

Le rôle de l'information de gestion dans la relation dirigeants-actionnaires : le cas des sociétés de capital investissement

Florence CAVELIUS
Philippe DESSERTINE
Université Paris X Nanterre CEROS

Classification JEL : G300, M410 – *Réception* : novembre 2007; *Acceptation* : mai 2009

Correspondance : florencecavelius@aol.com

Résumé : L'exigence d'informations de gestion et leur utilisation par le capital investisseur (CI) sont appréciées grâce à une étude qualitative. Le CI, investisseur actif et soucieux de la rentabilité de son placement, peut être intéressé par une information traditionnellement réservée au dirigeant. Les résultats montrent que les CI s'impliquent à des degrés divers dans l'obtention d'informations de gestion, ce qui se traduit par une association variable aux décisions. Nous proposons une typologie du mode d'utilisation de ces informations par les CI. Nous montrons que, lorsque le CI est actif, l'information de gestion est le vecteur d'un véritable partenariat entre dirigeant et investisseur, coopération qui reste toutefois limitée par des difficultés juridiques.

Mots clés : gouvernance d'entreprise - capital investissement - information de gestion – contrôle – coopération.

Abstract: The demand of management control information (MCI) and its use by Venture Capitalists (VC) are examined through a qualitative study. The VC, active investor concerned with investment return, may be interested by information traditionally reserved to the manager. The results show that the VC are implied to differing levels in obtaining MCI, which is expressed by distinct levels of involvement in the decisions. We enlighten a typology of the way of using this information by the VC. When the VC is active, the MCI is the vector of a true partnership between manager and investor, limited by legal difficulties.

Key words: corporate governance - venture capital - management control information – control – cooperation.

Introduction

L'effondrement de l'action EADS en raison du retard pris dans la production de l'A380, les affaires de délit d'initié qui en ont résulté, démontrent, s'il en était besoin, l'importance des informations internes de gestion dans la valorisation financière d'une société et l'extrême intérêt pour un investisseur de disposer aussi tôt que possible de pareilles informations.

L'objet de cette recherche est d'approfondir cette problématique autour de concepts identifiés de longue date par la théorie financière, en particulier à partir des travaux de Fama (1991). Il est légitime pour un investisseur privilégié (ayant un statut de quasi *insider*, partenaire financier interne), de prétendre à une information privilégiée (l'information privée), contrepartie du risque important qu'il accepte de prendre.

Le financement considéré ici est représenté par les sociétés de capital investissement (notées CI) ; l'information dont nous parlons est celle issue des données du contrôle de gestion de l'entreprise dans laquelle le CI a pris une participation (notée PA).

L'objectif est d'évaluer le degré d'exigence d'information de la part du CI et l'utilisation qui en est faite, afin d'identifier d'éventuelles disparités entre ces investisseurs en dépit d'une prise de risque identique. Quand ces derniers expriment une volonté manifeste de réduire leur asymétrie d'information avec les dirigeants, quel processus est mis en œuvre ? Le capital investisseur est-il précis dans son exigence d'informations issues du contrôle de gestion ? En plus d'être prescripteur, se fait-il également promoteur d'autres manières d'organiser le système de contrôle de gestion en interne ? Quelle utilisation est finalement faite de cette information ? Autant de questions majeures auxquelles cette recherche souhaite donner des éléments de réponse.

Après avoir exposé le rôle théorique de l'information de gestion dans le cadre d'une relation de gouvernance du type CI, les résultats de la recherche seront présentés. Grâce à une étude qualitative, nous identifions les modes d'actions possibles des CI à la lumière de l'utilisation de l'information de gestion.

1. Le rôle de l'information de gestion dans la relation dirigeant - CI : cadre théorique et méthodologique

1.1 La relation dirigeant - CI : un mode de gouvernance cognitive menacé par l'émergence de conflits

Selon une définition de l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) et Pricewaterhouse Coopers (2006), le métier de capital investissement consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites ou moyennes entreprises généralement non cotées. Ces structures peuvent faire appel à cette ressource à différentes phases de leur vie : lors du démarrage, en période de croissance, lors d'une transmission, parfois dans une perspective de redressement voire de survie.

La participation d'un CI au financement d'une entreprise n'est pas neutre. Le CI doit contrôler l'atteinte des performances tout en établissant des relations proches et constructives (Gorman et Sahlman, 1989 ; MacMillan et *al.*, 1989 ; Sapienza, 1992 ; Mitchell et *al.*, 1995 ; Elango et *al.*, 1995 ; Desbrières, 2001).

Ainsi, au-delà de leur rôle d'apporteur de fonds et des conseils en matière financière, (Mitchell et *al.*, 1997 ; Stephany, 1998), la participation des CI s'étend à l'élaboration de la stratégie (Sapienza et *al.*, 1994), et aux activités opérationnelles (MacMillan et *al.*, 1989), telles que préconiser l'embauche de personnes clés pour l'activité (Rosenstein et *al.*, 1993). Par ailleurs, les CI utilisent leurs réseaux de relations et en font bénéficier le dirigeant, dans le but d'apporter de la valeur à leur participation (Sapienza et *al.*, 1996 ; Ferrary, 2006).

Au sens strict de la relation investisseur/dirigeant, la gouvernance qui se met en place en présence de CI se situe au-delà de la gouvernance partenariale telle qu'elle est entendue généralement (Charreaux, 1997), et mobilise deux grilles de lecture théoriques :

Le premier cadre d'analyse, la théorie de l'intendance (Davis et *al.*, 1997), permet d'affiner la représentation du dirigeant ; celui-ci se trouve dans une logique conjointe de réussite pour l'entreprise et de satisfaction de son ambition personnelle. Le succès conduit à la satisfaction pécuniaire des acteurs, d'abord interne (le dirigeant) puis par extension externe (l'actionnaire).

Le deuxième cadre d'analyse, la théorie de l'actionnaire apporteur de ressources cognitives (Charreaux, 2002), précise la place de

l'investisseur dans le contexte du CI ; un rôle plus cognitif doit lui être reconnu d'apport et de construction de connaissances. Les analyses classiques, séparant les fonctions de propriété et de management, conduisent à occulter la dimension cognitive, l'actionnaire étant réduit à sa fonction d'apporteur de capitaux, le dirigeant à celle de manager. Or la fonction cognitive existe, et elle est en réalité partagée par le dirigeant et l'actionnaire, pour peu que ce dernier soit influent, ce qui peut être le cas des CI.

Toutes ces recherches vont plutôt dans le sens d'un lien fort et durable établi entre le CI et le dirigeant de l'entreprise concernée, d'une collaboration productive en termes de création de valeur. Mais ce n'est pas toujours le cas. La relation CI - dirigeant peut donner naissance à des conflits (Stévenot, 2006), notamment lorsque des divergences apparaissent lors de la nécessité de formuler des choix ou lorsque les résultats se dégradent (Stévenot, 2006). Les dirigeants peuvent être contrariés par certaines implications des CI dans les activités opérationnelles de la firme, notamment pour tout ce qui touche à la gestion des ressources humaines, ou le recrutement de personnes clés (Guery et Stévenot, 2006). Par ailleurs, l'étude menée en 1989 par MacMillan et *al.* (1989), fait état d'un degré d'implication contrasté. Les auteurs distinguent ainsi trois types de CI, en fonction de leur implication dans les activités des PA :

- Des CI de type « Laissez Faire involvement » (ou implication de type laisser-faire) : les CI s'impliquent peu, laissent une grande latitude au management et jugent les résultats ;
- Des CI de type « Moderate involvement » (ou implication modérée) : les CI nouent des relations constructives mais ne s'immiscent pas dans la gestion ;
- Des CI de type « Close Tracker involvement » (ou implication de type surveillance étroite) : les CI sont omniprésents, et s'impliquent fortement dans les activités de la firme y compris de manière opérationnelle.

Ces dernières recherches font état de relations complexes et contrastées entre les CI et leurs participations. On aurait tout lieu de penser que l'existence de tels contrastes se retrouve également dans l'exigence d'informations de gestion et dans l'utilisation qui en est faite.

1.2 L'information de gestion au cœur de la relation dirigeants - CI

1.2.1. L'exigence d'informations de gestion par les CI

Les CI ont besoin d'informations qui les rassurent sur les performances de leurs investissements. L'information comptable obligatoire, reconnue comme limitée en pertinence (Cauvin et *al.*, 2006), notamment pour ce qui est de la préhension du futur, conduit les CI à s'intéresser à une information à champ plus large, ou information de gestion (Cavélius, 2007). Sous ce vocable, nous comprenons les informations sectorielles, les informations non financières, de nature opérationnelle ou stratégique, et les informations prévisionnelles (Chenhall, 2003).

Si l'actionnaire va au-delà de son rôle de contrôleur et veut jouer un rôle d'apport de connaissances, il aura besoin de l'information de gestion, si ce n'est pour piloter les activités, tout au moins pour en comprendre les ressorts. Les CI donnent ainsi priorité à des informations prévisionnelles par rapport à des informations historiques (Rosman et O'Neill, 1993), accordent, en environnement incertain, plus d'importance à la planification stratégique qu'au contrôle (Granlund et Taipaleenmäki, 2005 ; Gruber, 2007) et préfèrent les informations stratégiques aux informations financières (Rosman et O'Neill, 1993). Ferrary (2006), étudiant plus particulièrement les échanges se créant entre les CI et le dirigeant, met en lumière la nécessité de collecter des informations de nature non financière, à caractère stratégique, afin d'évaluer trois sources d'incertitude : le marché, le produit et l'entrepreneur.

En échange des informations fournies aux CI, l'entreprise peut être renseignée sur ses concurrents, sur des éléments nouveaux se rapportant à son secteur. L'actionnaire est un miroir vis-à-vis du dirigeant, le conduisant à réfléchir sur des points clés, à orienter certains actes ou décisions (Holland, 2005). Stévenot (2006) parle d'échanges de connaissances, en amont même de l'information. Les CI manifestent en conséquence une préférence affirmée aux informations de gestion par rapport aux informations légales obligatoires. Cependant, compte tenu de l'existence de degrés d'implication divers des CI dans les activités de la firme, nous énonçons la proposition suivante :

Proposition P1 : la volonté de jouer un rôle cognitif et la recherche de maîtrise des risques incitent les CI à exiger des informations de gestion, exigence variable en fonction du degré d'implication des CI dans les activités de leur PA.

1.2.2. Les moyens de l'obtention d'informations de gestion par les CI

La diffusion d'informations de gestion à l'actionnaire est qualifiée de volontaire : le dirigeant choisit de diffuser ou non de telles informations, selon l'un des principes fondamentaux de la relation d'agence. Néanmoins, cette relation a toutes les chances d'être rééquilibrée dans le cas de l'actionnaire CI, plus impliqué que l'actionnaire classique, et susceptible d'utiliser des leviers de pressions plus puissants.

Après la phase d'investissement proprement dite, les CI demandent un certain nombre d'informations de manière récurrente. Mitchell et *al.* (1995) ont ainsi étudié les types d'informations reçues par les sociétés de capital investissement. Leur premier constat est que l'information comptable est demandée et obtenue de manière détaillée. Les CI accordent également une attention particulière à l'information prévisionnelle. Par ailleurs, des informations qualitatives, de type commentaires ou explications des résultats, sont très souvent adjointes aux données quantitatives. Enfin, mais de manière non systématique, des éléments chiffrés complémentaires sont exigés, de type indicateurs opérationnels, tels que le carnet de commandes, les capacités de production ou les mesures non financières de performance.

Les CI peuvent mettre en place à leur arrivée des changements dans la manière dont est reportée l'information, en termes de contenu et de périodicité (Mitchell et *al.*, 1997).

Ils peuvent être amenés à recourir à un conseil externe afin de diagnostiquer les besoins et de mettre en place des solutions. Leur implication à ce stade peut aller jusqu'à leur intervention dans la mise en place de systèmes de gestion si ceux-ci n'existent pas (Rosman et O'Neill, 1993 ; Mitchell et *al.*, 1997 ; Granlund et Taipaleenmäki, 2005), dans une démarche analogue à celle observée dans le cas de rachats d'entreprises (Jones, 1992).

Cependant, compte tenu de l'existence de degrés d'implication divers des CI dans les activités de la firme, nous pouvons énoncer la proposition suivante :

Proposition P2 : l'exigence d'information de gestion conduit les CI à s'engager dans la mise en place des systèmes internes de gestion et des modalités de reporting, de manière variable en fonction de leur degré d'implication dans les activités de leur PA.

1.2.3. *L'utilisation de l'information de gestion par les CI*

La demande et l'obtention d'informations de gestion devraient se traduire par une forte implication dans les activités de la firme : conseils en matière financière, stratégique, implication opérationnelle, mise en relations avec d'autres partenaires. Ces informations de gestion devraient également être un moyen de maîtriser le risque et l'incertitude lié à l'investissement, une nécessité afin de coopérer aux différentes activités.

Mais les observations issues de la littérature sont à cet égard contrastées. L'utilisation de l'information de gestion est rarement traitée en tant que telle, mais plutôt sous-entendue au travers de l'étude des échanges entre CI et dirigeants des PA. Elle est sans aucun doute utilisée lors de la sélection des projets d'investissement, en amont de la collaboration, ainsi qu'en font état Desbrières et Broye (2000) : les CI utilisent alors de nombreuses informations de gestion (compétences des dirigeants, étude du secteur, des produits, du marché, informations prévisionnelles telles le business plan). En cours de collaboration, Ferrary (2006) met en évidence le rôle de la « confiance pourvoyeuse d'informations nécessaire à l'évaluation de l'incertain ». Ferrary rapporte des propos de CI très proches de leurs participations au point de donner des conseils ou d'intervenir dans certains aspects très opérationnels, grâce à la qualité des échanges mis en œuvre. Bonnet (2005), quant à lui, a trouvé une corrélation entre la confiance, la qualité du reporting et la performance financière. Mais il n'étudie pas le lien entre la qualité du reporting et les rôles de contrôle ou de conseil. Enfin d'autres auteurs étudient plutôt le lien entre la fréquence et la qualité des relations, et la performance (Sapienza, 1992 ; De Clercq et Sapienza, 2006), ou le lien entre la présence de CI et la performance (Desbrières et Schatt, 2002).

Les travaux précédents ne font pas état de variations possibles dans l'utilisation de l'information de gestion par les CI en fonction de leur degré d'implication, notamment faible ou modéré, voire en présence de conflits. C'est ce que nous souhaitons étudier dans le cadre de cette recherche. Nous énonçons ainsi la proposition suivante :

P3 : les disparités dans l'exigence d'informations de gestion se traduisent par des modes variables d'utilisation de ces informations en matière de contrôle et de coopération, ce qui est une validation des typologies de CI existantes.

Compte tenu de la faiblesse de la littérature, notamment dans l'énoncé de cette dernière proposition, ces propositions n'ont pas valeur d'hypothèses, et ne seront pas validées en tant que telles. Néanmoins, le support de l'étude qualitative menée permettra de donner un poids certain à ces propositions, sans pouvoir prétendre à une généralisation des résultats. Cette recherche s'inscrit donc comme une première étape de construction d'éléments nouveaux afin d'enrichir la littérature, dans le cadre d'une démarche interprétative de situations.

1.3 Méthodologie de la recherche : une démarche qualitative à visée confirmatoire

La méthodologie retenue est qualitative à visée confirmatoire ; elle conduit à la constitution d'un échantillon pertinent et cohérent auquel s'applique le protocole de recherche.

Afin d'éviter les biais liés à la constitution de l'échantillon, le choix des structures interrogées a lieu de manière aléatoire à partir d'une table de nombre, au sein de la population de référence constituée grâce au site de l'AFIC (206 CI français en 2005).

Sont ainsi retenus vingt CI, dont neuf acceptent le protocole de recherche : pour chaque CI, nous rencontrons un directeur de participations (noté I) et un dirigeant de l'une des participations (noté D). Ce sont ces neuf paires d'interlocuteurs qui constituent l'échantillon final (les caractéristiques des CI et des PA figurent en annexe). Dix-huit entretiens sont menés, d'une durée de 1h30 à 2h, qui satisfont le principe de saturation de Glaser et Strauss (1967).

Afin d'obtenir des données discursives, reflétant l'état de l'art et les croyances des individus, la méthode choisie est celle de l'entretien individuel semi directif, fondée sur un guide structuré afin d'aborder les thèmes suivants préalablement définis : l'utilisation de l'information de gestion au moment du choix de l'investissement, les caractéristiques des systèmes internes de gestion, et des modes de reporting, l'implication des CI dans la mise en place et l'évolution de ces systèmes, l'utilisation des informations de gestion diffusées.

Les données recueillies sous forme de paires d'interlocuteurs, enregistrées et retranscrites intégralement, ont été classées dans des matrices thématiques afin de procéder ensuite à une analyse de contenu classique (Bardin, 2001). Il s'agit de comparer les propos de nos interlocuteurs sur un même thème, en analysant les différences de perception entre les CI et les dirigeants, puis de mettre en évidence les liens possibles entre les thèmes pour un CI donné : par exemple, la nature de l'information de gestion échangée et la nature de la participation du CI aux activités de la firme. Dans la présentation des résultats, nous nous attacherons à valider notre travail par la présentation d'extraits de discours.

2. Les résultats : une typologie du mode d'utilisation des informations de gestion dans la relation dirigeant - CI

Quatre résultats principaux se dégagent de cette étude : si l'exigence en informations de gestion est manifeste, les attentes des CI ne sont pas homogènes, mais l'information obtenue est néanmoins plus riche que celle d'un actionnaire classique. Cette hétérogénéité les conduit à s'impliquer à des degrés divers dans la mise en place du *reporting* et des systèmes internes de contrôle de gestion. Les informations obtenues sont ensuite utilisées à des fins diverses dans le mode de relation CI – PA. Ces résultats mettent en évidence une typologie du mode d'utilisation des informations de gestion, et laissent entrevoir des difficultés d'ordre juridique en fonction du mode d'utilisation adopté, ce qui entache quelque peu la qualité du processus.

2.1 La demande d'une information à champ large malgré des attentes disparates

La demande en information de gestion se manifeste très clairement dans les propos de tous les CI interrogés (tableau 1).

Tableau 1 – Informations demandées par les CI

Informations demandées par les CI	Ratio
Compte de résultat	9/9
Bilan	5/9
Situation de trésorerie	9/9
Informations prévisionnelles	9/9
Informations sectorielles	9/9
Indicateurs physiques d'activité	7/9
Rapport de gestion	5/9
Indicateurs liés à l'activité commerciale	8/9
Informations stratégiques – R&D – Marché et concurrence	7/9
Informations Organisation Structure	6/9

En revanche, la perception des investisseurs quant à leurs besoins n'est pas uniforme en la matière (tableau 2). Pour la majorité, l'information doit être au minimum agrégée par rapport à celle du dirigeant, sinon lissée afin d'éviter les à-coups reconnus comme anxiogènes pour l'investisseur.

L'avis des dirigeants est à cet égard intéressant : pour 7 dirigeants sur 9, si la transparence est de mise, il est acquis qu'il faut éviter de donner tout le détail aux actionnaires qui n'ont pas le recul nécessaire pour en apprécier la teneur. Pour eux, il faut «gérer» l'information fournie. Seuls deux d'entre eux préfèrent donner ce qui leur sert en interne, afin d'éviter le surcroît de travail, ce qui suppose une confiance totale envers le CI.

Tableau 2 – *Nature de l'information souhaitée par les CI et avis des dirigeants*

Nature de l'information souhaitée	Ratio CI	Ratio PA	Eléments de validation
La même que celle du dirigeant	3/9	2/9	« L'information d'un administrateur et les outils de gestion internes sont quand même très proches » (I2) « Il est beaucoup plus simple pour nous de donner ce que nous avons en interne, cela nous évite de passer du temps en retraitements stériles » (D2)
La même que celle du dirigeant mais agrégée	4/9	5/9	« En tant qu'administrateur, j'ai besoin d'un niveau agrégé de ce qu'utilise le patron, mais j'ai quand même besoin d'informations qui recouvrent tous les aspects de l'entreprise » (I3) « Les actionnaires ne supportent pas le stress – Il faut leur donner des grandes masses – Si trop de détails, ils se perdent » (D9)
Une information différente, lissée	2/9	2/9	« Si le système est très réactif, cela devient dangereux (car trop volatile) de le mettre dans à disposition de l'actionnaire sauf à le lisser dans le temps de manière suffisante.» (I5). « Il vaut mieux en dire le moins possible, car sinon on prend un risque » (D6).

Ces résultats, montrant une préférence affirmée des CI pour les informations de gestion, vont dans le sens des travaux de Rosman et O'Neill, (1993), Desbrières et Broye (2000), Granlund et Taipaleenmäki, (2005), Ferrary (2006), et Gruber, (2007). Notre étude montre que les informations souhaitées peuvent néanmoins être variables dans leur contenu et dans leur forme, ce qui valide

partiellement notre proposition P1. Le lien avec le degré d'implication sera établi lors de l'étude de l'utilisation des informations reçues.

2.2 Une implication variable dans la mise en place du reporting

Quoi qu'il en soit, les CI mettent très rapidement en place les modalités d'échanges d'informations avec leur PA :

Tableau 3 – Degré d'implication des CI dans la mise en place du reporting

Degré d'implication des CI	Ratio CI	Eléments de validation
Demande d'adaptations	6/9	« Nous n'imposons pas de format, nous utilisons les documents du manager, ce serait stupide de mettre en place un double <i>reporting</i> . Par contre, on ne s'interdit pas d'en discuter avec le manager, de faire éventuellement évoluer le <i>reporting</i> , de demander d'autres indicateurs, que le manager utilisera aussi. Ce que nous voyons ailleurs peut-être utile pour une autre participation du même secteur d'activité » (I8)
Imposition d'un format	3/9	« Sur le formalisme de l'information on essaye de mettre en place très rapidement après l'investissement le <i>reporting</i> , en général, comme on co-investit avec des fonds de réputation, on amène tous notre <i>reporting</i> et on met en place quelque chose adapté à l'entreprise » (I2)

La qualification « *reporting* » est très forte, puisqu'il s'agit normalement de celui d'une filiale vis-à-vis de son siège.

De fait, si les CI disent en théorie vouloir se contenter du *reporting* existant dans l'entreprise avant leur arrivée, très rapidement, la plupart formule au minimum des adaptations ou des demandes différentes ou supplémentaires.

Dans les participations minoritaires, les choses ne sont pas toujours aussi claires, surtout lorsque l'investisseur n'a pas réussi à imposer ses vues. Mais alors souvent, c'est la qualité des systèmes internes voire du management qui est remise en cause :

« Cela est finalement assez dépendant de la participation – nous avons des reportings extrêmement détaillés, où nous obtenons tout ce que nous voulons, où le dirigeant joue le jeu de la transparence – en général le management est alors de qualité et tout est sous contrôle – mais vous avez des cas où le management est un peu laxiste et où en tant que minoritaires, nous n'avons pas la capacité à l'imposer [...] Parfois l'information est fausse ou tronquée parce que les types en interne ne maîtrisent pas bien eux-mêmes, ils ne l'ont pas – [...] Il faut que le dirigeant comprenne que c'est son intérêt, que cela lui est utile à lui aussi » (I2).

Comment les dirigeants perçoivent-ils ces obligations de reporting ? Pour certains, ce n'est pas ressenti comme une contrainte :

« L'information que nous diffusons est celle qui nous sert à gérer en interne » (D2).

Mais pour la majorité, si l'intérêt du reporting est admis, il n'est pas question que cela devienne ingérable :

« On comprend leurs contraintes. Il ne faudrait pas que cela devienne plus compliqué, car on atteint les limites en matière de rapport gain/coûts » (D3).

Car force est de constater que l'information fournie va bien au-delà de l'information obligatoire légale, si l'on compare par exemple à l'information diffusée par les sociétés cotées (Cavélius, 2007), ainsi que l'illustre le tableau 4.

Nos résultats sont conformes à ceux obtenus par Mitchell et *al.* (1997), qui avaient montré que la présence des CI stimule le contenu des informations diffusées et la périodicité des échanges. Notre travail apporte une précision supplémentaire, dans la mesure où l'on constate des degrés d'implication divers des CI dans la mise en place du reporting.

Cette exigence en informations de gestion incite-t-elle les CI à s'impliquer dans les systèmes internes afin de garantir la qualité de l'information fournie ?

Tableau 4 – Principales caractéristiques du reporting comparées à l'information des sociétés cotées

Caractéristiques : contenu et périodicité	Ratio CI	Éléments de comparaison avec les sociétés cotées (Etude de Cavélius, 2007)
Informations comptables et financières	9/9	100% des entreprises de l'échantillon
Informations prévisionnelles	7/9	11% des entreprises de l'échantillon
Informations sectorielles	9/9	27% des entreprises de l'échantillon
Indicateurs physiques d'activité	7/9	30% des entreprises de l'échantillon
Informations stratégiques et organisationnelles	7/9	75% des entreprises de l'échantillon
Avant J+15 mensuel	7/9	18% des entreprises de l'échantillon diffusent des résultats trimestriels, 36% dans les 60 jours après la période

2.3 Une implication possible dans la mise en place des systèmes de contrôle de gestion

Exigeants en termes de besoins, les CI peuvent être impliqués dans la mise en place et l'évolution des systèmes de contrôle (tableau 5). L'implication du CI revêt des degrés divers. Dans la majorité des cas, le CI accompagne l'entreprise dans la mise en œuvre ou l'incite à l'aménagement de nouveaux systèmes de contrôle. Dans ce contexte, la démarche est alors bien perçue par le dirigeant, qui en tire avantage. En revanche, une attitude trop interventionniste est considérée par le dirigeant comme de l'ingérence. Ces résultats sont en accord avec les résultats des études précédentes (Rosman et O'Neill, 1993 ; Mitchell et al., 1997 ; Granlund et Taipaleenmäki, 2005), qui avaient également mis en avant le développement des systèmes internes de contrôle sous l'impulsion des CI dans le contexte anglo-saxon.

Tableau 5 – Degré d'implication des CI dans la mise en place des systèmes de contrôle

	Degré d'implication des CI et réaction des PA	Ratio	Éléments de validation
Perception des CI	Implication directe dans les changements demandés	2/9	« Si on a l'impression que leur système ne tient pas la route, on impose nos méthodes voire on fait changer le SI» (I1)
	Conseil dans la mise en place mais pas d'implication opérationnelle	5/9	«On part de l'audit initial pour demander un certain nombre d'aménagements, ensuite, en voyant le système fonctionner au mois le mois, on peut être amené à le faire évoluer » (I7)
	Non concerné par les systèmes internes	2/9	« Le SI de l'entreprise en interne, cela ne relève pas du CA. C'est aux dirigeants opérationnels de la société d'estimer leurs besoins et de trouver ensuite les outils qui répondent » (I4)
Perception des PA	Y voient un avantage	4/9	« C'est parfois intéressant de pouvoir confronter des points de vue, et de prendre de bonnes idées chez les autres » (D7)
	Sont dubitatifs sur l'apport des CI	2/9	« Franchement, on ne les a pas attendus pour identifier les indicateurs pertinents de pilotage » (D5)
	Sont hostiles ou indifférents	3/9	« Il ne manquerait plus que cela. On nous impose le reporting, on peut encore avoir la liberté du comment obtenir l'info » (D9)

En cas de forte implication des CI, le contenu des informations disponibles dans le système de gestion apparaît de fait comme

particulièrement riche pour des entreprises en majorité de taille modeste ou à un stade peu avancé de leur développement. Au côté des données financières classiques ont été développées des batteries d'indicateurs non financiers, ainsi que des informations prévisionnelles et sectorielles. Les résultats présentés dans le tableau 6 l'illustrent et peuvent être rapprochés de ceux de l'étude de Nobre (2001) : les entreprises de 50 à 100 personnes interrogées utilisaient peu ou pas les tableaux de bord, la procédure budgétaire ou l'analyse des écarts.

Tableau 6 – *Informations existant dans le système de contrôle de gestion des participations*

Informations existant dans le SIG des PA	Ratio	Présence de ces informations dans l'étude de Nobre (2001) Entreprises 50-100 p
Informations comptables et financières seules	3/9	Oui pour toutes
Informations prévisionnelles	9/9	Peu ou pas
Informations sectorielles	9/9	Peu ou pas
Indicateurs physiques d'activité	7/9	Peu ou pas
Informations stratégiques et organisationnelles	7/9	Non traitées

Nos résultats confirment les travaux précédents, dans la mesure où les CI peuvent influencer fortement la mise en place d'outils de pilotage, et pousser à l'enrichissement de l'information qu'ils reçoivent. Néanmoins, notre étude apporte une précision supplémentaire : cette implication n'est pas homogène au sein de la population étudiée, ce qui valide partiellement notre proposition P2. Comme précédemment, le lien avec le degré d'implication sera établi lors de l'étude de l'utilisation des informations reçues, ce que nous allons justement analyser : quelle utilisation est faite de l'information reçue, et quels bénéfices les dirigeants peuvent-ils retirer de leur transparence ?

2.4 L'information de gestion comme vecteur d'un véritable partenariat entre le dirigeant et le CI

Si les CI disent majoritairement être capables de juger des performances de leur PA, nous avons perçu des modes variables d'utilisation des informations de gestion. L'information de gestion est d'abord utilisée à des fins de contrôle de la performance, contrôle dont l'intensité est variable selon les CI (tableau 7).

En fonction du mode de contrôle adopté, une relation de coopération se met en place entre investisseur et dirigeant ou est au contraire inexistante (tableau 8).

Nous distinguons ainsi trois situations :

- Choix par le CI d'un contrôle fort de type pilotage : le CI utilise les informations de gestion pour vérifier la performance et agir ; il se perçoit alors dans un mode de coopération avec le dirigeant. En réalité, cette coopération est perçue par le dirigeant comme de l'ingérence, de fait inefficace ; tout se passe comme si le CI était le dirigeant. On retrouve ici les résultats de Williams et *al.* (2006), qui avaient mis en évidence l'atténuation du rôle du fondateur dans les décisions stratégiques après implication des CI. C'est également dans ce cas que l'on voit apparaître des risques de conflits (conforme avec les résultats de Stévenot, 2006) ;
- Choix par le CI d'un contrôle atténué de type conseil : le CI utilise les informations de gestion pour s'assurer de la performance notamment future, en donnant des conseils mais sans agir lui-même. Ce mode de contrôle est celui qui est jugé le plus opérant par les dirigeants. En pratique, ce contrôle au sens vérification se veut atténué au profit du mode coopératif, sous la forme d'une collaboration productive. Ainsi, l'investisseur conseil est clairement perçu par le dirigeant comme ayant un apport utile pour lui dans son propre processus de réflexion (en accord avec les travaux de Sapienza, (1992), Rosenstein et *al.*, (1993) et Sapienza et *al.*, 1996). L'un des dirigeants met en avant le caractère solitaire du dirigeant, qui de fait utilise l'investisseur comme miroir afin de valider ses décisions, ce qui n'est pas sans rappeler l'étude de Holland (2005) ;
- Choix par le CI d'un mode de contrôle faible par les résultats : le CI dispose de moins d'informations de gestion, ce qui lui permet de juger de la performance immédiate sans pouvoir anticiper sur le

futur. Ils demeurent dans une attitude de surveillance et d'espérance de rendement (en accord avec les travaux de Ferrary, 2006). Lorsque les CI n'exercent qu'un contrôle lointain, les dirigeants les considèrent comme inefficaces dans leur contrôle. La coopération est alors absente, au motif, avancé par les dirigeants, du manque de connaissance du métier par le CI (argument déjà mis en avant par Rosenstein et *al.*, 1993, et par Sapienza et *al.*, 1996).

Il semblerait que les investisseurs qui connaissent bien le métier de l'entreprise, ont une vision industrielle des choses, voire sont parfois eux-mêmes d'anciens dirigeants, ont un apport coopératif plus grand que les investisseurs qui se positionnent comme des financiers purs (résultats conformes à ceux de Stévenot, 2006). Cependant, ils ne doivent pas agir à la place du dirigeant, car alors, se met en place une relation de défiance. De fait, la relation de coopération semble naître de la relation de confiance qu'entretiennent les dirigeants avec leurs investisseurs, ainsi que l'avait déjà identifié Bonnet (2005) dans son étude. Lorsque la confiance n'existe pas, notamment lorsque le dirigeant vit mal la perte d'indépendance, ou lorsque l'investisseur est jugé incompetent, il n'y a pas de coopération possible, et de fait, même le contrôle semble peu efficace. Ces résultats vont dans le sens de notre proposition P3. Il nous reste à établir les liens entre les exigences d'informations de gestion et leur utilisation, afin de construire une typologie du mode d'utilisation des informations de gestion, qui nous permettra de valider définitivement nos propositions.

Tableau 7 – Utilisation de l'information de gestion : degré de contrôle

	Degré de contrôle	Ratio	Eléments de validation
Perception des CI	Contrôle fort de type pilotage	2/9	« Nous passons au peigne fin chaque mois les éléments que nous recevons. Cela nous permet de savoir exactement où va l'entreprise, d'être au clair sur sa performance, pour ensuite proposer les bonnes actions » (I6).
	Contrôle atténué de type conseil	5/9	« Sur la durée du CA, on passe un peu de temps sur le P&L, mais c'est le passé, mais surtout on va regarder les métriques opérationnelles, qui viennent en complément et qui donnent une idée du futur » (I3) « Je n'aime pas le mot contrôle, nous sommes plutôt des partenaires » (I8)
	Contrôle faible par les résultats	2/9	« L'info que l'on a est suffisante pour savoir où on va, après on gère en fonction des résultats par rapport aux attentes » (I4)
Perception des PA	Inefficacité perçue dans le cas d'un contrôle faible ou fort	4/9	« Ils contrôlent forcément puisqu'ils sont extrêmement présents, et au conseil d'administration – ils analysent au fil de l'eau, ils suivent, ils savent exactement ce qui se passent – mais dans la pratique, ce sont des financiers, ne connaissent rien au business, il faut en permanence expliquer, rassurer » (D6)
	Perception d'un contrôle efficace dans le cas d'un contrôle de type conseil	2/9	« Les réunions sont constructives, cela nous permet nous-mêmes de nous remettre en cause, d'apprendre éventuellement de nos erreurs. Parfois, les investisseurs pointent du doigt des problèmes que nous n'avons pas perçus, notamment dans le choix d'une solution. C'est probablement lié leur connaissance du secteur, ils ont un peu une approche de consultants » (D3).

Tableau 8 – *Utilisation de l'information de gestion : du contrôle à la coopération*

	Degré de coopération	Ratio	Eléments de validation
Perception des CI	Coopération forte associée au mode de contrôle de type pilotage	2/9	« C'est nous les patrons » (I1)
	Coopération forte associée au mode de contrôle de type conseil	5/9	« On est amené à participer, à donner notre avis. Dans le métier que l'on fait, on a la chance de voir passer énormément de projets, d'avoir accès à tout un tas d'informations sur les grandes tendances de marché, donc on en fait profiter les managers.» (I3)
	Coopération inexistante associée à un contrôle faible par les résultats	2/9	« Nous ne prétendons pas en savoir plus que les patrons de nos participations : chacun son métier, lui gère et nous apportons les capitaux en espérant un rendement. » (I5)
Perception des PA	Inefficacité perçue dans le cas d'une coopération forte de type pilotage ou d'une coopération inexistante	4/9	« Il n'y a pas de vraie coopération sauf avec les industriels, qui eux comprennent quelque chose, mais pour eux, on est trop petit » (D6). « Pour nous l'important est la stratégie de développement des produits, les investisseurs sont des financiers, ils ne connaissent pas grand chose à notre métier » (D4).
	Perception d'une coopération fructueuse interactive dans le cas d'une coopération forte de type conseil	5/9	« Il y a une vraie coopération, ce sont des gens intelligents, ils ont un vrai rôle de conseil – un dirigeant est quelqu'un d'extrêmement seul, il a besoin de dialoguer, d'échanger, de discuter, de confronter des points de vue » (D8).

2.5 Synthèse des résultats : une typologie du mode d'utilisation des informations de gestion

Le tableau de synthèse 9 nous permet de relier les différents thèmes entre eux, et de positionner les CI (par leur numéro) en fonction des résultats obtenus précédemment.

Tableau 9 – De l'exigence d'informations à son utilisation

Nature des informations souhaitées	Détaillées 1 6	Agrégées 2 3 7 8 9	Lissées 4 5
Imposition du reporting	Oui 1 6	Adaptation 2 7 8 3 9	Non 4 5
Implication dans les systèmes internes de gestion	Directe 1 6	Conseil 2 3 7 8 9	Inexistante 4 5
Mode de contrôle	Fort 1 6	Atténué 2 3 7 8 9	Faible 4 5
Coopération	Inefficace 1 6	Conseil 2 3 7 8 9	Inexistante 4 5

Ce tableau met en évidence des similitudes de mode d'action, depuis la demande en informations de gestion jusqu'à l'utilisation qui en est faite : plus l'exigence en informations est précise, et plus le contrôle est fort, et la coopération possible, jusqu'au moment où elle disparaît, le CI se substituant au dirigeant. L'exigence en informations de gestion et l'engagement des CI pour les obtenir apparaissent liés au degré d'implication dans les activités de la firme, mis ici en évidence par le mode d'utilisation des informations de gestion. Ceci permet de valider

définitivement nos propositions, et d'apporter des éléments complémentaires quant au mode de relation s'établissant entre les CI et les dirigeants des PA, jusqu'à la mise en évidence d'une typologie du mode d'utilisation des informations de gestion (figure 1).

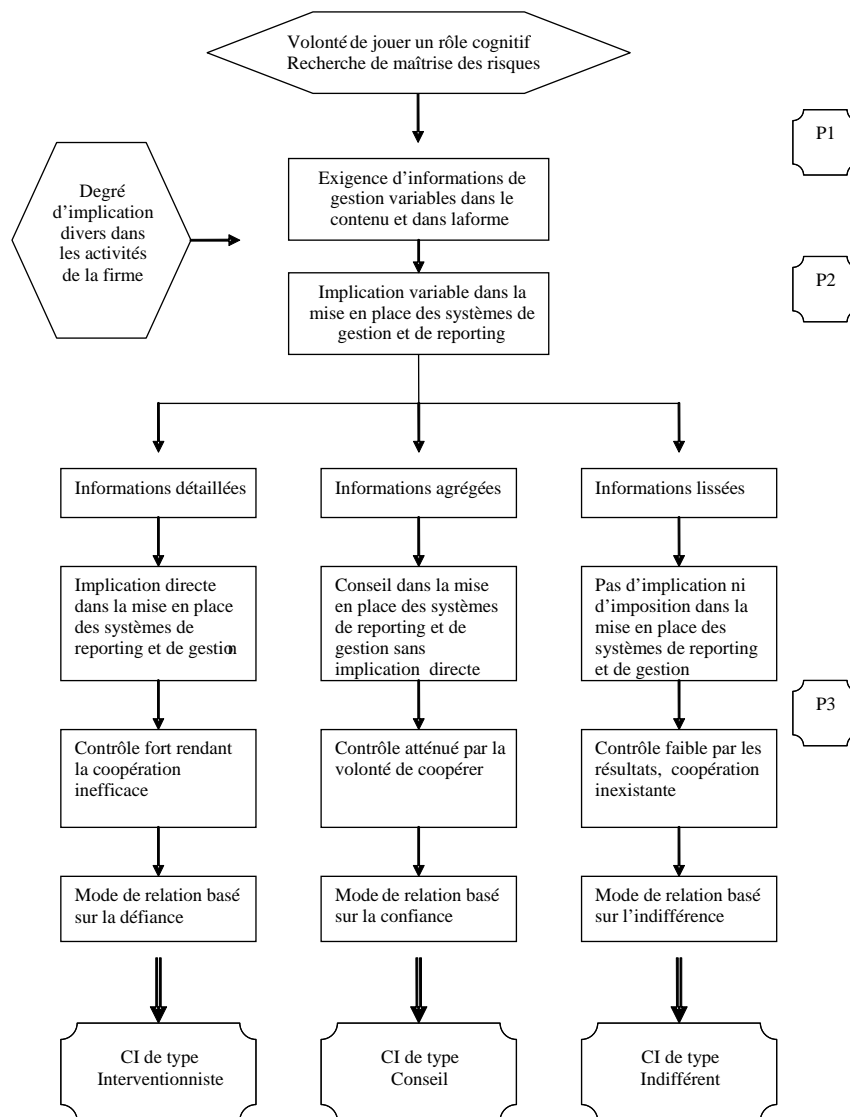
Un premier groupe d'investisseurs (1 et 6) se dégage, que nous qualifions d'«Interventionnistes». Pour ces investisseurs, le rôle de dirigeant et d'actionnaire est pratiquement confondu : les CI souhaitent une information identique à celle du dirigeant, imposent un reporting, de fait, obtiennent des informations de gestion détaillées, afin de parvenir à leurs buts, s'impliquent directement dans la mise en place des systèmes internes de gestion. Ceci leur permet d'exercer un contrôle fort, de type pilotage, qui se superpose à celui du dirigeant. Ce type d'investisseurs se perçoit dans une dynamique de coopération. En revanche, les dirigeants subissant ce mode de relation, sont dans une relation de défiance vis-à-vis de leurs investisseurs, dans la mesure où la relation de contrôle est prédominante. Nous notons que ces investisseurs sont des fonds indépendants de taille modeste gérant des fonds privés, et pratiquement nés de leur client, que l'on pourrait qualifier de « *Business Angel* ». Ces investisseurs ont à cœur de préserver le patrimoine qui leur a été confié, d'où leur ingérence très forte dans les activités de leurs participations.

Un second groupe d'investisseurs peut être isolé, que nous dénommons «Conseils» (2, 3, 7, 8 et 9). Ces investisseurs ne s'impliquent pas directement dans la gestion interne, en revanche, ils sont très présents dans un rôle de conseil, et se veulent conciliants dans la mise en place des systèmes de contrôle de gestion et du reporting pour lequel ils essaient de mettre en place un format sans l'imposer. De fait, ils obtiennent des informations de gestion, qu'ils souhaitent agrégées par rapport à celles du dirigeant, car ils n'ont ni le temps ni l'envie de se substituer à ce dernier. Ceci a pour conséquence que ces investisseurs considèrent bien contrôler leurs participations, mais ce contrôle est atténué au profit d'un apport cognitif fort. Du côté des dirigeants, ce mode de relation est bien perçu, les dirigeants sont conscients de l'apport des CI qui jouent un rôle de miroir pour leur propre processus de décision. Le mode de relation est basé sur la confiance. Ces investisseurs sont majoritairement des sociétés de gestion de fonds indépendantes de taille importante, en général adossées à des fonds internationaux, pratiquant la gestion de

portefeuille, ce qui leur permet d'être moins exposés aux risques de contre performance que les précédentes.

Nous identifions un dernier groupe que nous pouvons désigner comme « Indifférents » (4 et 5). Ces investisseurs considèrent comme n'étant pas de leur ressort une quelconque intervention sur les systèmes internes, acceptent le format de reporting que leur transmet le dirigeant, et en conséquence, reçoivent moins d'informations de gestion que les autres, en tout cas une information agrégée voire lissée. L'investisseur exerce un contrôle que nous qualifions de faible sur ses participations, dans la mesure où il juge de la performance essentiellement sur les résultats passés, n'ayant que peu de moyens de jouer un rôle proactif et d'anticiper. De fait, la coopération est inexistante. Dans ce cas, les dirigeants sont dubitatifs sur une influence du CI en dehors de l'apport de capitaux. Le mode de relation est basé sur l'indifférence. Les deux investisseurs classés dans ce groupe sont filiales d'établissements bancaires ou d'assurance, ce qui laisse penser que cette catégorie d'investisseurs est peu encline à s'immiscer dans les activités des entreprises financées.

Figure 1 – Typologie du mode d'utilisation des informations de gestion



De ce qui précède, on pourrait conclure que le mode de relation investisseur-dirigeant, dans le cadre du capital investissement, est idéal

comme modèle de bonne gouvernance dès lors qu'existe la relation de confiance. Ceci doit être cependant nuancé.

En effet, un paradoxe apparaît lorsque que l'on parle d'informations pour décider. On pourrait s'attendre à un processus de décision commun dans le cas où dirigeants et investisseurs coopèrent. Or ces derniers se positionnent alors en retrait, reprenant leur casquette d'investisseur et de financier, dans leur rôle d'apporteur de capitaux :

« La boîte est là pour gérer ses affaires – nous on s'occupe de valoriser nos portefeuilles – donc à ce titre-là, on a besoin d'infos pour savoir où on va et avoir une vision du potentiel de croissance – au bout du compte, on essaie d'acheter pas cher et de vendre cher » (I2)

« Nos décisions sont liées au résultat, on reste ou on cherche à vendre, les autres décisions sont du ressort du dirigeant » (I7)

Cette prise de position paradoxale peut s'expliquer par la crainte de la mise en cause de leur responsabilité pour gestion de faits. Cette crainte trouve son essence dans les articles 180 à 182 de la loi du 25 janvier 1985 (Code du commerce L624-3 à L624-5), inchangés par la loi du 27 juillet 2005, relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises. En substance, les articles de cette loi traitent des dispositions à prendre vis-à-vis des dirigeants d'une entreprise en difficulté, et notamment à rechercher les responsables de gestion de droit ou de fait. Ainsi, l'investisseur coupable de gestion de faits peut se voir, dans le cadre de la loi précitée, contraint de supporter le passif de l'entreprise.

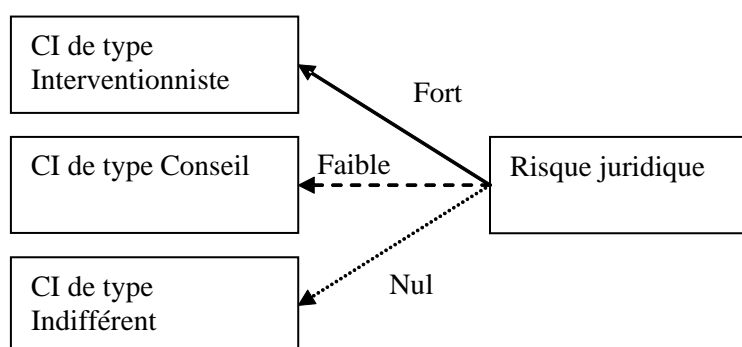
Ainsi, l'investisseur se trouve en permanence tiraillé entre la non immixtion dans les affaires de gestion, et l'implication positive notamment dans le cas de difficultés. Cette crainte est d'ailleurs verbalisée par l'un des investisseurs :

« Il y a transparence. Cependant, il ne faut pas mélanger le rôle d'actionnaire et le rôle de dirigeant. La différence est énorme : le dirigeant dirige, il gère le quotidien. Nous, on discute, on conseille, on n'a pas le droit de faire à sa place. Il faut faire attention qu'il n'y ait pas de gestion de faits, c'est quelque chose qui est défini par la loi française, nous n'avons pas à nous impliquer dans la gestion ». (I3)

Cette responsabilité juridique restreint quelque peu la qualité des échanges, tant est tenue la frontière entre le rôle de conseil, qui ne pose pas de problème vis-à-vis des responsabilités de passifs, et le rôle de partenaire, amené éventuellement à cautionner les décisions du

dirigeant. De fait, le risque de gestion de faits augmente avec le degré d'intervention du CI, comme l'illustre la figure 2 :

Figure 2 – Typologie CI et risque juridique



Conclusion et mise en perspective

Cette recherche met en évidence des éléments de preuve qui vont dans le sens des propositions élaborées à partir de la revue de littérature.

Nos résultats apportent des éléments nouveaux par rapport aux précédentes études : le rôle d'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives, au sens de Charreaux, (2002), suppose la transmission d'informations de gestion, qui sont de fait demandées et obtenues par les CI qui souhaitent jouer ce rôle. En échange, le dirigeant peut se servir de cet apport comme miroir de ses propres analyses, ce qui facilite son processus de décision. Ce mode de relation peut être qualifié d'interactif et est basé sur la confiance existant entre dirigeants et investisseurs.

Au contraire, l'absence de confiance ou la défiance se mettent en place lorsque ce mécanisme coopératif n'existe pas. Le sens de la relation n'est pas absolu, il est possible aussi que l'absence de volonté de coopérer, ou la présence d'une relation de contrôle trop forte, joue de manière négative sur la confiance, entraînant alors indifférence ou défiance.

Lorsque la défiance s'instaure, l'implication du CI dans les activités de la firme est jugée trop importante et inefficace par le dirigeant, qui

est néanmoins contraint à la diffusion d'informations de gestion détaillées. Lorsque le CI est indifférent, il manifeste peu d'intérêts pour les informations de gestion, ce qui le limite à un rôle d'apporteur de capitaux. Néanmoins, nous avons montré que le mode de relation CI-dirigeant de type conseil, qui peut apparaître comme modèle de bonne gouvernance, présente quelques restrictions liées aux risques juridiques encourus par l'investisseur.

Il n'en reste pas moins que cette recherche demeure exploratoire dans le contexte français, où le sujet n'a pas fait, à notre connaissance, l'objet d'études quantitatives sur un échantillon plus grand.

La prise en compte du risque juridique ouvre quant à elle d'autres champs : compte tenu de cette difficulté, l'étude de la diffusion de l'information de gestion dans un cadre privé doit pouvoir être prolongée par celle de sa diffusion dans le domaine public, et notamment boursier.

Annexe : liste et principales caractéristiques des CI et PA

Sociétés de capital investissement						Entreprises participation de la société de capital investissement		
N°	Code interlocuteur	Montant des capitaux gérés	Nombre de PA	Type d'investisseur	Montant moyen des investissements	Code interlocuteur	Chiffre d'affaires	Secteur d'activité
1	I1	60 M€	10	Investisseur indépendant	5-20 M€	D1	400 M€	Construction immobilière
2	I2	850 M€	80	Société de gestion de fonds, filiale d'un fonds international	12 M€	D2	30 M€	Pharmacie
3	I3	2 Mds €	40	Société de gestion de fonds, filiale d'un fonds international	10 M€	D3	465 M€	Optique
4	I4	1,5Mds €	40	Société de gestion de portefeuille, filiale d'un assureur	2-6 M€	D4	6,2 M€	Biotechnologie
5	I5	260 M€	50	Société de gestion de portefeuille, filiale d'un groupe bancaire	1-4 M€	D5	5 M€	Médecine
6	I6	30 M€	10	Investisseur indépendant (Business Angel)	1-2 M€	D6	5 M€	Logiciel
7	I7	350 M€	38	Société de gestion de fonds européenne	1-20 M€	D7	51 M€	Editions
8	I8	2,1Mds €	45	Société de gestion de portefeuille, filiale d'un groupe bancaire	15 M€	D8	5 M€	Logiciel
9	I9	45 M€	15	Société de gestion de fonds, filiale d'un industriel	1-2 M€	D9	3,5 M€	Logiciel

Bibliographie

AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) et PricewaterhouseCoopers (2006), *Rapport sur l'activité du Capital Investissement en France*, site Internet www.afic.asso.fr

Bardin L. (2001), *L'analyse de contenu*, PUF

Bonnet C. (2005), « La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 2, p. 99-132

Cauvin, E., Decock-Good, C., Bescos, P.L. (2006), « La perception des entreprises françaises en matière de diffusion d'informations non financières : une enquête par questionnaire », *Comptabilité – Contrôle – Audit*, vol.12 (2), p. 117-142.

Cavélius F. (2007), « L'information de gestion, critère de qualité de la communication avec l'actionnaire », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Paris X-Nanterre, avril

Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Economica

Charreaux G. (2002), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, vol. 141, novembre-décembre, p. 77-107

Chenhall R.H. (2003), « Management Control Systems Design within its Organizational Context : Findings from Contingency-Based Research and Directions for the Future », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 28, p. 127-168

Davis J.H., Schoorman F.D. et Donaldson L. (1997), « Towards a Stewardship Theory of Management », *Academy of Management Review*, vol. 22, n° 1, janvier, p. 20-47

De Clercq D. et Sapienza H. (2006), « Effects of Relational Capital and Commitment on Venture Capitalists' Perception of Portfolio Company Performance », *Journal of Business Venturing*, vol. 21, Issue 3, mai, p. 326-347

Desbrières P. (2001), « La relation capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales », in G. Charreaux (éd.), *Images de l'investissement*, Vuibert-Fnege, p. 361-392

Desbrières P. et Broye G. (2000), « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 3, septembre, p. 5-43

- Desbrières P. et Schatt A. (2002), « The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms : the French Case », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 29, issue 5 et 6, juin-juillet, p. 695-729
- Elango B., Fried V.H, Hisrich R.D. et Polonchek A. (1995), « How Venture Capital Firms Differ », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, Issue 2, mars, p. 157-179
- Fama EF (1991), « Efficient Capital Markets: II », *Journal of Finance*, vol. 96, p. 1575–1617.
- Ferrary M. (2006), « Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque », *Revue Française de Gestion*, vol. 163, p. 171-181
- Glaser B.G. et Strauss A.L. (1967), *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, Aldlin de Gruyter
- Gorman M. et Sahlman W. (1989), « What Do Venture Capitalists Do? », *Journal of Business Venturing*, vol. 4, p. 231-248
- Granlund M. et Taipaleenmäki J. (2005), « Management Control and Controllorship in New Economy Firm - a Life Cycle Perspective », *Management Accounting Research*, vol. 16, Issue 1, mars, p. 21-57
- Gruber M. (2007), « Uncovering the Value of Planning in New Venture Creation: A Process and Contingency Perspective », *Journal of Business Venturing*, vol. 22, Issue 6, novembre, p. 782-807
- Guery L. et Stévenot A. (2006), « L'influence des Capital Investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites », *Gestion 2000*, vol. 3, mai-juin, p. 119-163
- Holland J. (2005), « A Grounded Theory of Corporate Disclosure », *Accounting and Business Research*, vol. 35, issue n° 3, p. 249-267
- Jones C.S. (1992), « The Attitude of Owner-Managers towards Accounting Control Systems Following Management Buyout », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 10, p. 303-328
- Macmillan I.C., Kulow D.M. et Khoylia R. (1989), « Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance », *Journal of Business Venturing*, Vol. 4, Issue 1, January, p. 27-47

- Mitchell F., Reid G.C. et 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. et Terry N.G. (1997), « Venture Capital Supply and Accounting Information System Development », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 21, n° 4, été, p. 45-62
- Nobre T. (2001), « Méthodes et outils du contrôle de gestion dans les PME », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 2, juin, p. 119-148.
- Rosenstein J., Bruno A.V., Bygrave W.D. et TaylorRosenstein N.T. (1993), « The CEO, Venture Capitalists, and the Board », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, Issue 2, mars, p. 99-113
- Rosman A.J. et O'Neill H.M. (1993), « Comparing the Information Acquisition Strategies of Venture Capital and Commercial Lenders: A Computer-Based Experiment », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, Issue 5, septembre, p. 443-460
- Sapienza H. (1992), « When Do Venture Capitalists Add Value? », *Journal of Business Venturing*, vol. 7, p. 9-27
- Sapienza H.J., Amason A., 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., Manigart S. et Vermeir W. (1996), « Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, Issue 6, novembre, p. 439-469
- Stephany E. (1998), « Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur l'organisation et le management de la PME », in Torres O. (sous la direction de), *PME, De nouvelles approches*, Economica, coll. Recherche en Gestion, p. 105-120
- Stévenot A. (2006), « Conflits entre investisseurs et dirigeants, une analyse en termes de gouvernance cognitive », *Revue Française de Gestion*, vol. 164, p. 157-180
- Williams D.R., Duncan W.J. et Ginter P.M. (2006), « Structuring Deals and Governance after the IPO: Entrepreneurs and Venture Capitalists in High Tech Start-ups », *Business Horizons*, vol. 49, Issue 4, juillet-août, p. 303-311