.

Sous cet angle disciplinaire de la théorie de la gouvernance, nous nous sommes intéressée à la nature des conflits qui oppose les CI-actionnaires et les dirigeants des firmes financées (souvent des PME). Ceci revient à considérer la relation CI - dirigeants de PME / entrepreneur comme une relation d'agence qui apparaît pourtant spécifique en de nombreux

points. Elle se caractérise par un actionnariat parfois très concentré même après la prise de participation minoritaire des CI (Barnea et al. 1981 ; Landström, 1992, Desbrières, 2001a ; Wright, 2002 ; Stephany, 2003) – conduisant ainsi à une délégation du pouvoir des CI en tant qu’investisseurs minoritaires vers l’actionnaire-dirigeant majoritaire difficilement contrôlable – et par une forte asymétrie informationnelle favorisant les comportements opportunistes du dirigeant. Dans un tel contexte d’investissement, les risques de conflits et les coûts d’agence se trouvent amplifiés ; d’où la nécessité pour les investisseurs d’exercer un contrôle plus serré du dirigeant. Les divergences d’intérêt liées à la répartition du capital entre les CI et les dirigeants ainsi que le niveau d’asymétrie informationnelle apparaissent comme les déterminants de l’intensité de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant de PME / entrepreneur. Plus les conflits d’agence sont élevés en raison des divergences d’intérêt et de l’asymétrie informationnelle, plus les CI ont tendance à mobiliser les mécanismes de gouvernance avec pour finalité de réduire les coûts d’agence de la relation mais également ceux qui découlent de l’ouverture du capital (au moment de l’introduction en bourse).

La réduction des coûts d’agence issus d’une relation contractuelle spécifique nécessite la mobilisation de mécanismes de gouvernance aussi bien classiques tels que le conseil d’administration, la structure de propriété et le levier d’incitation qu’est la politique de rémunération que spécifiques au capital-investissement tels que le financement par étapes, la syndication, le système d’information, le pacte d’actionnaires. Par la mise en place d’un système de gouvernance axé sur la surveillance du dirigeant, les CI sont censés contribuer à la performance des firmes introduites en bourse.

Cette première approche de la gouvernance pour l’étude de la contribution des CI à la performance des firmes financées présente toutefois quelques limites. Cette vision disciplinaire de la contribution des investisseurs conduit à analyser uniquement la relation conflictuelle entre les parties et occulte l’existence d’une coopération productive. Elle ne tient pas compte des apports des CI en ressources cognitives.

Pourtant, Aoki (2001) souligne l'importance de ces apports et les présente comme l'une des principales contributions des investisseurs en capital à la création de valeur des firmes financées. Par ailleurs, la vision disciplinaire de la théorie de la gouvernance permet peu d'analyser le processus même de création de valeur. Autrement formulé, il ne permet pas d'étudier la manière dont les CI mobilisent les mécanismes de gouvernance pour favoriser la création de compétences et de connaissances.

Pour pallier ces insuffisances, nous avons approfondi notre étude de la contribution des CI à la performance des firmes financées en considérant la dimension cognitive de la théorie de la gouvernance.

Conformément aux approches cognitives de la gouvernance fondées sur les théories évolutionnistes et les théories de ressources, nous considérons l'entreprise comme un répertoire de connaissances (Demsetz, 1983). La connaissance qui y tient une place importante, est définie comme un ensemble ouvert, subjectif qui résulte de l'interprétation de l'information par les individus (Fransman, 1994). Cette subjectivité conduit à des schémas mentaux divergents entre parties favorisant des conflits cognitifs (Jehn, 1995). Contrairement aux conflits d'intérêt à effet néfaste, ces conflits ne sont pas forcément destructeurs. Leur régulation passe par la confrontation des schémas mentaux, ce qui engendre des coûts cognitifs. Dans ces approches cognitives de la gouvernance, le système de gouvernance a ainsi pour objectif d'aligner les schémas mentaux à travers le partage de connaissances et de réguler les conflits cognitifs.

La vision cognitive de la théorie de la gouvernance fournit ainsi une grille de lecture pertinente pour comprendre le processus de contribution des CI à la création et la formation de compétences, et même à la réduction des écarts de schémas mentaux existant entre les investisseurs potentiels au moment de l'introduction en bourse et les CI-actionnaires.

A l'instar du modèle disciplinaire, nous nous sommes intéressée aux facteurs pouvant amplifier les coûts cognitifs. Les divergences de schémas mentaux résultant des différences de connaissances renforcées par le caractère tacite de la connaissance même sont considérées comme des amplificateurs des coûts cognitifs. Plus les schémas mentaux divergent, plus les coûts cognitifs sont importants, d'où l'importance d'une gouvernance axée sur la création et l'échange de connaissances. L'intensité de la gouvernance cognitive est liée à l'ampleur des conflits cognitifs dont la régulation engendre des coûts cognitifs ; elle dépend également de la capacité des CI à coordonner et maîtriser le processus d'apprentissage. Parallèlement aux coûts cognitifs, il existe des gains cognitifs dans la relation CI-dirigeant liés au niveau de compétences et de connaissances des CI.

Par la suite, nous analysons les mécanismes de gouvernance comme des leviers d'échange et de création de connaissances, de construction d'opportunités nouvelles (Charreaux, 2003).

Pour tester la contribution des CI à la performance des firmes financées à travers ces deux modèles de la gouvernance de la relation CI-dirigeant, nous avons procédé à une étude quantitative à partir d'un échantillon d'introductions en bourse réalisées entre 1997 et 2005 sur le marché français.

Dans une première étape, nous avons effectué une analyse univariée afin de comparer la performance des firmes financées par capital-investissement à celle des entreprises non financées. Ceci permet ainsi de vérifier si les entreprises soutenues par des CI surperforment réellement sur le marché français celles qui ne sont pas financées.

L'analyse univariée met en évidence une moindre sous-évaluation pour les firmes accompagnées par des CI comme les études de Barry et al. (1990) et Megginson et Weiss (1991). Par ailleurs, elle montre un ratio de Marris plus élevé pour ces dernières. En revanche, aucune différence significative ne ressort entre le niveau de performance

opérationnelle des firmes financées et celles qui ne le sont contrairement à Jain et Kini (1995) qui montrent un déclin moins marqué de la rentabilité opérationnelle des firmes financées. Cette surperformance vérifiée tant au niveau de la sous-évaluation que du ratio de Marris est associée à un taux de cession plus faible des insiders ou des actionnaires d'origine, à des banques introductrices de meilleure réputation comme dans les études de Carter et Manaster (1990), Meggison et Weiss (1991), Carter et al. (1998) et Franzke (2004). En outre, nous trouvons un système de gouvernance plus élaboré pour les firmes financées par des CI. Il se caractérise par un conseil d'administration de taille plus forte tout comme Filatotchev et al. (2006) et Campbell et al. (2007), une représentation plus importante d'administrateurs indépendants dans le conseil, un recours plus fréquent aux plans d'options sur actions comme le montre l'étude de Campbell et al. (2008) et aux pactes d'actionnaires.

De cette première analyse, nous pouvons donc confirmer une surperformance des introductions en bourse des firmes financées par des CI. Cette dernière semble liée au système de gouvernance mais également aux caractéristiques de l'introduction en bourse telles que la réputation de la banque introductrice, le taux de cession des actionnaires d'origine...

Afin de vérifier dans quelle mesure l'implication des CI dans le système de gouvernance des firmes financées influence la performance de l'introduction en bourse, nous avons testé dans une deuxième étape, les modèles disciplinaire et cognitif explicatifs de la performance des firmes soutenues par des CI.

Quels sont les facteurs qui déterminent le niveau d'implication des CI dans la gouvernance des firmes financées ?

L'analyse multivariée montre qu'une gouvernance de la relation CI-dirigeant axée sur le contrôle est d'autant plus renforcée que le taux de participation du dirigeant de PME / entrepreneur est faible, que la taille de l'entreprise est importante et que le niveau d'expériences managériales du dirigeant de PME / entrepreneur est moins élevé.

Autrement formulé, lorsque les risques de conflits d'intérêt sont élevés et que la probabilité pour le dirigeant d'avoir un comportement opportuniste est élevée, la gouvernance de la relation CI-dirigeant est axée sur le contrôle du dirigeant.

Dans le modèle cognitif, la gouvernance de la relation CI-dirigeant est d'autant plus axée sur le partage de connaissances, lorsque le secteur d'activité des firmes financées est un secteur à connaissance spécifique, lorsque les CI ont un niveau d'expériences élevées dans le métier mais également lorsque ces derniers ont une bonne connaissance de l'entreprise et qu'ils sont spécialisés. En outre, la propension de ces derniers à apporter des ressources cognitives à la firme est liée à leurs intérêts financiers (mesurés par leur taux de participation dans le capital avant l'introduction en bourse).

D'une manière générale, le niveau d'implication des CI dans la gouvernance de la relation CI-dirigeant (sous un angle aussi bien disciplinaire que cognitif) est lié à la taille de l'entreprise, au niveau d'actifs intangibles, au niveau d'expériences managériales et au capital détenu par le dirigeant et enfin au niveau d'expérience des CI dans le métier et à leur durée d'investissement dans l'entreprise. Autrement formulé, les CI s'impliquent dans le système de gouvernance des firmes financées en fonction du niveau de risques de conflits d'agence dans la relation, des besoins des dirigeants en ressources cognitives et surtout en fonction de leurs compétences et connaissances de l'entreprise.

Selon quelles modalités contribuent-ils à la performance des firmes financées ?

Nos résultats ne montrent aucune influence directe des CI sur l'évolution de la performance opérationnelle des firmes financées. En revanche, il apparaît que ces investisseurs contribuent à la réduction du niveau de sous-évaluation uniquement par une gouvernance axée sur le contrôle du dirigeant. Un nombre important de CI dans la syndication véhicule une information positive à l'attention du marché ; une forte taille de la syndication implique une plus forte surveillance du dirigeant par les CI et probablement un partage d'informations et d'expertise en matière de surveillance entre CI favorisant un contrôle efficace.

Au-delà de l'influence directe des CI sur le niveau de sous-évaluation par la syndication, nous soulignons leur contribution indirecte à la réduction du niveau de sous-évaluation à travers les caractéristiques de l'introduction en bourse. La taille de l'émission et le type de procédure de cotation influencent le niveau de sous-évaluation. La faible validité générale de ce modèle a conduit à vérifier l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant, puis celui de la gouvernance cognitive sur le niveau du ratio de Marris.

Les analyses multivariées mettent en évidence l'influence d'une gouvernance tant disciplinaire que cognitive sur le niveau du ratio de Marris.

Dans le modèle disciplinaire, il apparaît que le ratio de Marris augmente lorsque le taux de participation des CI après l'introduction en bourse reste relativement élevé (par rapport au dirigeant). Par le maintien de leur participation, les CI parviennent à exercer un contrôle serré du dirigeant et parviennent à réduire l'asymétrie d'information ainsi que le comportement opportuniste du dirigeant ; ainsi, ils influencent positivement le niveau du ratio de Marris. Notons parallèlement l'incidence du taux de cession des actionnaires d'origine sur le ratio de Marris.

Dans le modèle cognitif, nos résultats montrent que l'expérience des CI présents dans le capital en matière d'introduction en bourse et la complémentarité des ressources dans la syndication contribuent à la valorisation des titres sur le marché. En revanche, la diversité des compétences des membres du conseil d'administration influence négativement le niveau du ratio de Marris. L'existence d'une seule syndication ne suffit pas à valoriser l'entreprise ; cette dernière ne contribue à la performance de l'introduction en bourse que lorsque les compétences des co-investisseurs sont complémentaires. Nous soulignons également l'importance des caractéristiques de l'introduction en bourse au-delà de l'influence directe des CI à travers le système de gouvernance. La réputation de la banque introductrice, la taille de l'émission sont positivement associés au ratio de Marris.

Une analyse conjointe des deux modèles disciplinaire et cognitif et leurs effets sur le niveau du ratio de Marris montre que les CI contribuent positivement à la performance des firmes introduites en bourse grâce à leur implication dans le système de gouvernance. Lorsque les investisseurs en capital ont une forte expérience en matière d'introduction en bourse, qu'ils conservent un taux de participation relativement élevé (par rapport aux dirigeants) après l'introduction en bourse sans constituer un bloc de contrôle, qu'ils participent en nombre limité à l'opération et qu'ils partagent dans la syndication des compétences complémentaires, ils parviennent ainsi à accroître le niveau du ratio de Marris.

Quant à la sous-évaluation, il apparaît que le taux de participation des CI après l'introduction en bourse ainsi que la syndication influencent le niveau de sous-évaluation. Alors qu'un nombre important de CI dans la syndication réduit le niveau de sous-évaluation, un fort taux de participation des investisseurs en capital après l'introduction en bourse en augmente le niveau. Le marché tend à valoriser le nombre d'investisseurs mais paradoxalement perçoit négativement une proportion trop importante du taux de participation des CI après l'introduction en bourse – puisque ceci peut être considéré comme un frein et limiter le pouvoir décisionnel des nouveaux entrants. Par ailleurs, nous soulignons l'importance des variables de contrôle dans l'évaluation des titres. La taille de l'émission, le type de procédure et la taille de l'entreprise affectent davantage le niveau de sous-évaluation que les mécanismes de gouvernance.

Pour conclure, les CI contribuent effectivement de manière directe à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées (mesurée par le ratio de Marris) à travers leur implication dans le système de gouvernance mis en place. Ce dernier est considéré comme endogène puisqu'il est fortement contingenté par plusieurs facteurs.

Ce travail de recherche portant sur les effets de l'implication des CI dans la gouvernance des firmes financées et sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées est original sur plusieurs aspects :

Il intègre dans la grille de lecture classique et financière (qui est celle de la théorie du signal) la théorie de la gouvernance. Si l'effet de certification des CI lors de l'introduction en bourse a été largement étudié pour expliquer la performance des firmes introduites en bourse, la contribution de ces derniers à la réduction des coûts d'agence issus de la dilution du capital a été peu analysée. Notre étude présente l'intérêt d'examiner l'implication des CI dans la gouvernance comme le principal facteur explicatif de la performance des introductions en bourse des firmes financées.

En considérant le référentiel théorique de la gouvernance, notre étude ne repose pas uniquement sur des lectures financières et économiques mais également sur des logiques cognitives de la grille. Elle analyse la dimension disciplinaire de la relation CI-dirigeant sans en ignorer les aspects cognitifs qui renvoient au processus d'échange et de création de connaissances (par le biais de mécanismes de gouvernance). Ainsi, elle enrichit le cadre théorique de la gouvernance appliquée au financement par capital-investissement.

En outre, la confrontation des approches disciplinaire et cognitive de la gouvernance de la relation CI-dirigeants de PME et la prise en compte des variables relevant de la théorie du signal mettent en évidence l'influence directe et indirecte des CI sur la performance des introductions en bourse, et de ce fait améliore la compréhension de la contribution réelle de ces investisseurs.

D'un point de vue méthodologique, cette étude constitue un apport. En effet, les études traitant de la relation entre les CI et les dirigeants sont pour la plupart théoriques ou quantitatives. La majorité des études quantitatives est réalisée à partir de données issues de questionnaires. Cependant, cette démarche méthodologique introduit un biais quant aux résultats des tests dans la mesure où les données reposent sur la perception du répondant, à savoir les CI ou les dirigeants. La richesse de notre travail réside dans le fait qu'il se base sur des données objectives ; ne privilégiant ainsi la perception d'aucune partie (les informations

sont recueillies à partir des prospectus d'introduction, des sites et annuaires de sociétés de capital-investissement).

Par sa contribution aussi bien théorique que méthodologique, cette étude empirique enrichit le répertoire des études françaises traitant de la performance des firmes financées par des CI, qui demeure relativement peu fourni.

D'un point de vue empirique, notre recherche présente l'intérêt d'analyser un système de gouvernance plutôt qu'un mécanisme de gouvernance comme c'est le cas dans la majorité des études traitant des effets de la gouvernance de la relation CI-dirigeant sur la performance des entreprises accompagnées par des CI. En outre, elle confronte deux modèles de gouvernance dont les résultats montrent parfois, l'intérêt d'une articulation des deux approches. Par ailleurs, elle intègre les facteurs déterminant le niveau d'implication des CI dans la gouvernance dans les modèles comme des variables « modératrices » plutôt que des variables de contrôle.

Sur le plan opérationnel, cette étude permet aux CI d'être encore plus conscients que leur contribution ne se limite pas uniquement en l'apport de ressources financières, justifiant leur rôle disciplinaire mais elle se définit également par leurs apports en termes de ressources cognitives. En outre, elle leur montre que leur rôle disciplinaire est encore plus bénéfique pour l'entreprise lorsqu'il est contrebalancé par les apports en ressources cognitives. Le seul contrôle du dirigeant n'assure pas la rentabilité de l'investissement mais également le potentiel d'innovation de l'entreprise, le développement et le transfert de compétences des CI vers la firme qui permettent à cette dernière de maintenir un avantage concurrentiel sur le marché.

Par ailleurs, cette recherche incite le dirigeant de PME ou l'entrepreneur à sélectionner les structures de capital-investissement en tenant davantage compte des critères aussi bien

cognitifs (tels que le niveau d'expérience des investisseurs en capital) que financiers, et à comprendre les conditions et la nature de l'implication de ces structures dans la firme.

Malgré ses différentes contributions, ce travail souffre de quelques lacunes notamment concernant la méthodologie.

Alors qu'elle constitue l'un des principaux intérêts de cette étude, l'approche quantitative ne facilite pas l'analyse plus précise des processus d'échange et de création de connaissances entre les acteurs dans le modèle cognitif. Par conséquent, elle ne permet pas d'identifier entièrement les effets directs de la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeants sur la performance des firmes au moment de l'introduction en bourse.

Pour mieux identifier le processus d'apprentissage et d'échange de connaissance entre les CI et les dirigeants et de vérifier les effets de la contribution des CI en termes de ressources cognitives, des études de cas sont plus pertinentes. Elles présentent l'avantage d'analyser les processus et d'intégrer des variables plus fines à notre modèle. Il serait alors intéressant d'approfondir l'analyse du rôle cognitif des CI à travers différents mécanismes tels que le conseil d'administration, la syndication lors de changements radicaux dans la vie de l'entreprise comme les introductions en bourse, les cessions ou les fusions...

Par ailleurs, la faible pertinence des modèles théoriques (liée à l'absence de signification de certains modèles testés) pousse à réfléchir sur la qualité de la mesure des variables. Montrent-elles bien les concepts qu'elles sont censées mesurer ? Ou comportent-elles des biais qui réduisent ou surestiment le pouvoir explicatif de nos modèles ?

BIBLIOGRAPHIE

Admati A. R., Pfleiderer P. (1994), « Robust financial contracting and the role of venture capitalists », *Journal of Finance*, vol. 49, n°2, p. 371-402.

AFIC (2008), Rapport annuel de l'activité du capital-investissement.

Akerlof G. A. (1970), « The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n°3, p. 488-500.

Alchian A., Demsetz H. (1972), « Production, Information Costs and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n°5, p.777-795.

Alexander J. A., Fennel M. L., Halpern M. T. (1993), « Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline », *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n°1, p.74-99.

Amason A. C., Thompson K. R., Hochwarter W. A., Harrison A. W. (1995), "Conflict: An important dimension in successful management teams", *Organizational Dynamics*, vol. 23, n°2, p. 20-35.

Amason A. C. (1996), "Distinguishing the effects of functional and dysfunctional conflict on strategic decision making: Resolving a paradox for top management teams", *Academy of Management Journal*, vol. 39, n°1, p.123-148.

Amblard F., Ferrand N., Hill D. R .C. (2001) , « How a conceptual framework can help to design models following decreasing abstraction », In *Proceedings of 13th SCS-European Simulation Symposium*, Marseille, France, Octobre 2001, p.843-847.

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, p. 441-466.

Amit R., Glosten L., Müller E. (1990), " Entrepreneurial ability, venture investment and risk sharing ", *Management Science*, vol. 36, n° 10, p. 1232-1245.

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

Aoki M. (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, MIT Press: Cambridge, Mass.

Baker G.P., Jensen M.C., Murphy K.J. (1988), " Compensation and Incentives: Practice vs. Theory," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 43, n° 3, p. 593-616.

Baker G. P., Hall J. (1998), « CEO Compensation and Firm Size », *NBER working paper 6868*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Baker M., Gompers P. A. (1999), "An analysis of executive compensation, ownership, and control in closely held firms", NBER Working paper, National Bureau of Economic Research, Harvard Business School.

Baker M., Gompers P. A. (2003), « The determinants of board structure at the Initial Public Offering », *Journal of Law and Economics*, vol. 46, n°2, p.569-598.

Bantel K., Jackson S. E. (1989), « Top-Management and Innovations in Banking: does the Composition of the Team make Difference », *Strategic Management Journal*, vol. 10, Summer Special Issue, p. 107-124

Barber M. B., Lyon J. D. (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test-Statistics, *Journal of Financial Economics*, vol. 41, n°3, p. 359-400.

Barber M. B., Lyon J. D. (1997), " Detecting Long-Run Abnormal Stock. Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics ", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, n°3, p. 341-372.

Barlett C. A., Ghoshal S. (2002), *Managing across Borders: The Transnational Solution*, 2nd Edition », Harvard Business School Press (HBS).

Barnea A., Haugen R.A., Senbet L.W. (1981), "Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review", *Financial Management*, vol. 10, n° 3, p.7-22.

Barney J. B. (1991), « Firm resources and sustained competitive advantage », *Journal of Management*, vol. 17; n°1, p. 99-120.

Barney J. B., Busenitz L.W., Fiet J. O., Moesel D. D. (1989), « The structure of venture capital governance: An organizational economic analysis of relations between venture capital firms and new ventures », *Academy of Management Proceedings*, p. 64-68.

Barney J. B., Busenitz L.W., Fiet J.O., Moesel D. D. (1994), « The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants », *Managerial Finance*, vol. 20, n° 1, p. 3-15.

Barney J. B., Busenitz L. W., Fiet J. O., Moesel D. D. (1996), « New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n° 4, p. 257–272.

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

Barry C. B., Muscarella C., Peavy J.W., III., Vetsuypens M. R. (1990), « The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2 , p. 447-471.

Bascha A., Walz U. (2001), « Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance », *Journal of Corporate Finance*, vol.7, n°3, p.285-306.

- Basso O., Bieliczky P** (2001)., *Guide pratique du créateur de start-up*, Editions Organisation.
- Battini P.** (2000), *Capital risque : mode d'emploi*, Edition Organisation.
- Baudry B.** (2003), *Economie de la firme*, Editions La Découverte, Collection Repères.
- Baysinger B. D., Butler H.** (1985), « Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition », *Journal of Law, Economics and Organization*”, vol.1, p.101-134.
- Beasley M. S.** (1996), “An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud”, *The Accounting Review*, vol. 71, n°4, p. 443- 465.
- Beatty R. P., Ritter J. R.** (1986), « Investment banking, reputation and underpricing of initial public offerings », *Journal of Financial Economics*, vol. 15, n°1-2, p. 213-232.
- Becker D.** (1964), *Human capital*, Columbia University Press.
- Bennedsen M., Kongsted H., Nielsen K.** (2008), “The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n° 6, p.1098-1109.
- Bergemann D., Hege U.** (1998), "Venture capital financing, moral hazard, and learning", *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n°6, p. 703-735.
- Berggren B., Olofsson C., Silver L.** (2006), “Do too many cooks spoil the broth? The effect of syndication on the performance of venture capitalists’ portfolio firms in Sweden”, 3rd AGSE conference, Auckland, New Zealand.
- Berle A. A., Means G.C.** (1932), *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan Company.
- Bertoni F., Colombo M.** (2005), “Value-adding by Venture Capital: a Survey of the Literature”, Working paper for PRIME Venture Fun project.
- Bessis J.** (1989), *Capital-risque et financement des entreprises*, Edition Economica.
- Bhide A.** (1993), “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity”, *Journal of Financial Economics*, vol. 34, n°1, p.31-51.
- Black B. S., Gilson R. J.** (1998), Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, vol.47, n°3, p. 243-277.
- Boone A. L., Field L. C., Karpoff J. M., Raheja C. G.** (2007), “ The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis ”, *Journal of Financial Economics*, vol. 85, n°1, p. 66-101.
- Bottazzi L., Da Rin M.** (2003), " Financing Entrepreneurial Firms in Europe: Facts, Issues, and Research Agenda", CESifo Working Paper Series CESifo Group Munich.

- Bottazzi L., Marco D. R., Hellmann T. F.** (2004), "Active Financial Intermediation: Evidence on the Role of Organizational Specialization and Human Capital," CEPR Discussion Papers.
- Bradley D. J., Jordan B. D., Ritter J. R.** (2008), "Analyst behavior following IPOs: The bubble period evidence", *Review of Financial Studies*, vol. 21, n° 1, p.101-133.
- Brav A., Gompers P.** (1997), "Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture- and non-venture-capital-backed companies", *Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, p.1791 - 1822.
- Broye G.**, (1998), "Choix d'un auditeur externe de qualité différenciée et évaluation des titres à l'émission", Thèse, Université de Bourgogne.
- Broye G., Schatt A.** (2003), "Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français," *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Editions Economica, vol. 6, n°2, p. 67-89.
- Bruton G., Prasad D.** (1997), "Strategy and IPO market selection: Implications for the entrepreneurial firm", *Journal of Small Business Management*, vol. 25, p.1 - 10.
- Bruton G., Chahine S., Filatotchev I.** (2009), "Founders, private equity investors, and underpricing in entrepreneurial IPOs", *Entrepreneurship theory and practice*, vol. 33, n°4, p. 909-928.
- Bruton G., Fried V., Hisrich R. D.** (1997), "Venture capitalist and CEO dismissal", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 21, n° 3, p.41-54.
- Busenitz L. W.** (2007), "Innovation and Performance Implications of Venture Capital Involvement in the Ventures they Fund", Edited by Hans Landström, Institute of Economic Research, Sweden.
- Busenitz L. W., Fiet J. O., Moesel D. D.** (2004), "Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective", *Journal of Business Venturing*, vol. 19, n° 6, p. 787-807.
- Bygrave W. D.** (1988), « The Structure of Investment Networks of Venture Capital Firms », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, n° 2, p. 137-157.
- Bygrave W. D., Timmons J.** (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business.
- Bygrave W. D.** (1987), "Syndicated Investments by Venture Capital Firms: A Networking Perspective." *Journal of Business Venturing*, vol. 2, p.139-154.
- Cable D., Shane S.** (1997), "A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships", *Academy of Management Review*, vol. 22, n°1, p.142-176.
- Caby J., Hirigoyen G.** (2005), *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*, Economica, 3^{ème} édition. (1ère édition, 1997, 2ème édition, 2001).

Campbell II, Terry L., Frye M. B., (2007), "Venture Capitalist Involvement and the Long-run Performance of IPOs, *Journal of Private Equity*, vol. 10, n° 1, p.7-17.

Campbell II, Terry L., Frye M. B. (2008), "Venture capitalist monitoring: Evidence from governance structures", *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 49, n° 2, p 265-282.

Carter C. B., Lorsh J. W. (2004), *Back to the drawing board: designing corporate boards for a complex world*, Harvard Business Scholl Press.

Carter B. R., Van Auken H. E., (1994), "Venture Capital firm: preferences for projects in particular stages of development", *Journal of Small Business Development*, vol. 32, n° 1, p. 60-73.

Carter R., Manaster S. (1990), "Initial public offerings and underwriter reputation", *Journal of Finance*, vol. 45, n° 4, p. 1045-1067.

Carter R., Manaster S, Singh A. (1998), "Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks", *Journal of Finance*, vol. 53, n°1, p. 285-312.

Castanias R. P., Helfat C. E. (1991), "Managerial Resources and Rents", *Journal of Management*, vol. 17, n°1, p. 155-171.

Castanias R. P., Helfat C.E. (2001), "The Managerial Rents Model: Theory and Empirical Analysis", *Journal of Management*, vol. 27, n° 6, p. 661-679.

Certo S. T., Daily C. M., Dalton D. R. (2001), "Signaling firm through board structure: An investigation of initial public offerings", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 26, n° 2, p. 33-50.

Chahine S. (2007), "Investor interest, trading volume, and the choice of IPO mechanism in France", *International Review of Financial Analysis*, vol. 16, n° 2, p. 116-135.

Chahine S., Filatotchev I., Wright M. (2007), "Venture capitalists, business angels, and performance of entrepreneurial IPOs in the UK and France", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 34, n°3-4, p. 505-528.

Chan Y.-S., Siegel D., Thakor V. (1990), "Learning, Corporate Control and the Performance Requirements in Venture Capital Contracts", *International Economic Review*, vol. 31, n°2, p. 1543-1581.

Charlot B. (1997), *Rapport au savoir : Éléments pour une théorie*, Paris : Anthropos.

Charreaux G. (1985), "La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration", en collaboration avec J.P. Pitol-Belin, *Economies et Sociétés, Série « Sciences de Gestion »*, vol. 19, n°6, p. 149-181.

Charreaux G. (1987), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Économica, 1987, en collaboration avec Couret A., Joffre P., Koenig G. et De Montmorillon B.

- Charreaux G.** (1997), *Vers une théorie du gouvernement des entreprises, Le gouvernement des Entreprises, Corporate Gouvernance, théories et faits*, Edition Economica, chapitre 15, p. 421-469.
- Charreaux G.** (1998), « La gouvernance des PME », in Actes du colloque ISEOR, Professionnalisme du consultant, 21 et 22 octobre 1997, *Le métier de dirigeant et son rôle d'agent de changement*, Economica.
- Charreaux G.** (2000), " Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance ", la Revue du Financier, n°4, p. 6-17.
- Charreaux G.** (2002(a)), *Le gouvernement des entreprises, in J. Allouche (coord.), Encyclopédie des ressources humaines*, Edition Economica.
- Charreaux G.** (2002(b)), *Variation sur le thème : à la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise*, Finance Contrôle Stratégie, vol. 5, n°3, p.5-68.
- Charreaux G.** (2002(c)), L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives", Dossier spécial l'actionnaire, Revue Française de Gestion, vol. 28, n°141, p.77-107.
- Charreaux G.** (2003), "Le point sur... Les réseaux d'administrateurs et de dirigeants", Revue Banque et Marchés, n°66, p. 59-63.
- Charreaux G.** (2004), "Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la Gouvernance des systèmes nationaux", Cahier du Fargo, n°1040101, janvier.
- Charreaux G., Desbrières P.** (1997), "Le point sur le gouvernement des entreprises ", Revue Banque & Marchés, n°29, p. 28-34.
- Charreaux G., Desbrières P.** (1998), "Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale", Finance Contrôle Stratégie, vol. 1, n°2, p. 57-88.
- Charreaux G., Pitol-Belin J. P.** (1990), *Le conseil d'administration*, Edition, Vuibert.
- Charreaux G., Peter W.** (2006), *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, Paris.
- Chemmanur T.** (1993), "The pricing of IPO: A dynamic model with information production", Journal of Finance, vol. 48, n°1, p. 285-304
- Cherif M.** (1999), « Asymétrie d'information et financement des PME innovantes: le rôle du capital-risque », Revue d'Economie Financière, 1er Semestre, vol. 54, n° 4, p. 163-178.
- Cherif M.** (2008), *Le capital risque*, Les essentiels de la banque, Edition Revue Banque.
- Christensen J. L.** (2006), " Value added from Venture Capital to small businesses", Research Paper for ISBE Conference, International entrepreneurship- from local to global enterprise creation and development", October, Cardiff.
- Chouraki L.** (2006), *Guide de la Jeune Entreprise innovante*, Paris, Delmas.

Chua J., Woodward R. (1993), « Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the held of Stock Options », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n°1, p. 43-58.

Coleman J. S. (1988), « Social Capital in the Creation of Human Capital », *American Journal of Sociology*, vol. 94, supplement, p. 95-120.

Coriat B., Weinstein O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, *Librairie Générale de France, Livre de poche*, collection Références.

Crosswhite J., Vesper K. (1981), 'Stratus Computer', Case Study, 682-030, Harvard Business School.

Cumming D. J. (2008) "Contracts and Exits in Venture Capital Finance", *Review of Financial Studies*, vol. 21, p. 1947-1982.

Cumming D. J., Fleming G. (2002), "A law and finance analysis of venture capital exist in emerging markets", Document de recherche en finance, n° 02-03, The Australian National University, Australie.

Cyert R. M., March J. G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*. 2nd ed. Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Cyr L., Johnson D. E., Welbourne T. M. (2000), " Human resources in initial public offering firms: Do venture capitalists make a difference? ", *Entrepreneurship Theory and Practice*, **vol.** 25, n°1, p.77 - 91.

Daily C. M., Certo T., Dalton D. R., Roengpitya R. (2003), "IPO underpricing: A meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, n° 4, p. 271-295.

Daily C. M., Dalton D. R. (1992) « The Relationship Between Governance Structure and Corporate Performance In Entrepreneurial Firms », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, n°5, p. 375-386.

Daily C. M., Dalton D. R. (1993) « Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 17, n°3, p. 65-81.

Daily C. M., Johnson J. L., Ellstrand A. E., Dalton D. R. (1998), " Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation", *Academy of Management Journal*, vol 41, n°2, p. 209-220.

Daily C. M., McDougall P. P., Covin J. G., Dalton D. R. (2002), "Governance and strategic leadership in entrepreneurial firms", *Journal of Management*, vol. 28, n°3, p. 387-412.

Dalton D. R., Daily C. M., Johnson J. L., Ellstrand A.E. (1999), « Number of directors and financial performance: a meta-analysis », *Academy of Management Journal*, vol.42, n°6, p. 674-686.

Das S., Guo R.-J., Zhang H. (2002), "Initiation of Analyst Coverage and Long-Term Performance of Initial Public Offerings", Working paper, University of Illinois at Chicago.

- De Clercq D., Dimov D.** (2003), « A knowledge-based view of venture capital firms' portfolio investment specialization and syndication », in Bygrave W. D., Brush C. G., Davidsson P. (Eds.). *Entrepreneurship Research 2003*, Babson College.
- De Clercq D., Manigart S.** (2007), "The Venture capital post-investment phase : Opening the black box of involvement, in *Handbook of research on Venture capital*, edited by Hans Landström, Edward Elgar Publishing, p. 193-218.
- De Clercq D., Sapienza H. J.** (2001), « The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads », *Venture capital*, vol. 3, n°2, p. 107 -128.
- De la Ville V.I., Grimaud A.** (2001) « La structuration des apprentissages stratégiques : une interprétation en contrepoint à travers la notion de blocage », in Martinet A. C. et R. A. Thiétart, *Stratégies : actualités et futur de la recherche*, Vuibert FNEGE.
- Demb A., Neubauer F. F.** (1992), *The Corporate Board*, Oxford University Press.
- Demsetz H.** (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, University of Chicago Press, vol. 26, n° 2, p. 375-90.
- Demsetz H.** (1988), *Ownership control and the firm*, Basic Blackwell.
- Denis D. J.** (2004), "Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence", *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n°2, p. 301-326.
- Denzau A. T., North D. C.** (1994), "Shared Mental Models: Ideologies and Institutions," *Kyklos*, Blackwell Publishing, vol. 47, n°1, p. 3-31.
- Derrien F., Womack K.,** (2001), "Les Déterminants de la Performance Boursière des Introductions en Bourse: le Cas Français," *Revue Banque et Marchés*, n°55, p. 8-18.
- Derrien F., Womack K.,** (2003), "Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets", *Review of Financial Studies*, vol. 16, n°1, p. 31-61.
- Desbrières P.** (1988), "Les stock-options : modalités, stratégie d'exercice et évaluation", *Revue du Financier*, avril, n°61, p.33-40.
- Desbrières P.** (1990), "Stock-options et signalisation : le cas français", *Finance*, vol.11, n°1, juin, p.81-106.
- Desbrières P.** (1995), *Ingénierie financière, Paris*, Litec, collection "Les essentiels de la gestion".
- Desbrières P.** (1997), "Le gouvernement des entreprises", *Banque & Marchés*, n°29, juillet-août p.43-49 (en collaboration avec Gérard Charreaux).
- Desbrières P., Broye G.** (2000), « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 3, p. 5-43.

Desbrières P., (2001(a)), "La relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales", In : Images de l'investissement : au delà de l'évaluation financière, une lecture organisationnelle et stratégique, sous la direction de Gérard Charreaux, Paris, Vuibert, p. 361-392.

Desbrières P., (2001(b)), "Le capital-investissement", Banque & Marchés, n°51, mars-avril, p. 40-45.

Desbrières P., Schatt A. (2002) "L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français," Revue Finance Contrôle Stratégie, vol. 5, n°4, p. 79-106.

Duchénaut B. (1996), *Les dirigeants de PME*, Paris : éd. Maxima.

Dushnitsky G., Lenox M.J. (2005), "When do firms undertake R&D by investing in new ventures?", Strategic Management Journal, vol. 26, n°10, p. 947-965.

Dushnitsky G., Lenox M.J. (2006), "When does corporate venture capital investment create firm value?", Journal of Business Venturing, vol. 21, n°6, p. 753-772.

Eisenberg T, Sundgren S, Wells M (1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms", Journal of Financial Economics, vol. 48, n°1, p. 35-54.

Eisenhardt K. (1989) "Agency theory: An assessment and review", Academy of Management Review, vol.14, n°1, p. 57-74.

Elango B., Fried V. H., Hisrich R. D. et Polonchek A. (1995), "How venture capital firms differ", Journal of Business Venturing, vol. 10 ; p. 157-179.

Eliasson G. (1990), The Firm as a Competent Team, Journal of Economic Behavior and Organization, vol. 13, n° 3, p. 275-298.

Engel D. (2004), "The performance of venture-backed firms: The effect of venture capital company characteristics, Industry & Innovation, vol.11, n°3, p. 249-263.

Espenlaub S., Garrett I., Mun W P (1999), "Conflicts of Interest and the Performance of Venture Capital-backed IPOs: a preliminary look at the UK", Venture Capital, vol. 1, n° 4, p. 325-349.

Euronext-Paris, www.nyse.com

EVCA (2007), European Venture Capital Association Yearbook.

EVCA (2008), European Venture Capital Association Yearbook.

Falconer M., Reid G., Terry N. (1995), "Post investment demand for accounting information system development", Entrepreneurship Theory and Practice, p. 45-62.

Falconer M., Reid G., Terry N. (1997), "Venture capital supply and accounting information system development", Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 21, n° 4, p. 45-63.

Fama E. F. (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.

Fama E. F., Jensen M. C. (1983(a)), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n°2, p.301-325.

Fama E.F., Jensen M.C. (1983(b)), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 327-349.

Faugeron-Crouzet A.-M. (2001), « Les procédures d’introduction en Bourse en France », *Banque et Marchés*, n°55, p. 43-51.

Fernandez-Jardon C.M., Martinez-Cobas F.X. (1999), « Effets indirects des sociétés de capital de risque dans les petites et moyennes entreprises », 4^{ème} Congrès international francophone sur les PME, Metz.

Fiegner M. K. (2005), “Determinants of Board Participation in the Strategic Decisions of Small Corporations”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 29, n° 5, p. 627-650.

Filatotchev I., Bishop K. (2002), "Resource and strategy roles of corporate governance and stock market response: an investigation of initial public offerings in the UK, 1999-2000", *Strategic Management Journal*, vol. 23, n° 10, p. 942-955.

Filatotchev I, Toms S, Wright M. (2006), “The firm’s strategic dynamics and corporate governance lifecycle”, *International Journal of Managerial Finance*, vol. 2, n°4, p.256-279.

Finkle T. A. (1998), “The relationship between boards of directors and initial public offering in the biotechnology industry”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 22, n°3, p. 5-29.

Francis B. B, Hasan I. (2001), “The Underpricing of Venture and Nonventure Capital IPOs: an Empirical Investigation”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 19, p. 99-113.

Francis J., Maydew E., Sparks H.C. (1999), « The role of big 6 auditors in the credible reporting of accruals », *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, vol. 18, n°2, p. 17-34.

Forbes D.P., Milliken F.J. (1999), “Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision making groups”, *Academy of Management Review*, vol. 24, n°3, 489–505.

Foss N. J. (1996), “Capabilities and the theory of the firm”, *Revue d’Economie Industrielle*, vol. 77, n°77, p.7-28.

Fransman M. (1994), “Information, knowledge, vision and theories of the firm”, *Industry and Corporate Change*, vol. 3, n°3, p.713-757.

Fransman M. (1998), « *Information, knowledge, vision and theories of the firm* », in Dosi G., Teece D. J. et Chitry J., *Technology, organization and competitiveness – perspectives on industrial and corporate change*, Oxford University Press, Oxford, p. 147- 191.

- Franzke S. A.** (2004), "Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Markt," in *The rise and fall of Europe's new stock markets*, edited by G. Giudici and P. Roosenboom. Elsevier Science, Oxford.
- Fried V. H., Hisrich R. D.** (1995), "The Venture Capitalists: A Relationship Investor" *California Management Review*, vol. 37, n° 2, p. 101-113.
- Fried V. H., Bruton G. D., Hisrich R. D.** (1998), "Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms", *Journal of Business Venturing*, vol. 13, n°6, p. 493-503.
- Gabrielsson J., Huse M.** (2002), "The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes", *Venture Capital*, vol. 4, n°2, p.125-146.
- Gabrielsson J., Winlund H.** (2000), "Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: examining the effects of the board's working style on board task performance", *Entrepreneurship & Regional Development*, vol. 12, n°4, p. 311-330.
- Gales L. M., Kesner I. F.** (1994), "An analysis of board of director size and composition in bankrupt organizations", *Journal of Business Research*, vol. 30, p. 271-282.
- Gallais-Hammono G., Mourgues N.** (1998), "L'organisation et les décisions financières de l'entreprise selon la théorie de l'agence", *Cahier de recherche I.O.F. Orléans*.
- Ginsberg A., Hasan I., Tucci C. L.** (2005), "The Endorsement Effects of Corporate Venture Capital in the Creation of Public Companies", *CDM Working Papers Series*.
- Green J.** (2004), "Venture capital at a new crossroads: Lessons from the Bubble", *Journal of Management Development*, vol. 23, p. 972-976.
- Gladstone D. J.** (1998), *Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Small Private Businesses for Outstanding Profits*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Godard L., Schatt A.** (2005), « Caractéristiques et fonctionnement des conseils d'administration français : Un état des lieux », *Revue française de gestion*, vol.5 - n°158, p. 69-87.
- Gomez-Mejia L. R., Balkin D. B., Welbourne T. M.** (1990), "Influence of venture capitalists on high tech management", *The Journal of High Technology Management Research*, vol.1, n°1, p.103-118.
- Gomez P-Y., Marion G.** (1997), "Introduction – Dossier : La théorie des conventions en pratique", *Revue française de Gestion*, n° 112, janvier-février, p. 60-63.
- Gompers P. A.** (1994), "The Rise and fall of Venture Capital", *Business and Economic History*, vol. 23, n°1, p. 1-24.
- Gompers P. A.** (1995), "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital", *Journal of Finance*, vol. 50, n°5, p.1461-1489.
- Gompers, P. A.** (1996), "Grandstanding in the venture capital industry," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 42, n°1, p. 133-156.

Gompers P. A. (1998), "Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments", Unpublished, Working Paper, Harvard Business School.

Gompers P. A., Lerner J. (1996), "The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements," *Journal of Law & Economics*, University of Chicago Press, vol. 39, n°2, p. 463-498.

Gompers P. A., Lerner J. (2004), *The Venture Capital Cycle*, Cambridge, MA: MIT Press, second edition.

Gompers P., Kovner A. R., Lerner J., Scharfstein D. (2006), "Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs", NBER Working Paper Series, n° 12592.

Gorman M., Sahlman W.A. (1989), "What do venture capitalists do?" *Journal of Business Venturing*, vol. 4; n° 4, p. 231-248.

Gottschalg O., Phalippou L., Zollo M. (2004), "Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle?" INSEAD Working Paper.

Grant R.M. (1996), "Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm," *Strategic Management Journal*, vol.1, winter Special Issue, p. 109-122.

Grinblatt M., Hwang C. (1989), « Signaling and the Pricing of New Issues », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 2, p. 393-420.

Gupta, A. K., Sapienza, H. (1992), "Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments", *Journal of Business Venturing*, vol.7, n°5, p. 347-362.

Hage J., Aiken M. (1970), *Social change in complex organizations*, New York: Random House.

Hambrick D. C., Finkelstein S: (1987), "Managerial Discretion: A Bridge. Between Polar Views of Organizations", *Research in Organizational Behavior*; vol. 9, p: 369-406

Hand J. R. (2008), "Give everyone a prize? Employee stock options in private venture-backed firms", *Journal of Business Venturing*, vol. 23, n° 4, p. 385-404.

Hellmann T. F. (1994), *Financial Structure and Control in Venture Capital*, PhD dissertation, University of Standford.

Hellmann T. F. (1998), 'The allocation of control rights in venture capital contracts', *The Rand Journal of Economics*, vol. 29, n°1, p. 57-76.

Hellmann T. F., Puri M. (2002), "Venture capital and the professionalization of Start-up firms: Empirical evidence", *Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, p.169-197.

Higashide H.; Birley S. (2002), "The consequences of conflict between the venture capitalist and the entrepreneurial team in the United Kingdom from the perspective of the venture capitalist", *Journal of Business Venturing*, vol. 17, n° 1, p. 59-81.

Hirigoyen G. (1982), "Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales ", *Banque*, n°417, p. 588-593.

Hisrich R. D, Jankowicz A. D. (1990), "Intuition in venture capital decisions: an exploratory study using a new technique", *Journal of Business Venturing*, vol. 5, n°1, p. 49-62.

Hochberg Y. V., Ljungqvist A. P., Lu Y. (2007), « Whom You Know Matters: Venture capital Networks and Investment Performance, *Journal of Finance*, vol. 62, n°1, p. 251-301.

Hodgson G. M. (1998), "Evolutionary and competence-based theories of the firm," *Journal of Economic Studies*, Emerald Group Publishing, vol. 25, n°1, p. 25-56.

Hoffman L. R., Maier N. R. F. (1959), "The use of group decision to resolve a problem of fairness", *Personnel Psychology*, vol.12, p.545-559.

Hoffman L. R., Maier N. R. F. (1961), "Quality and acceptance of problem solutions by members of homogeneous and heterogeneous groups", *Journal of Abnormal and Social Psychology*, vol. 62, p.453-456.

Hsu D. H. (2004), "What do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?" *Journal of Finance*, vol. 59, n°4, p. 1805-1844.

Husson B., Jacquillat B. (1990), « Sous-évaluation des titres et méthodes d'introduction au second marché », *Finance*, vol.11, p. 123-134.

Ibbotson R. G. (1975), « Price performance of common stock new issues », *Journal of Financial Economics*, vol. 12, p. 235-272.

Ibbotson R. G., Sindelar J., Ritter J. R. (1988), "Initial Public Offerings", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.1, n°2, p. 37- 45.

Jain B. A. (1999), "Predictors of performance of *venture capitalist* backed organizations", *Journal of Business Research*, vol. 52, n° 3, p. 223-233.

Jain B. A., Kini O. (1994), "The post-issue operating performance of IPO firms", *Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, p. 1699-1726.

Jain B. A., Kini O. (1995), "Venture capitalist participation and the post- issue operating performance of IPO firms", *Managerial and Decision Economics*, vol.16, p.593-606.

Jacquillat B., McDonald J., Rolfo J. (1978), « French Auctions of common stocks issues », *Journal of Banking and Finance*, vol. 2, n°4, p. 305-322.

Jehn K. A. (1995), "A multi-method examination of the benefits and detriments of intragroup conflict", *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, n° 2, p. 256-82.

Jeng L. A., Wells P. C. (2000), "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, n° 3, p. 241-289.

Jensen M. C. (1986), « The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.

Jensen M. C. (1989), « Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, n° 1, p. 35-44.

Jensen M. C., Meckling W. H. (1992), « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander (Eds), *Contract Economics*, Blackwell, p. 251-274.

Jensen M. C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.

Jensen M. C., Murphy K. J. (1990 (a)), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 98, n°2, p. 225-264.

Jensen M. C., Murphy K. J. (1990 (b)), "CEO Incentives: It is Not How Much You Pay, But How," *Harvard Business Review*, vol. 68, n° 3, p. 138-149.

Jensen M. C., Meckling W. H. (1992), « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. Werin et H. Wijkander (Eds), *Contract Economics*, Blackwell, p. 251-274.

Judge W. Q., Zeithaml C.P. (1992), « Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process », *Academy of Management Journal*, vol.35, n°4, 1992, p.766-794.

Jungwirth C., Moog P. (2004), "Closing the gap or enlarging the pool: How venture capitalists differ in their syndication motives", n° 23, Working Papers from University of Zurich, Institute for Strategy and Business Economics (ISU).

Johnson J. L., Daily C. M., Ellstrand A. E., (1996), "Boards of directors: a review and research agenda". *Journal of Management*, vol. 22, n° 3, p. 409-438.

Kaplan R.S., Atkinson A.A. (1989), *Advanced Management Accounting*, Prentice Hall, New Jersey.

Kaplan S. N., Strömberg P. (2001), "Venture Capitals As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 91, n°2, p. 426-430.

Kaplan S. N., Strömberg P. (2003), « Financial Contracting Theory Meets The Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, vol. 70, n°2, p. 281-315.

Keloharju M.; Kulp K. (1996), "Market-to-book ratios, equity retention, and management ownership in Finnish initial public offerings", *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, n° 9, p. 1583-1599.

Kharmach H. (2007), "La Gouvernance des Entreprises Financées par *Capital Risque*", Thèse de doctorat de l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.

Kim K., Kitsabunnarat P, Nofsinger.J. (2002), "Ownership control and operating performance in an emerging market : Evidence from Thai IPO firms", *Journal of Corporate Finance*, vol.156, p.1-27.

Kirilenko A .A. (2001), "Valuation and Control in Venture Finance", *Journal of Finance*, vol. 56, n° 2, p. 565-587.

Klein B., Leffler K.B. (1981), "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance," *Journal of Political Economy*, vol. 89, n°4, p. 615-641.

Kogut B., Zander U. (1992), "Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology", *Organization Science*, vol. 3, n° 3, p.383-397.

Kogut B., Zander U. (1996), "What Firms Do? Coordination, Identity and Learning," *Organization Science*, vol. 7, n°5, p. 502-518.

Kothari S. P., Warner J. B. (1997), « Measuring long-horizon security price performance », *Journal of Financial Economics*, vol.43, n° 3, p.301–339.

Krishnan C.N.V., Ivanov V., Masulis R., Singh A. (2009), " Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance and Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming AFA 2008, New Orleans Meetings Paper, ECGI - Finance Working Paper No. 265/2009

Lachmann J. (1992); "Evolution du capital risque en France", *Revue Entreprise et Histoire*, n°2, p. 35-48.

Lachmann J. (1999), *Capital risque et capital-investissement*, Edition Economica.

Landström H. (1992), "The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach", *Entrepreneurship & Regional Development*, vol. 4, n° 3, p.199-223.

Landström H. (2007), *Handbook of research on Venture capital*, edited by Hans Landström, Edward Elgar Publishing.

Lange J. E., Bygrave W., Nishimoto, S., Roedel, J., Stock, W. (2001), " Smart money? The impact of having top venture capital investors and underwriters backing a venture", *Venture Capital*, vol. 3, p. 309-326.

Langlois R. N, Robertson P. L. (1995), "Innovation, Networks, and Vertical Integration" *Research Policy* 24, p.543-562, reprinted in John Storey, ed., *The Management of Innovation*. Cheltenham: Edward Elgar, 2004.

Lantz J.-S. (1999), *Les stratégies d'intermédiation financière en capital-investissement et l'évaluation de la firme lors d'introductions en bourse*, thèse de doctorat, Université de Droit et d'Economie d'Aix-en-Provence, IAE.

Lazonick W., O'Sullivan M., *Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications*, STEP Report ISSN 0804-8185, Oslo, 1998.

Lebas P. (1984), *L'industrie du Capital-risque*, Paris : CESTA.

Lee P., Wahal S. (2004), « Grandstanding, Certification, and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs », *Journal of Financial Economics* vol. 73, p. 375-407.

Leland H. E., Pyle D. H. (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, n° 2, p.371-387.

Lerner J. (1994), "The Syndication of Venture Capital Investments." *Financial Management*, vol. 23, n°3, p.16-27.

Lerner J. (1995), "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 50, n°1, p. 301-318.

Lev B. (2001), *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*, The Brookings Institution Press.

Levitt B., March J. (1988), "Organizational Learning, *Annual Review of sociology*, vol.14, p. 319-40.

Lin T. H., Smith R. L. (1998), "Insider Reputation and Selling Decisions: The Unwinding of Venture Capital Investments during Equity IPOs", *Journal of Corporate Finance*, vol.4, n° 3, p. 241-263.

Linck J., Netter J., Yang T. (2008), "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 3, p. 308-328.

Ljungqvist A., Wilhelm W. J. (2003), « IPO pricing in the Dot-Com bubble », *Journal of Finance*, vol. 58, n°2, p. 723-752.

Lockett A.; Wright D. (1999), "Venture Capital Syndication", *Venture Capital: International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol.1, n° 3, p. 303 - 324.

Lockett A., Wright M. (2001), "The Syndication of Venture Capital Investments", *OMEGA: The International Journal of Management Science*, vol. 29, n°5, p. 375-390.

Loughran T., Ritter J. (2001), « Why has IPO Underpricing Increased over Time? », *Financial Management*, vol. 33, n°3, p. 5-37.

Macintosh J. G. (1997), « Les sorties du marché du capital risqué au Canada et aux Etats-Unis, le financement de la croissance au Canada », *Document de recherche d'industrie Canada*, University of Calgary Press, p. 309-398.

MacMillan I., Zemann L., Subbanarasimha P. (1987), "Criteria distinguishing successful from unsuccessful venture screening process", *Journal of Business Venturing*, vol. 2, n° 2, p. 123-137.

- MacMillan I., Kulow D., Kholyan R.** (1988), Venture capitalists' involvement in their investments : extent and performance, *Journal of Business Venturing*, n° 4, p. 27-47.
- McNally K.** (1997), *Corporate Venture Capital: Bridging The Equity Gap In The Small Business Sector*, Editeur : Taylor & Francis Ltd
- Mahieux X.** (1993), « Capital investissement et valeur de l'entreprise », *Banque*, n°538.
- Mak Y. T., Kusandi Y.** (2002): "Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value", Working Paper, National University of Singapore, Business School.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beekman A.**, (1997), "Venture capitalists, investment appraisal of investment projects : An empirical European study", *Entrepreneurship Theory & Practice*, vol. 21, n°4, p. 29-43.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., Beckman A.** (2002), "Determinants of Required Returns in Venture Capital Investments: A Five Country Study." *Journal of Business Venturing*, vol. 1, n°4, p. 291-312.
- Manigart, S.; Locket, A.; Meuleman, M.; Wright M.; Landström, H.; Bruining, H.; Desbrières, P., Hommel, U.** (2006), "Venture Capitalists' Decision to Syndicate", *Entrepreneurship Theory & Practice*, vol. 30, n°2; p. 131-153.
- March J. G., Simon H. A.** (1958), *Organizations*, New York, John WILEY and Sons, traduction française de Rouchy J.C. et Prunier G., Paris, Dunod, 1991.
- Martinet A.-C.** (2002), "L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique", *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, p. 57-73.
- Mason C.M., Harrison R. T.** (1990), "Informal risk capital: a review and research agenda", *Venture Finance Research Project Working Paper No 1* (University of Southampton and University of Ulster), 40 pages + tables.
- Maunula M.** (2006), "The Perceived Value-added of Venture Capital Investors. Evidence from Finnish Biotechnology Industry," *Discussion Papers 1030*, The Research Institute of the Finnish Economy.
- Maula M., Murray G.** (2002), "*Corporate venture capital and the creation of US public companies: the impact of sources of venture capital on the Performance of Portfolio Companies*", *Creating Value: Winners in the New Business Environment*. M. A. Hitt, R. Amit, C. E. Lucier and R. D. Nixon. Oxford, UK, Blackwell Publishing.
- McBain M. L., Krause D. S.** (1989), « Going public: the impact of insider's holdings on the price of initial public offering », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n°6, p.419-428.
- McColgan P.** (2001), "Agency theory and corporate governance, a review of the literature from a UK perspective", University of Strathclyde, United Kingdom.

- McConaughy D. L., Dhatt M. S., Kim Y. H.** (1995), “ Agency costs, market discipline and market timing: Evidence from post-IPO operating performance, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 20, n°2, p. 563-647.
- McGuinness P.** (1993), “Investor and issuer-related perspectives of IPO underpricing”, *Omega*, vol. 21, n°3, p. 377-392.
- Meggison, W. L., Weiss K. A.**, (1991) “Venture Capitalists Certification in Initial Public Offering”, *Journal of Finance*, vol. 46, n°3, p. 879-903.
- Mehran H.** (1995), "Executive compensation structure, ownership, and firm performance," *Journal of Financial Economics*, vol. 38, n° 2, p. 163-184.
- Michaely R., Shaw W.** (1994), “The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories”, *Review of Financial Studies*, vol. 7, n° 2, p. 279-319.
- Michaely R., Shaw W.** (1995), « Does the choice of auditor convey quality in an Initial Public Offering? », *Financial Management*, vol. 14, n° 4, p. 15-30.
- Mikkelson W. H., Partch M. M., Shah K.** (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public", *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n°3, p.281-307.
- Mitchell F., Reid G. C., Terry N.G.** (1995), “Post-Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists,” *Accounting and Business Research*, vol. 25, n° 99, p.186-196.
- Mitchell F., Reid G.C., Terry N.G.** (1998), "Venture capital supply and accounting information system development", *Entrepreneurship Theory & Practice*, vol. 21, n° 4, p.45-62.
- Morck R.; Shleifer A.; Vishny R. W.** (1989), “Alternative Mechanisms for Corporate Control”, *The American Economic Review*, vol. 79, n° 4, p. 842-852.
- Mougenot G.**, *Tout savoir sur le capital-risque*, 4^{ème} Edition, Gualino éditeur, 2007.
- Nahata R.** (2008), “Venture capital reputation and investment performance, *Journal of Financial Economics*”, vol. 90, n° 2, p. 127-151.
- Narayanan M.P.** (1996), “Form of Compensation and Managerial Decision Horizon”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 4, p. 467-491.
- Nathusius K.** (2002), “Adding Value to Investments. European Private Equity & Venture Capital Association, *Entrepreneurship Education Course*, Module 7. 26 p.
- Nelson R., Winter S.** (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge.
- Norton E.** (1991), "Capital structure and small growth firms", *Journal of Small Business Finance*, vol. 1, n° 2, p.161-77.

- Norton E., Tenenbaum B.** (1992), "Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy", *Journal of Business Venturing*, vol. 8, p. 431-442.
- NVCA** (2008), National Venture Capital Association Yearbook, www.nvca.org
- NVCA** (2009), National Venture Capital Association Yearbook, www.nvca.org
- Ouchi W.G.** (1977), « The Relationship between Organizational Structure and Organizational Control », *Administrative Science Quarterly*, vol. 22, n° 1, p. 95-113.
- Ouchi W.G.** (1979), "A Conceptual Framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, vol. 25, n°9, p. 833-848.
- Pettit R. R., Singer R. F.** (1985), "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, vol. 14, n° 3, p. 47-60.
- Paoli- Gagin V., De Lalande V.** (2000), *Le capital-risque : acteurs, pratiques et outils*, Gualino éditeur.
- Penrose E.T.** (1959), *The theory of growth of the firm*, Basil Blackwell: Oxford.
- Pigé B.** (1997), « Les systèmes d'incitation à la performance: rémunération et révocation des dirigeants », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, p. 241-271.
- Pouget J., Stéphany E.** (2002), *Gouvernance de la relation capital risquéur - entrepreneur*, Congrès international PME , HEC Montréal.
- Reid G. C.** (1998), *Venture capital investment: an agency analysis of practice*, London New York Routledge.
- Richard J.-F.** (1990), *Les activités mentales*, Paris : Arnaud Colin.
- Rindermann G.** (2004), "Venture Capitalist Participation and the Performance of IPO Firms: Empirical Evidence from France, Germany, and the UK", *Advanced in financial economics*, vol. 10, p. 231-294.
- Rindova V. P.** (1999), "What Corporate Boards have to do with Strategy: A Cognitive Perspective", *Journal of Management Studies*, vol. 36, n°7, p. 953 – 959.
- Ritter J.** (1984), "The hot issue" market of 1980", *Journal of Business*, vol. 57, n° 2, p. 215–240.
- Ritter J.** (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, vol. 46, n° 1, p. 3-27.
- Ritter J., Welch I.** (2002), « A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations », *Journal of Finance* vol. 57, p. 1795-1828.
- Robbie K., Wright M** (1996), *Management Buy-Ins: Entrepreneurship, Active Investors and Corporate Restructuring*, Manchester University Press.

Robbie K., Wright M., Thompson S. (1992), « Management Buy-Ins in the UK », Omega, vol. 20, n° 4, p. 445-456.

Robbie K., Wright M., Chiplin B. (1997), “The monitoring of venture capital firms”, Entrepreneurship: Theory and Practice, vol. 21, n°4, p 9-28.

Robinson R. (1987), « Emerging Strategies in the Venture Capital Industry », Journal of Business Venturing, vol. 2, n° 1, p. 53-77.

Rock K. (1986), "Why new issues are underpriced", Journal of Financial Economics, vol. 15, p. 187-212.

Rock A. (1987), “Strategy vs. tactics from a venture capitalist.”, Harvard Business Review, vol. 65, n°6, p. 63-67.

Rosenstein J. (1988), « The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology », Journal of Business Venturing, vol. 3, n° 2, p. 159-170.

Rosenstein S., Wyatt J. G. (1990), “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth,” Journal of Financial Economics, vol. 26, n° 2, p. 175-192.

Rosenstein J., Bruno A.V., Bygrave W.D., Taylor N.T. (1993), “The CEO, venture capitalists, and the board”, Journal of Business Venturing, vol.8, p. 99-113.

Ross R. S. (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", American Economic Review, mai, volume 63, n°2, p. 134-139.

Ross R. S. (1989), “Conflict. In Small Groups in Organizational Settings, edited by R. Ross, and J. Ross, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Ruhnka J. C., Young J. E. (1987), “A venture capital model of the development process for new ventures”, Journal of Business Venturing, vol.2, n°2, p. 167-184.

Sahlman W. A. (1988), "Aspects of Financial Contracting in Venture Capital." Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance 1, n° 2, p. 23-36.

Sahlman W. A. (1990), “The structure and governance of venture-capital organizations”, Journal of Financial Economics, vol. 27, n ° 2, p. 473-521.

Sapienza H. J. (1992), “When do venture capitalists add value?”, Journal of Business Venturing, vol. 7, n° 1, p 9-27.

Sapienza H. J., Manigart S., Vermeir W. (1996), “Venture capitalist governance and value added in four countries”, Journal of Business Venturing, vol. 11, n°6, p. 439-469.

Sapienza H. J., Timmons J. (1989), “The role of venture capitalists in new ventures. What determines their importance?” Academy of Management Proceedings, p. 74-78.

Sapienza H. J., Gupta A. K. (1994), “Impact of Agency Risks and Task uncertainty on Venture Capitalist-CEO interaction”, Academy of Management journal, vol. 17, p.1618-1632.

Sapienza H. J., Amason A. C., Manigart S. (1994), "The Level and Nature of Venture Capitalist Involvement in Their Portfolio Companies: A Study of Three European Countries", *Managerial Finance*, vol. 20, n°1, p. 3-17.

Sapienza H. J., De Clercq D. (2000), "Venture Capitalist-Entrepreneur Relationships in Technology-Based Ventures" *Enterprise and Innovation Management Studies*, vol. 1, n°1, p. 57-71.

Sapienza H. J., Manigart S., Vermeir W. (1995), "A comparison of venture capitalist governance and value-added in the U.S. and Western Europe", *Academy of Management Journal*, Best paper proceedings, p. 105-109.

Sapienza H. J., Manigart S., Vermeir W. (1996), « Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n°6, p. 439-469.

Schertler A. (2003), "Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis", Working Papers 1172, Kiel Institute for World Economics.

Shleifer A., Vishny R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, vol. 94, n°3, p. 461-488.

Shleifer A., Vishny R.W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 52, n°2, p. 737-783.

Schmitt C. (2008), *Regards sur l'évolution des pratiques entrepreneuriales*, Presses de l'Université du Québec; Collection : PME & entrepreneuriat.

Schultz T. W. (1961), « Investment in Human Capital », *The American Economic Review*, vol. 51, n°1, p. 1-17.

Schweiger D. M., William R. S. (1989), "The Utilization of Individual Capabilities in Group Approaches to Decision Making," *Strategic Management Journal*, vol. 10, p. 31-43.

Schwienbacher A. (2002), "An Empirical Analysis of Venture Capital Exits In Europe And United States", Document de recherche, Université de Namur, juillet.

Sentis P. (2001), « Performance opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français 1991-1995 », *Finance*, vol. 22, p. 87-118.

Sentis P. (2004), *L'introduction en bourse*, Edition Economica.

Serve S. (2007), « L'impact de l'admission à la cote sur les performances économiques des entreprises », *Revue Finance*, vol. 28, n°2, 79-120.

Shane S. (2000), "Prior Knowledge and the Discovery of Entrepreneurial Opportunities", *Organization Science*, vol. 11, n° 4, p. 448-469.

Simon H. A. (1947), *Administrative Behavior. A study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*, traduction française par Pierre-Emmanuel Dauzat, 1983, Economica.

Simon H. A. (1982), *Models of bounded rationality, Vols. 1 and 2*, Cambridge, MA: MIT Press.

Sorenson O., Stuart T.E. (2001), "Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments", *American Journal of Sociology*, vol. 106, n°6, p.1546 - 1588.

Spender J. C. (1996), "Making knowledge the basis of a dynamic theory of the firm", *Strategic Management Journal*, vol. 17, winter Special Issue, p. 45-62.

Stephany E. (1994), Contribution à l'étude de la liaison structure du capital, relation d'agence et performance financière : le cas des PME familiales d'Aquitaine financées par capital-risque développement, Thèse pour le doctorat en sciences de gestion, Université de Bordeaux I.

Stephany E. (1998), « Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur l'organisation et le management de la PME » dans "PME : De nouvelles approches", sous la coordination de Torres Olivier, Editions Economica, Collection Recherche en Gestion.

Stephany E. (2001), « L'évolution des pratiques du capital-risque en France », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, p. 63-76.

Stephany E. (2003), *La relation capital-risque/PME, Fondements et pratiques*, Edition de Boeck.

Stevenot-Guéry A. (2007), « Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites », *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 10, n° 4, p. 141-178.

Stevenot-Guéry A., Guéry L. (2006), « L'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites », *Gestion 2000*, vol.23, n° 3, .p.119-163.

Stiglitz J. E. (1988), "Principal and Agent," Papers 12, Princeton, Woodrow Wilson School - Discussion Paper.

Suchard J.-A. (2009), "The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings", *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, n° 4, p.765-774.

Suret J.-M., Gagnon J.-M. (1990), « Coûts d'agence, fiscalité et PME : aspects théoriques et tests empiriques », *Revue Internationale de Gestion des Petites et Moyennes Organisations*, vol. 5, n°2, p. 28-38.

Sweeting R. (1991), « UK Venture Capital Funds and the Funding of New Technology-Based Business : Process and Relationships », *Journal of Management Studies*, vol. 28, n° 6, p. 3-21.

Teece D., Rumelt R., Dosi G., Winter S. (1994), « Understanding Corporate Coherence: Theory and Evidence », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 23, p. 1-30.

- Tian X.** (2007), "Geography and the Structure of Venture Capital Financing", EFA 2007 Ljubljana Meeting Paper.
- Titman S., Trueman B.** (1986), "Information Quality and the Valuation of New Issues," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n° 2, p. 159-172.
- Tréhan N.** (2000), « Capital-Investissement : quel impact sur le processus de décision stratégique de croissance externe des entreprises personnelles et familiales de moyenne dimension ? » Actes du 5ème Congrès International Francophone sur la PME, Lille.
- Tsai W.** (2001), "Knowledge transfer in intraorganizational networks: effects of network position and absorptive capacity on business unit innovation and performance", *Academy of Management Journal*, vol. 44, n°5, p. 996-1004.
- Tyebjee T. T., Bruno A. V.** (1984), « A Model of Venture Capitalist Investment Activity », *Management Science*, vol. 30, n° 9, p. 1051-1066.
- Van den Berghe L. A., Levrau A.** (2002), "The Role of the Venture Capitalist as Monitor of the Company: a corporate governance perspective," *Corporate Governance: An International Review*, vol. 10, n°3, p. 124-135.
- Van Loye G** (1991), "Organisation du pouvoir et financement des PME ", *Revue Direction et Gestion*, n°132-133, décembre, p.47-62.
- Walsh J. P., Seward J. K.** (1990), "On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms"; *Academy of Management Review*; vol.15, n°3, p. 421-458.
- Wang C. K., Sim V. Y. L.** (2001), "Exit Strategies of Venture Capital-backed Companies in Singapore" : *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n°4, p. 337-358.
- Wang C. K.; Wang K.; Lu Q.** (2003), "Effects of venture capitalists' participation in listed companies", *Journal of Banking and Finance*, vol.27, n°10, p. 2015-2034.
- Wang S., Zhou H.** (2004), "Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks", *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n°1, p. 131-155.
- Weick K., Roberts K.** (1993), "Collective mind in organizations: Heedful interrelating on flight desks", *Administrative Science Quarterly*, vol.38, n° 3, p.357-381.
- Weisbach M. S.** (1988), "Outside directors and CEO turnover," *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, p. 431-460.
- Welbourne T. M., Cyr L. A.** (1999), "The Human Resource Executive Effect in Initial Public Offering Firms", *Academy of Management Journal*, vol. 42, n°6, p. 616-629.
- Wernefelt B.** (1984), "A resource-based view of the firm", *Strategic Management Journal*, vol. 5, n°2, p. 171-180.
- Westphal J. D.** (1999), "Collaboration in the boardroom: behavioral and performance consequences of CEO-board social ties", *Academy of Management Journal*, vol.42, n°2, p.7-24.

Whisler T. L. (1988), "Professionalizing: A necessary hurdle", *Nation's Business*, vol. 77, n°11, p. 38-39.

Wijbenga F. H., **Postma** T. J. B. M., **Stratling** R. (2007), "The influence of the venture capitalists' governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 31, n°2, p. 257-277.

Williamson O. E. (1988), *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press.

Wilson R. (1968), "The Theory of Syndicates", *Econometrica*, vol. 36, n° 1, p.119-32.

Winter S. G. (1991), "On Coase, Competence, and Corporation", in O. E. Williamson- S. G. Winter (Eds.), *The Nature of the Firm – Origins, Evolution, and Development*, Oxford, University Press.

Wirtz P. (1999), "Évolution institutionnelle, schémas mentaux et gouvernement des entreprises: le cas Krupp-Thyssen," *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n°1, p. 117-143.

Wirtz P. (2003), "A resource based interpretation of performance enhancing capital structure changes: The O.M. Scott LBO revisited, in G. Charreaux et P. Wirtz, *Gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives*, Economica, Paris.

Wirtz P. (2006), « Compétences, conflits et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 187-221.

Ward J. L., **Handy** J. L. (1988), "A survey of board practices. *Family Business Review*", vol.1, n°3, p. 289-308.

Wright M. (2002), « Le capital-investissement », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n° 141, novembre-décembre, p. 283-302.

Wright M.; **Lockett**, A. (2002), "Structure and Management of Syndicated Venture Capital Investments", *Journal of Private Equity*, vol.5, n°4, p.72-83.

Wright M., **Robbie** K., (1996), "Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information", *Accounting and Business Research*, vol. 26, n°2, p.153-177.

Wright M., **Robbie** K. (1998), "Venture capital and private equity: A review and synthesis". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, n°5, p. 521-570.

www.afic.asso.fr/website

Yermack D. (1995), "Do corporations award CEO stock options effectively?," *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n°2-3, p. 237-269.

Yermack D. (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors," *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, p. 185-211.

Young M. N., Peng M., Ahlstrom D., Bruton G. (2002), “Governing the Corporation in Emerging Economies: A Principal—principal Perspective”, in Best Paper Proceedings, Academy of Management Annual Meeting, August, Denver, CO.

Zacharakis A. L. (2002), “Business risk, investment risk, and syndication of venture capital deals”, presented at 2002, Academy of Management meetings, Denver.

Zahra S. A., Pearce J. A. (1989), « Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model », *Journal of Management*, vol. 15, n°2, p. 291-334.

Zahra S. A., Filatotchev I. (2004), “Governance of the Entrepreneurial Threshold Firm: A knowledge-based perspective”, *Journal of Management studies*, vol. 41, n°5; p. 885- 897.

Zopounidis C. (1987), « Le capital risque en France: Les entreprises financées », *La Revue du Financier*, vol.52, p.39-49.

TABLE DES ILLUSTRATIONS

Tableau I.1 : les investissements en « <i>venture capital</i> » aux Etats-Unis	27
Tableau I.2 : les investissements en « <i>private equity</i> » et « <i>venture capital</i> » en Europe (en milliards d'Euros)	28
Tableau I.3 : l'évolution de l'activité du capital-investissement en France (en millions d'Euros)	31
Tableau I.4 : le nombre d'opérations d'investissements réalisés par les CI en France	32
Tableau I.5 : l'évolution des montants investis en capital-investissement par stade de développement en France (en millions d'Euros)	33
Tableau I.6 : le nombre d'opérations d'investissements réalisés par stade de développement en France	34
Tableau I.7 : le nombre de PME bénéficiant du soutien des CI	34
Tableau I.8 : l'évolution des montants levés selon l'origine des fonds (en millions d'Euros €)	38
Tableau I.9 : l'évolution du nombre d'investissements selon le type d'investisseur (volume)	40
Tableau I.10 : l'évolution des montants investis selon le type d'investisseur (valeur) (en millions d'Euros)	40
Tableau I.11 : la typologie des CI intervenant en France	44
Tableau I.12 : les indicateurs de risque par stade de développement (amorçage et création)	45
Tableau I.13 : la répartition des désinvestissements par type de sortie en France (en millions d'Euros)	58
Tableau I.14 : l'historique des désinvestissements en nombre d'opérations en France	58
Tableau I.15 : les conditions d'admission d'Alternext vs Eurolist	65
Tableau I.16 : l'évolution des introductions en bourse sur notre échantillon de travail (1997-2005) par type de marché	66
Tableau I.17 : les conditions d'admission sur Alternext	67
Tableau I.18 : la présentation du marché Euronext-Paris	70
Tableau I.19 : les différentes procédures de notre échantillon de travail	74
Tableau I.20 : une synthèse des travaux traitant du lien entre la présence des CI et la performance des firmes financées	88
Tableau II.1 : les mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant	106
Tableau II.2 : la représentation cognitive du système de gouvernance	170
Tableau III.1 : une revue empirique traitant des facteurs explicatifs du niveau d'implication des CI	214
Tableau III.2 : les études empiriques consacrées au lien entre la présence des CI et la performance des introductions en bourse des sociétés financées par des CI	216
Tableau III.3 : un rappel des hypothèses théoriques	225
Tableau III.4 : les variables de contrôle	239
Tableau III.5 : la dispersion de l'échantillon par groupe de secteurs d'activité	261
Tableau III.6 : la composition de l'échantillon par rapport à la présence du CI	262
Tableau III.7 : le taux de représentation des CI dans l'échantillon des études antérieures traitant du lien entre la présence des CI et la performance de l'introduction en bourse	263
Tableau III.8 : les résultats de l'analyse univariée	265
Tableau III.9 : le profil des sociétés de capital-investissement	270
Tableau III.10 : la synthèse des mécanismes de gouvernance des CI	274
Tableau III.11 : une mesure de la gouvernance disciplinaire	278
Tableau III.12 : les facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / entrepreneur	280

Tableau III.13 : les résultats de la régression de Poisson traitant des facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-entrepreneur	281
Tableau III.14 : une mesure de la gouvernance cognitive	286
Tableau III.15 : les facteurs déterminant la gouvernance cognitive de la relation CI / entrepreneur	287
Tableau III.16 : les résultats de la régression de Poisson traitant des facteurs explicatifs de la gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur	288
Tableau III.17 : la synthèse des résultats relatifs aux facteurs explicatifs de la gouvernance disciplinaire et de la gouvernance cognitive des CI	291
Tableau III.18 : les résultats des régressions mesurant l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le niveau de sous-évaluation	295
Tableau III.19 : les résultats de la régression de Poisson mesurant l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le ratio de Marris	300
Tableau III.20 : les résultats de la régression de Poisson mesurant l'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur la variation de la performance opérationnelle	305
Tableau III.21 : la synthèse des résultats des régressions testant l'impact de la gouvernance disciplinaire sur la performance de l'introduction en bourse	307
Tableau III.22 : les résultats de la régression linéaire testant le lien entre la gouvernance cognitive des CI et le niveau de sous-évaluation	309
Tableau III.23 : les résultats de la régression de Poisson testant le lien entre la gouvernance cognitive des CI et le ratio de Marris	311
Tableau III.24 : les résultats de la régression logistique testant le lien entre la gouvernance cognitive des CI et la dégradation de la performance opérationnelle	315
Tableau III.25 : la synthèse des résultats des régressions testant l'impact de la gouvernance cognitive sur la performance de l'introduction en bourse	316
Tableau III.26 : la régression testant l'influence des facteurs explicatifs sur l'implication des CI	320
Tableau III.27 : la régression testant l'influence de l'implication des CI sur le niveau de sous-évaluation	323
Tableau III.28 : la régression testant l'influence de l'implication des CI sur le ratio de Market to book	325
Tableau III.29 : la régression testant l'influence de l'implication des CI sur la variation de la performance opérationnelle	327
Figure I.1 : le mécanisme général de financement par capital-investissement	36
Figure I.2 : le comportement actif des CI dans les différentes phases du contrat de financement par capital-investissement	49
Figure I.3 : les principales parties intervenantes lors d'une introduction en bourse	75
Figure II.1 : le modèle explicatif de l'incidence de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées	138
Figure II.2 : la modélisation de l'impact de la gouvernance disciplinaire de la relation CI / dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse	162
Figure II.3 : le modèle explicatif de l'incidence de la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées	187
Figure II.4 : la modélisation de l'impact de la gouvernance cognitive de la relation CI / dirigeant sur la performance de l'introduction en bourse	207
Figure III.1 : la composition de l'échantillon par année d'introduction	260
Figure III.2 : la composition de l'échantillon par capitalisation boursière	262
Encadré II.1 : Seuils de détention et stades de contrôle dans les entreprises françaises	245

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	8
PREMIERE PARTIE – APPROCHE DESCRIPTIVE : FINANCEMENT PAR CAPITAL- INVESTISSEMENT ET PERFORMANCE DE L’INTRODUCTION EN BOURSE	20
INTRODUCTION DE LA PARTIE 1	21
CHAPITRE 1 : LES CARACTERISTIQUES DU FINANCEMENT PAR CAPITAL-INVESTISSEMENT ET LES STRATEGIES DE SORTIE DES INVESTISSEURS	23
<i>Section 1 : Le capital-investissement en France : caractéristiques et évolution</i>	24
1.1. Les fondements historiques du capital-investissement	24
1.1.1. Le développement du « Venture Capital » aux Etats-Unis	24
1.1.2. Le « Private Equity » ou le capital-investissement	25
1.2. Le développement du capital-investissement en Europe et en France	27
1.2.1. La création de réseaux des sociétés de développement régional	29
1.2.2. La mise en place de structures institutionnelles et de véhicules d’investissement	29
1.3. Les cycles d’évolution du capital-investissement français	31
<i>Section 2 : Le capital-investissement : une activité d’intermédiation spécifique</i>	35
2.1. Le fonctionnement d’un financement par capital-investissement	36
2.1.1. Les investisseurs : pourvoyeurs de fonds	36
2.1.2. Les sociétés de capital-investissement	38
2.1.2.1. La structure d’actionnariat des sociétés de capital-investissement	38
2.1.2.2. Le taux de participation	41
2.1.2.3. La spécialisation sectorielle	41
2.1.2.4. La syndication	42
2.1.3. Les entreprises financées ou cibles	44
2.2. Les caractéristiques d’un financement par capital-investissement	44
2.2.1. La notion de risque dans le capital-investissement	44
2.2.2. Le degré d’asymétrie informationnelle	46
2.2.3. Le comportement actif des CI dans les différentes phases du contrat de financement par capital- investissement	48
2.2.3.1. La phase précontractuelle	49
2.2.3.2. La phase contractuelle	51
<i>Section 3 : La sortie des CI et l’importance du marché des introductions en bourse</i>	52
3.1. Les voies de désengagement des CI	53
3.1.1. Les cessions industrielles et financières	53
3.1.2. Le rachat des actions par le management	54
3.1.3. L’introduction en bourse ou « Initial Public Offerings »	55
3.2. La densité des activités d’introductions en bourse : un intérêt pour le capital-investissement	56
Conclusion du Chapitre 1	60

CHAPITRE 2 : LE ROLE DES CAPITAL-INVESTISSEURS DANS UN CONTEXTE D'INTRODUCTION EN BOURSE 62

Section 1 : Le processus d'introduction en bourse en France 63

1.1.	Les différents marchés	63
1.1.1.	Eurolist : le marché réglementé d'Euronext-Paris	63
1.1.2.	Les marchés organisés	64
1.1.2.1.	Alternext : Un marché régulé	64
1.1.2.2.	Les conditions d'admission	67
1.1.2.3.	Les obligations des sociétés cotées sur Alternext	67
1.1.3.	Le marché libre : un marché organisé	68
1.2.	Les méthodes d'introduction	71
1.2.1.	Le système d'enchères	71
1.2.2.	Le système à prix fixe	72
1.2.3.	Le système à livre d'ordres ou « Placement global garanti » (PGG)	73
1.3.	Les principales parties prenantes d'une introduction en bourse	74

Section 2 : Les problématiques d'asymétrie informationnelle et la performance de l'introduction en bourse 75

2.1.	Le niveau de sous-évaluation et les modèles d'asymétrie informationnelle	76
2.1.1.	L'asymétrie d'information entre les investisseurs informés et les investisseurs non informés	77
2.1.2.	L'asymétrie informationnelle et les risques de sélection contraire et moral	78
2.2.	L'importance d'un signal dans un contexte d'asymétrie informationnelle	80
2.3.	Une revue de la littérature : l'impact de la présence des CI sur la performance de l'introduction en bourse	84

Conclusion du Chapitre 2 91

CONCLUSION DE LA PARTIE 1 92

DEUXIEME PARTIE – APPROCHE THEORIQUE : UNE MODELISATION DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES : LA GOUVERNANCE DE LA RELATION CI-ENTREPRENEUR 94

INTRODUCTION DE LA PARTIE 2 95

CHAPITRE 3 : L'APPROCHE DISCIPLINAIRE DE LA THEORIE DE LA GOUVERNANCE : CADRE CONCEPTUEL DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DE LA FIRME FINANCEE 100

Section 1 : Les fondements de la théorie de la gouvernance 101

1.1.	La relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants	102
1.1.1.	Les facteurs à l'origine des conflits d'agence	103
1.1.2.	Les implications de la divergence des intérêts : les coûts d'agence	104
1.2.	Les principaux mécanismes de gouvernance	106
1.2.1.	Le conseil d'administration comme mécanisme central de contrôle	106
1.2.2.	Le système de rémunération du dirigeant	107

Section 2 : L'implication des CI dans la résolution des conflits d'agence 109

2.1.	La relation contractuelle entre les CI et l'entrepreneur / dirigeant de la PME	109
2.1.1.	Les spécificités de la relation CI-dirigeant de PME /entrepreneur	110
2.1.2.	Le « monitoring » exercé par les CI	116

2.2.	Les mécanismes de gouvernance des firmes financées par les CI	119
2.2.1.	Le conseil d'administration, mécanisme interne de contrôle du dirigeant	120
2.2.1.1.	La composition du conseil d'administration	120
2.2.1.2.	La taille du conseil d'administration.....	122
2.2.2.	La structure de propriété et l'allocation des droits de vote	123
2.2.3.	La politique de rémunération comme facteur incitatif permettant d'améliorer la performance des firmes financées	124
2.2.4.	Le financement séquentiel, mécanisme de contrôle visant à réduire les problèmes d'asymétrie d'information	126
2.2.5.	La syndication, un mécanisme de contrôle visant à réduire l'asymétrie informationnelle et le comportement déviant du dirigeant.....	127
2.2.6.	Le système d'information	128
2.2.7.	Le pacte d'actionnaires	129
Section 3 : La modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées selon le modèle disciplinaire de la gouvernance		131
3.1.	Le modèle explicatif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées : une gouvernance de la relation CI / dirigeant axée sur le contrôle	132
3.2.	Les hypothèses dérivées du modèle	134
3.2.1.	Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant axée sur le contrôle	134
3.2.1.1.	La relation entre le niveau de conflits d'intérêt et l'intensité de la gouvernance disciplinaire	134
3.2.1.1.1.	L'actionnariat des dirigeants et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant	135
3.2.1.1.2.	La taille de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant	136
3.2.1.1.3.	Le niveau d'endettement de la firme, le type de financement et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.....	137
3.2.1.1.4.	La performance de la firme et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant	138
3.2.1.1.5.	La structure de propriété du CI et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.....	139
3.2.1.2.	La relation entre le degré d'asymétrie informationnelle et l'intensité de la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.....	141
3.2.1.2.1.	Le stade de l'investissement et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.....	141
3.2.1.2.2.	Le dynamisme du secteur et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.....	142
3.2.1.2.3.	Le niveau d'actifs intangibles et la gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant.....	143
3.2.1.2.4.	Le niveau d'expérience de l'entrepreneur et la gouvernance disciplinaire de la relation CI.....	144
3.2.2.	La gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant et la performance de l'introduction en bourse	146
3.2.2.1.	La gouvernance disciplinaire de la relation CI-dirigeant : l'implication des CI dans les mécanismes de gouvernance « classiques »	146
3.2.2.1.1.	La concentration des droits de propriété au moment de l'introduction en bourse.....	147
3.2.2.1.2.	Le conseil d'administration.....	148
3.2.2.1.2.1.	La composition du conseil d'administration	149
3.2.2.1.2.2.	La taille du conseil d'administration.....	151
3.2.2.1.3.	La politique de rémunération	152
3.2.2.2.	La gouvernance disciplinaire des CI : la mise en place de mécanismes spécifiques de gouvernance	154
3.2.2.2.1.	Le financement séquentiel	154
3.2.2.2.2.	La taille de la syndication	155

3.2.2.2.3.	La politique de communication financière et la performance des entreprises.....	156
3.2.2.2.4.	Le pacte d'actionnaires	157
Conclusion du Chapitre 3		159

CHAPITRE 4 : LA CONTRIBUTION DES THEORIES COGNITIVES DE LA GOUVERNANCE A L'ETUDE DE LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES PAR DES CI

Section 1 : L'importance des théories cognitives de la gouvernance et les fondements		164
1.1.	Les limites de la vision disciplinaire de la gouvernance	164
1.1.1.	Les hypothèses relatives au comportement du dirigeant.....	164
1.1.2.	Les hypothèses relatives au rôle de l'actionnaire	165
1.2.	Les fondements des théories cognitives	166
1.2.1.	Les origines des théories cognitives.....	166
1.2.2.	Les principaux arguments cognitifs	167
1.2.2.1.	La connaissance dans les théories cognitives.....	167
1.2.2.2.	La rationalité procédurale et la dimension dynamique du comportement des individus	168
1.3.	Le modèle cognitif de la gouvernance	169
Section 2 : L'implication des CI dans la résolution des conflits cognitifs "destructeurs" et dans la création de ressources cognitives		172
2.1.	La relation CI-entrepreneurs / dirigeants de PME selon le modèle cognitif de la gouvernance : une relation de créations cognitives	173
2.1.1.	Les différences de schémas mentaux et conflits cognitifs entre les CI et les entrepreneurs	173
2.1.2.	Les coûts cognitifs dans la relation CI-entrepreneur.....	176
2.1.3.	Les apports des CI en ressources cognitives	177
2.2.	Les mécanismes de gouvernance dans la relation de collaboration entre les CI et les entrepreneurs	180
2.2.1.	Le conseil d'administration des firmes financées par des CI.....	180
2.2.2.	La syndication.....	181
2.2.3.	La formation des compétences à travers la professionnalisation de la fonction Ressources Humaines	182
Section 3 : La modélisation de l'impact des CI sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées sous une approche cognitive de la gouvernance		185
3.1.	La modélisation de la contribution des CI à la performance de l'introduction en bourse des firmes financées : une approche cognitive de la gouvernance	185
3.2.	Les hypothèses dérivées du modèle	187
3.2.1.	Les déterminants de la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant	188
3.2.1.1.	Le lien entre le degré d'asymétrie de connaissance et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant	188
3.2.1.1.1.	Le degré de maturité de la firme et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant	188
3.2.1.1.2.	Le niveau d'expériences managériales de l'entrepreneur et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant	190
3.2.1.1.3.	Le caractère tacite de la connaissance et le secteur d'activité et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant.....	191
3.2.1.2.	Les caractéristiques des CI et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant.....	191
3.2.1.2.1.	L'expérience spécifique des CI de la firme et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant	192

3.2.1.2.2.	L'expérience dans le métier de CI et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant.....	192
3.2.1.2.3.	Le degré de spécialisation et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant	193
3.2.1.2.4.	Le type de CI et les gains cognitifs de la relation CI-dirigeant	194
3.2.1.2.5.	Le taux de participation des CI dans la firme soutenue et la gouvernance cognitive de la relation CI-dirigeant	195
3.2.2.	Le système de gouvernance comme vecteur d'acquisition et de création de ressources cognitives : l'impact sur la performance de l'introduction en bourse des sociétés financées.....	196
3.2.2.1.	Les mécanismes classiques de la gouvernance et la performance de l'introduction en bourse des firmes financées	197
3.2.2.1.1.	L'identité des actionnaires comme source de compétences	197
3.2.2.1.2.	La composition du conseil d'administration	198
3.2.2.2.	Les mécanismes spécifiques au capital-investissement	200
3.2.2.2.1.	La composition de la syndication.....	200
3.2.2.2.2.	La création et formation de compétences à travers les fonctions de Gestion de Ressources Humaines	202
Conclusion du chapitre 4		205
CONCLUSION DE LA PARTIE 2		208
TROISIEME PARTIE – APPROCHE EMPIRIQUE : IMPACT DE LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE DES FIRMES FINANCEES		210
INTRODUCTION DE LA PARTIE 3		211
CHAPITRE 5 : LA PRESENTATION GENERALE DE L'ETUDE		213
<i>Section 1 : Les travaux empiriques antérieurs</i>		213
1.1.	Les études empiriques relatives aux facteurs explicatifs de l'implication des CI	215
1.2.	Les études empiriques relatives à la performance des introductions en bourse des entreprises financées par des CI	218
<i>Section 2 : La description générale de la démarche empirique</i>		220
Conclusion du Chapitre 5		223
CHAPITRE 6 : LE RAPPEL DES PROPOSITIONS THEORIQUES ET OPERATIONNALISATION DES VARIABLES		224
<i>Section 1 : Le rappel des propositions théoriques</i>		224
<i>Section 2 : L'opérationnalisation de la variable expliquée et des variables de contrôle communes aux modèles disciplinaire et cognitif</i>		230
2.1.	La variable expliquée	230
2.2.	Les variables de contrôle.....	236
<i>Section 3 : L'opérationnalisation des variables explicatives dans le modèle disciplinaire</i>		240
3.1.	Les hypothèses liées aux facteurs explicatifs du contrôle exercé par les CI (à travers le système de gouvernance).....	240
3.2.	Les hypothèses liées au système de gouvernance des CI (mécanismes de gouvernance) et ses effets sur la performance de la firme	244
<i>Section 4 : L'opérationnalisation des variables dans le modèle cognitif</i>		250
4.1.	Les hypothèses relatives aux variables déterminant la gouvernance cognitive des CI	250
4.2.	Les hypothèses relatives aux mécanismes de gouvernance et leur impact sur la performance de la firme	252

Conclusion du Chapitre 6	255
CHAPITRE 7 : L'ANALYSE DESCRIPTIVE DE L'ECHANTILLON	256
<i>Section 1 : Les statistiques descriptives générales</i>	<i>256</i>
1.1. La constitution de l'échantillon.....	257
1.2. La description détaillée de l'échantillon	259
<i>Section 2 : Les différences significatives entre les deux sous-échantillons</i>	<i>263</i>
2.1. Une analyse univariée	264
2.2. Les résultats et l'interprétation.....	266
<i>Section 3 : La description du profil des CI présents dans le sous-échantillon et l'implication des CI dans le système de gouvernance</i>	<i>270</i>
3.1. Le profil des CI	270
3.2. L'implication des CI dans le système de gouvernance (dans l'échantillon)	270
3.2.1. La structure de propriété des firmes financées par des CI	271
3.2.2. La répartition des droits de vote.....	272
3.2.3. La présence des CI au conseil d'administration.....	272
3.2.4. La syndication.....	273
3.2.5. Le nombre de séquences de financement	273
Conclusion du Chapitre 7	275
CHAPITRE 8 : LES DETERMINANTS ET EFFETS DE LA GOUVERNANCE DISCIPLINAIRE ET COGNITIVE DE LA RELATION CI-ENTREPRENEUR SUR LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION	276
<i>Section 1 : Les déterminants du système de gouvernance dans les modèles disciplinaires et cognitifs</i>	<i>276</i>
1.1. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant dans le modèle disciplinaire	276
1.1.1 La mesure de la gouvernance disciplinaire	277
1.1.2 Le principe de la modélisation de la régression de Poisson	279
1.1.3 Les résultats de la régression multivariée traitant des facteurs déterminant le niveau de contrôle des CI	281
1.2. Les déterminants de la gouvernance de la relation CI / dirigeant dans le modèle cognitif	285
1.2.1. La mesure de la gouvernance cognitive	285
1.2.2. Les résultats de la régression de Poisson traitant des facteurs déterminant l'importance de la gouvernance cognitive de la relation CI-entrepreneur	287
<i>Section 2 : L'impact de la gouvernance de la relation CI / entrepreneur sur la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI</i>	<i>293</i>
2.1. Le modèle explicatif disciplinaire de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI.....	293
2.1.1. L'impact du système de gouvernance disciplinaire des CI sur le niveau de sous évaluation.....	294
2.1.1.1. Les remarques préliminaires à la régression linéaire	294
2.1.1.2. Les résultats des régressions linéaires.....	295
2.1.2. L'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur le ratio de Marris (Market to Book)	298
2.1.2.1. Les propriétés du ratio de Marris	299
2.1.2.2. Les résultats des régressions de Poisson	299

2.1.2.	L'impact de la gouvernance disciplinaire des CI sur la performance opérationnelle post-introduction (variation de la performance opérationnelle).....	303
2.1.3.1.	La transformation de la variable Δ .ROA.....	303
2.1.3.2.	Le principe de modélisation du modèle Logit ordonné.....	304
2.1.3.3.	Les résultats des modèles et l'interprétation	304
2.2.	Le modèle explicatif cognitif de la performance de l'introduction en bourse des firmes financées par des CI	308
2.2.1.	L'impact de la gouvernance cognitive sur le niveau de sous-évaluation	308
2.2.2.	L'impact de la gouvernance cognitive sur le ratio de Marris.....	310
2.2.3.	L'impact de la gouvernance cognitive sur la variation de la performance opérationnelle	315
Conclusion du Chapitre 8	.....	317
CHAPITRE 9 : LA CONTRIBUTION DES CI A LA PERFORMANCE DE L'INTRODUCTION EN BOURSE – UNE APPROCHE SYNTHETIQUE	.....	319
<i>Section 1 : Les déterminants du niveau d'implication des CI</i>		<i>319</i>
<i>Section 2 : Les effets de l'implication des CI sur la performance de l'introduction en bourse</i>		<i>322</i>
Conclusion du Chapitre 9	.....	328
CONCLUSION DE LA PARTIE 3	.....	330
CONCLUSION GENERALE	.....	331
BIBLIOGRAPHIE	.....	343
TABLE DES ILLUSTRATIONS	.....	368
TABLE DES MATIERES	.....	370
TABLE DES ANNEXES	.....	377

TABLE DES ANNEXES

Annexe 1 : les grandes dates du Capital Investissement en France	378
Annexe 2 : les Clauses organisant la sortie des CI	379
Annexe 3 : la présentation du marché boursier français avant et après les réformes en 2005	380
Annexe 4 : les informations requises par le CI dans le cadre d'un <i>reporting</i>	381
Annexe 5 : les principales clauses du pacte d'actionnaires	382
Annexe 6 : la définition de l'indépendance retenue pour les membres du conseil d'administration (extraite du document diffusé par le MEDEF et l'AFEP en octobre 2003)	383

Annexe 1 : Les grandes dates du Capital Investissement en France

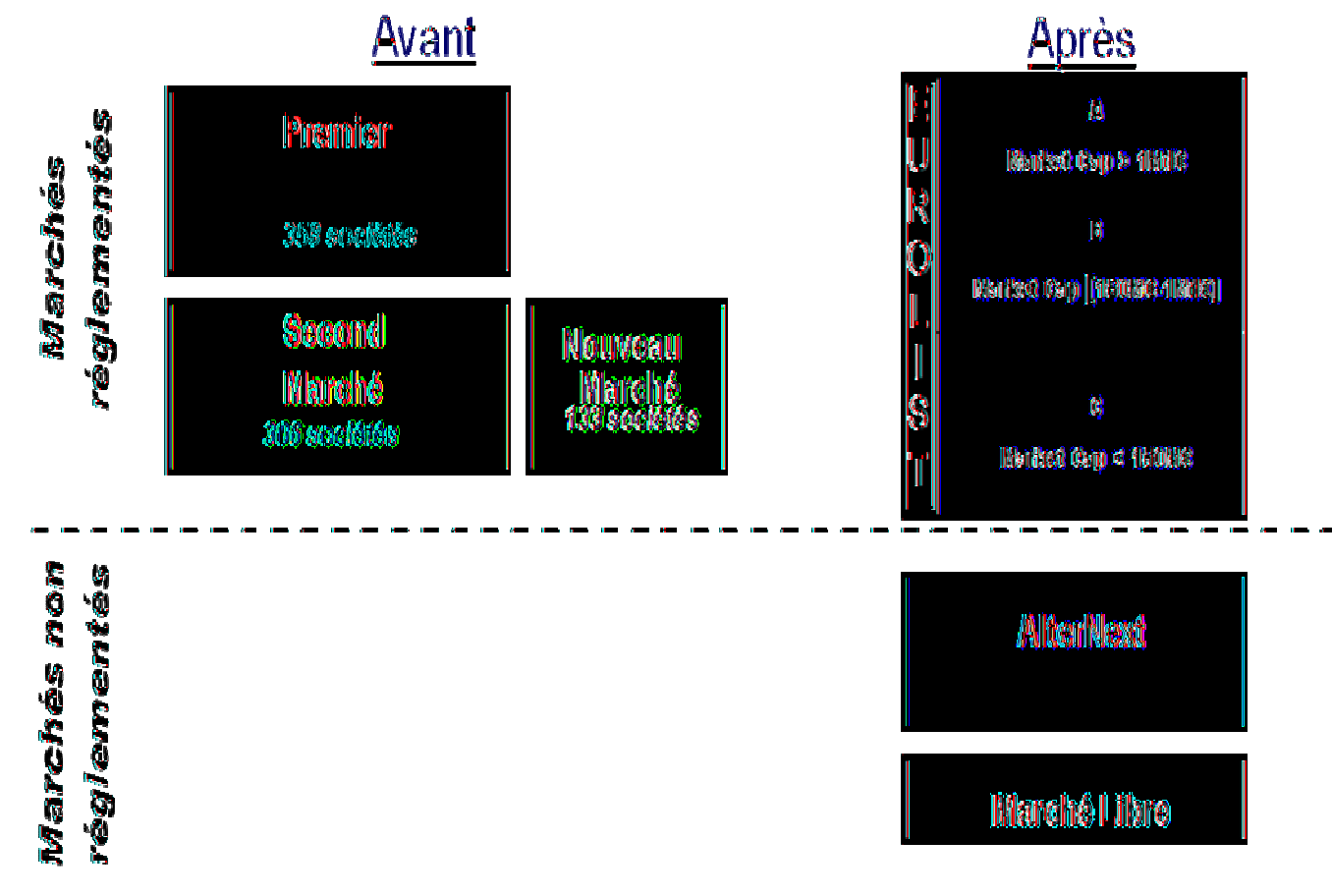
1955	Création des sociétés de développement régional (SDR)
1971	Création des sociétés françaises d'innovation (SFI)
1977	Création des instituts régionaux de participation (IRP), dont le statut a été supprimé en 1985 avec la création des SCR.
1982	Création de SOFARIS
1983	Création des fonds communs de placement à risques (FCPR)
1984	Loi sur le rachat d'entreprise par les salariés (RES) modifiée en 1987
1985	Création des Sociétés de capital risque (SCR)
1988	Intégration fiscale
1994	Instauration d'une réduction d'impôt pour les investissements réalisés par des personnes physiques dans des sociétés non cotées
1997	Création des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) par le gouvernement Juppé
1998	Création des fonds DSK
1999	Prolongation jusqu'en 2001 des avantages fiscaux liés aux FCPI
	Lois Allègre sur l'innovation et la recherche, prévoyant notamment la mise en place d'incubateurs publics
2000	Reconduction pour 5 ans des avantages fiscaux liés aux FCPI
2002	Modification de la législation sur les FCPR, FCPI et SCR; et reconduction pour 5 ans de la réduction d'impôt liée aux investissements dans le non coté
2003	Création des FIP (Fonds d'Investissement de Proximité)
2005	Création d'OSEO

Annexe 2 : Les Clauses organisant la sortie des CI

Clause de préemption ou d'agrément	Les actionnaires de l'entreprise peuvent faire valoir une clause de préemption de manière à empêcher l'entrée d'un actionnaire indésirable.
Clause de sortie pactée	Aucune des parties du pacte d'actionnaires ne peut céder des actions à un tiers sans que celui-ci n'ait expressément adhéré au pacte.
Clause de sortie conjointe	L'actionnaire majoritaire désirant sortir du capital de l'entreprise est obligé d'organiser en même temps la sortie du capital de l'investisseur. Le cédant doit ainsi trouver un acquéreur capable d'acquérir non seulement des titres mais aussi ceux détenus par le capital-investisseur.
Clause de sortie prioritaire	Les actionnaires majoritaires s'engagent à ne pas vendre leurs titres tant que l'investisseur ne sera pas sorti du capital.

Source : D'après Stephany E., 2003, *La relation capital-risque/PME, Bruxelles* : De Boeck, coll. Comptabilité, contrôle et finance, p.165.

Annexe 3 : La présentation du marché boursier français avant et après les réformes en 2005



Annexe 4 : Les informations requises par le CI dans le cadre d'un reporting

<p>Tableau de bord</p>	<p>Des informations sur l'activité : la production, le chiffre d'affaires</p> <p>Des indicateurs de performances : marges (marge brute et nette), rentabilités</p> <p>La situation de trésorerie et son évolution L'évolution des stocks</p>
<p>Des documents prévisionnels</p>	<p>Des budgets trimestriels</p> <p>Des prévisions de trésorerie</p> <p>Des bilans prévisionnels</p>

Source: D'après Stephany E., 2003, La relation capital-risque/PME, Bruxelles, De Boeck, coll. Comptabilité, contrôle et finance, p.178.

Annexe 5 : Les principales clauses du pacte d'actionnaires

Les clauses définissant le contrôle de l'entreprise	
Les clauses d'accès aux organes de direction et / ou de surveillance	Le droit de représentation au conseil d'administration ou de surveillance
Les clauses financières organisant la répartition et le partage des actifs	La clause de liquidation préférentielle (boni de liquidation)
Les clauses d'organisation des organes de direction	Le nombre et qualité des membres
Les clauses organisant le suivi de la participation	
La clause d'information	Elle oblige à élaborer <i>un reporting</i> spécifique pour l'investisseur (présentation de budgets, d'états financiers) selon une périodicité contractuellement définie.
Les clauses de consultation préalable ou d'autorisation préalable avant de prendre certaines décisions lourdes (investissement, acquisition d'une société, lancement d'un nouveau produit...)	
Les clauses portant sur la sortie du capital	
La clause d'agrément	Elle a pour objectif d'empêcher un des actionnaires de la société de céder ses titres à des tiers non agréés
Les clauses de préemption	Elles visent à empêcher l'arrivée d'un nouvel actionnaire indésirable et à assurer une certaine stabilité du capital
La clause d'inaliénabilité	Elle oblige une catégorie d'actionnaires à conserver ses titres pendant une certaine durée.
La clause anti-dilutive (<i>ratchet</i>)	En cas d'augmentation de capital réalisée à un prix par action inférieur à celui du tour précédent, un investisseur pourra exercer ses bons de souscription d'actions à un prix ajusté à celui du nouveau tour.

Source : Mougnot G., 2007, Tout savoir sur le capital risque, Gualino Editeur, p. 300-306.

Annexe 6 : la définition de l'indépendance retenue pour les membres du conseil d'administration (extraite du document diffusé par le MEDEF et l'AFEP en octobre 2003)

Le Comité a retenu les principes d'indépendance des Administrateurs contenus dans le document de recommandation relatif au gouvernement d'entreprise diffusé par le MEDEF et l'AFEP en octobre 2003 :

- ne pas être salarié ou mandataire social de la Société et ne pas l'avoir été au cours des cinq dernières années,
- ne pas être mandataire social d'une société dans laquelle la Société détient directement ou indirectement un mandat d'Administrateur, ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la Société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'Administrateur,
- ne pas être client, fournisseur ou banquier d'affaires, banquier de financement :
 - significatif de la Société ou de son Groupe,
 - ou pour lequel la Société ou son Groupe représente une part significative de l'activité,
- ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social,
- ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq dernières années,
- ne pas être Administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans,
- s'agissant d'Administrateurs représentant des actionnaires importants de la Société, ils sont considérés comme indépendants dès lors qu'ils ne participent pas au contrôle de la Société et que le pourcentage de détention est inférieur à 10 % ; au-delà de ce seuil, le Conseil sur rapport du Comité des Nominations et des Rémunérations doit statuer en tenant compte de la composition du capital et l'existence de conflits d'intérêts potentiels.