



LE FINANCEMENT PAR CAPITAL DE RISQUE : ÉVOLUTION DES CONNAISSANCES DES DIX DERNIÈRES ANNÉES ET AVENUES DE RECHERCHE

Rapport de recherche présenté à

Industrie Canada

par :
Josée St-Pierre, Ph.D.
Et
Claude Mathieu, Ph.D.

En collaboration avec :
Éric Andriambeloson et Hamid El Arch
Professionnels de recherche

INSTITUT DE RECHERCHE SUR LES PME
25 avril 2003

25 avril 2003

.....

TABLE DES MATIÈRES

1.	Introduction et objectifs	3
2.	Méthodologie	4
2.1	Écrits scientifiques, événements scientifiques et identification des experts et des centres d'expertise sur le capital de risque	4
2.2	Information professionnelle, événements professionnels et tendances dans l'industrie	5
3.	Le capital de risque : Recherche académique	6
3.1	Le rôle du capital de risque dans le développement économique, les formes juridiques et la provenance des investisseurs	11
3.1.1	L'impact sur l'économie, sur la création d'emplois, sur l'innovation et sur la performance	11
3.1.2	La structure de l'offre de capital (incluant les marchés privés et publics, l'influence et le contrôle des gouvernements sur l'offre de capital de risque)	12
3.1.3	Les formes juridiques : objectifs et mission des SCR	13
3.1.4	L'adéquation entre l'offre et la demande de capital de risque	14
3.2	Le fonctionnement du marché du capital de risque : décision de financement, mesure de risque, aspects contractuels	15
3.2.1	Les critères d'investissement et le processus décisionnel d'investissement des SCR	15
3.2.2	L'évaluation des risques (identification, estimation et mitigation)	16
3.2.3	Les aspects contractuels en CR et leurs répercussions sur les PME	16
3.2.4	Les déterminants de l'implication des SCR dans la PME	17
3.2.5	Les mécanismes de contrôle (contrôle de l'investissement du point de vue de la SCR)	17
3.2.6	L'investissement dans une PME en tant que composante d'un portefeuille de titres financiers	18
3.3	Comparaison entre les entreprises financées par capital de risque et celles qui n'ont pas été financées par capital de risque (performance, ventes, création d'emplois, taux d'innovation, etc.)	18
3.4	Les impacts de la société de capital de risque sur l'entreprise financée	19
3.4.1	La professionnalisation des PME suite au CR (implantation de pratiques d'affaires et de procédures)	19
3.4.2	L'implication et le support de la SCR	20
3.5	L'impact et le taux de survie des entreprises financées par CR après le dessaisissement	20
3.5.1	Les stratégies de sortie	21
3.5.2	Le premier appel public à l'épargne	21
3.5.3	La performance des sociétés financées	22

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

.....

3.6	Les nouvelles tendances	23
3.6.1	L'investissement technologique	23
3.6.2	L'avenir des marchés boursiers pour les PME en forte croissance	23
3.7	Conclusions : état des connaissances et avenues de recherche	24
4.	Structure du marché du capital de risque : associations et événements professionnels	26
4.1	Les associations professionnelles	26
4.2	Les événements professionnels	27
	Références	30
	Annexe	
Thème 1 :	Le rôle du capital de risque dans le développement économique, les formes juridiques et la provenance des investisseurs	A1
Thème 2 :	Le fonctionnement du marché du capital de risque : décision de financement, mesure de risque, aspects contractuels	A27
Thème 3 :	Comparaison entre les entreprises financées par capital de risque et celles qui n'ont pas été financées par capital de risque (performance, ventes, création d'emplois, taux d'innovation, etc.)	A50
Thème 4 :	Les impacts de la société de capital de risque sur l'entreprise financée	A53
Thème 5 :	L'impact et le taux de survie des entreprises financées par CR après le dessaisissement de la SCR	A56
Thème 6 :	Les nouvelles tendances	A64

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

1. Introduction et Objectifs

Le mandat de recherche, réalisé pour le compte d'Industrie Canada, vise à répondre aux objectifs suivants:

- répertorier et classer la recherche académique et professionnelle, en français et en anglais, ainsi que les programmes et politiques publiques ayant trait au financement par capital de risque;
- identifier les principaux chercheurs et centres d'expertise sur le capital de risque au Canada et ailleurs;
- contribuer à la définition d'un agenda de recherche spécifique sur le marché du capital de risque destiné aux PME.

Quelques précisions doivent être soulignées quant à la réalisation de ces objectifs :

1. Seuls les principaux programmes des gouvernements étrangers reliés directement à une participation au capital-actions par le gouvernement seront répertoriés. Tous les programmes gouvernementaux fédéraux et provinciaux du Canada seront omis de cette recherche.
2. Le marché informel du capital de risque, représenté par le capital amical («*love money*») et les anges financiers («*business angels*»), sera explicitement ignoré de ce rapport, à moins que des études ou documents incluent les deux types de marchés, soit formel et informel.
3. De plus, parce que les outils de financement utilisés par les sociétés de capital de risque ne sont pas toujours spécifiés dans les études ou les documents publics, notre recensement pourra tenir compte en plus d'une prise directe de participation au capital-actions, d'autres sources de financement utilisées de façon usuelle dans l'industrie comme les débentures (convertibles ou non), les actions privilégiées (convertibles ou non), les bons de souscription («*warrants*») et autres types d'emprunts, garantis ou non.
4. Finalement, parce que nous avons eu recours principalement à Internet et aux périodiques électroniques pour identifier l'information pertinente, notre recherche ne doit pas être considérée exhaustive. Il est possible que certaines informations ne puissent être identifiées parce qu'elles n'auraient pas été enregistrées sous forme électronique dans les endroits appropriés.

Notre mandat n'étant pas lié à une synthèse de la littérature mais plutôt à un recensement de ce qui a été fait, les résultats de notre recherche seront présentés parfois de façon statistique sous la forme d'une compilation. À l'occasion, grâce à notre expérience et à notre connaissance du domaine, ainsi qu'à l'accès à des documents plus complets, nous avons formulé un certain nombre de critiques sur les écrits pour mieux orienter les travaux futurs.

La section suivante présente la méthodologie utilisée, la section 3 expose et commente les principaux thèmes de recherche répertoriés et la section 4 est consacrée aux événements professionnels.

25 avril 2003

2. Méthodologie

2.1 Écrits scientifiques, événements scientifiques et identification des experts et des centres d'expertise sur le capital de risque

Afin d'identifier les documents pertinents pour la recension de la littérature sur le capital de risque, nous avons consulté diverses sources d'information :

- les bases de données des périodiques usuels, soit *ABI-INFORM*, *EMERALD*, *SOURCE* et *JSTOR*;
- des sites d'organismes internationaux responsables de congrès scientifiques sur la PME tels que *ICSB (International Council of Small Business)*, *Babson* et *CIFPME (Congrès International Francophone de la PME)*;
- des centres universitaires ou des organismes publics susceptibles de produire des rapports de recherche pertinents tels que *INRPME (Institut de recherche sur la PME)*, Industrie Canada (Strategis), Federal Reserve Bank of Atlanta, OCDE, *SBA (Small Business Administration des États-Unis)*, Banque du Canada, Statistique Canada, Ministère des Finances du Canada.
- Par ailleurs, la lecture de certains documents et la consultation des sources prévues initialement ont mené vers d'autres sources pertinentes dont la plus importante est *SSRN (Social Science Research Network)*, qui constitue un répertoire des travaux de recherche dans les domaines de la finance, de la comptabilité, de l'économie, du droit, du marketing et de la négociation. Les documents sont inscrits volontairement par les chercheurs, ce qui peut occasionner des problèmes de duplication. En effet, on peut y trouver à la fois des cahiers de recherche et les mêmes textes publiés dans des périodiques officiels, ce que nous avons corrigé.

Malgré un travail rigoureux de collecte d'information, il est évident que notre recherche ne peut être exhaustive, puisque tous ces documents, surtout ceux qui ne sont pas diffusés publiquement, ne sont pas faciles à identifier et à localiser, et plusieurs sites Internet importants ne sont pas régulièrement mis à jour. Par ailleurs, la recherche bibliographique ayant été faite par «mots-clés», il est possible que certains documents classés incorrectement nous aient échappé. Finalement, des accès réservés à certains périodiques électroniques ou à des sites spécifiques ont empêché l'obtention des documents complets. Cela ne devrait toutefois pas affecter significativement nos conclusions et nos recommandations.

Les mots-clés suivants ont été utilisés pour la recherche académique : *venture capital, capital de risque, financement, private equity, portfolio investment, development stages entreprises, venture capital companies, investors, trends, nonprofit organizations, community development, funds, investment policy, financial performance, organization development, processus décisionnel, exit, convertible securities, IPO, start-up, valeur ajoutée, disbursements, fundraising, performance, entrepreneurs.*

Outre les informations spécifiques permettant de classer les documents par sujet, auteurs et année, les résumés (*abstracts*) ont été lus afin de repérer les informations suivantes : le type

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

.....

d'étude (*empirique [avec hypothèses], descriptive, théorique ou professionnelle [avec statistique sans hypothèse]*), la période couverte par l'étude, la provenance de l'échantillon (*cas, enquête, entrevue, panel*), les secteurs couverts par l'échantillon, la méthode utilisée pour collecter l'information (*questionnaire, base de données, documents publics tels des prospectus*), les principales hypothèses ou les objectifs de la recherche et, finalement, les principaux résultats.

Lorsque nous avons accès aux documents, nous avons fait une lecture un peu plus approfondie afin de compléter notre liste d'information. Par contre, ceci n'a pu être fait pour un important nombre de références. Les informations manquantes sont davantage reliées à l'échantillon et à la méthodologie de recherche. Dans tous les cas, les hypothèses ou objectifs de recherche et les principaux résultats ont pu être compilés. Finalement, la lecture de ces informations a permis de classer un même texte dans plusieurs sujets de recherche, ce qui explique que le nombre de fois où un thème est abordé, que nous avons appelé «occurrence», est supérieur au nombre de documents consultés. Ainsi, les 313 documents relevés représentent 564 occurrences, soit en moyenne 2 sujets par document.

Étant donné l'abondante littérature, nous nous sommes limités aux 10 dernières années pour les écrits scientifiques, et aux 7 dernières pour les événements de même nature.

2.2 Information professionnelle, événements professionnels et tendances dans l'industrie

En plus du recensement des écrits scientifiques et professionnels, nous avons compilé des informations sur les associations et événements professionnels (conférences, forums, etc.). Pour ce faire, la recherche a été réalisée par Internet en utilisant les principaux moteurs de recherche suivants : *Google.com, Yahoo.com, Lycos.com, Altavista.com, Excite.com, GO.com, WebCrawler.com, NorthernLight.com, Dogpile.com, Metacrawler.com, voila.fr et help-finance.com.*

Par ailleurs, les mots-clés suivants ont été utilisés pour :

les associations : *association of venture capital, association of the investors, association of joint venture, associations de capital de risque, associations des investisseurs;*

les conférences : *venture capital investment, conférence sur le capital de risque, colloque sur le capital de risque, congrès sur l'industrie du capital de risque, annual symposium of venture capital, forum for private equity, annual private equity, private equity financing, annual conference, venture capital conferences, symposium sur le capital de risque, investment capital conference, venture fair, conférences sur le financement, annual venture capital conference, venture capital financing, financement par capital de risque, sources of financing, financement privé, international venture capital summit, financing forum, conference on investment capital, investors conference, meeting of venture capital, venture capital annual forum.*

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

3. Le Capital de Risque : Recherche Académique

Pour permettre une recension riche des écrits, nous avons identifié 6 thèmes de recherche pertinents dans le domaine du capital de risque. Ces thèmes ont ensuite été répartis en 18 sujets de recherche afin de faciliter la synthèse. Le tableau 1 présente ces thèmes et sujets, en plus des occurrences (les résumés de ces études ainsi que les auteurs sont présentés à l'annexe 1). Notre recension indique un intérêt plus grand pour la recherche sur l'offre de financement (rôle du capital de risque [thème 1] et fonctionnement des marchés [thème 2]) que pour celle qui touche plus spécifiquement à la demande (soit le point de vue des entrepreneurs [thèmes 3 et 4]). Ce constat sera d'ailleurs répété à plusieurs reprises dans le rapport ainsi que dans nos conclusions.

Tableau 1 : Liste des thèmes de recherche utilisés pour répertorier et classer les écrits scientifiques et professionnels¹

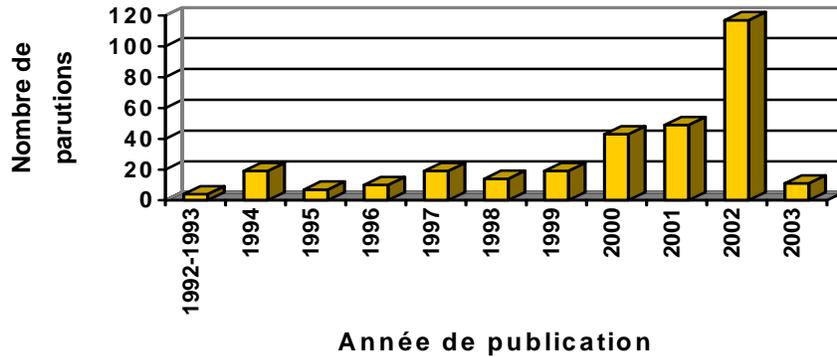
Thèmes et sujets de recherche	Occurrences
1. Le rôle du capital de risque dans le développement économique, les formes juridiques et la provenance des investisseurs	
1.1. L'impact sur l'économie, sur la création d'emplois, sur l'innovation et sur la performance	39
1.2. La structure de l'offre de capital (incluant les marchés privés et publics, l'influence et le contrôle des gouvernements sur l'offre de capital de risque)	138
1.3. Les formes juridiques : objectifs et mission des SCR	34
1.4. L'adéquation entre l'offre et la demande de CR	31
2. Le fonctionnement du marché du capital de risque : décision de financement, mesure de risque, aspects contractuels	
2.1. Les critères d'investissement et le processus décisionnel des SCR	66
2.2. L'évaluation des risques (identification, estimation et mitigation)	7
2.3. Les aspects contractuels en CR et leurs répercussions sur les PME	55
2.4. Les déterminants de l'implication des SCR dans la PME	21
2.5. Les mécanismes de contrôle (contrôle de l'investissement du point de vue de la SCR)	36
2.6. L'investissement dans une PME en tant que composante d'un portefeuille de titres financiers	14
3. Comparaison entre les entreprises financées par capital de risque et celles qui n'ont pas été financées par capital de risque (performance, ventes, création d'emplois, taux d'innovation, etc.)	19
4. Les impacts de la société de capital de risque sur l'entreprise financée	
4.1. La professionnalisation des PME suite au CR (implantation de pratiques d'affaires et de procédures)	9
4.2. L'implication et le support de la SCR	13
5. L'impact et le taux de survie des entreprises financées par CR après le dessaisissement de la SCR	
5.1. Les stratégies de sortie	19
5.2. Le premier appel public à l'épargne	24
5.3. La performance des sociétés financées	11
6. Les nouvelles tendances	
6.1. L'investissement technologique	21
6.2. L'avenir des marchés boursiers pour les PME en forte croissance	7

¹ Les abréviations CR et SCR seront utilisées, dans la présentation des résultats, pour capital de risque et sociétés de capital de risque.

25 avril 2003

La recherche académique a connu une explosion dans les dernières années étant donné l'augmentation du nombre de chercheurs qualifiés un peu partout dans le monde, et, conséquemment, la création de nouveaux périodiques scientifiques de haut niveau. Le volume annuel de recherches est donc très variable comme le montre la figure 1, où on note une plus forte activité depuis 2000. Parmi les 302 documents publiés avant 2003, 39% ont été publiés en 2002 et 69% depuis l'année 2000.

Figure 1: Répartition annuelle des documents répertoriés (313 documents)



Les figures 2a et 2b montrent que l'augmentation du nombre de publications ne s'est pas fait dans un axe de recherche différent de ce qui se faisait avant l'année 2000, les thèmes liés à l'offre de capital (thème 1) et à la structure du marché (thème 2) étant ceux qui ont attiré le plus l'attention des chercheurs (se référer au tableau 1 pour l'identification des thèmes de recherche). Nous discuterons plus en détails de ces aspects dans les prochaines sections.

Figure 2a: Répartition de la littérature avant 2000 (171 occurrences)

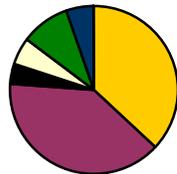
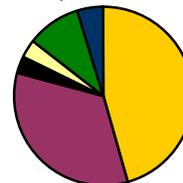


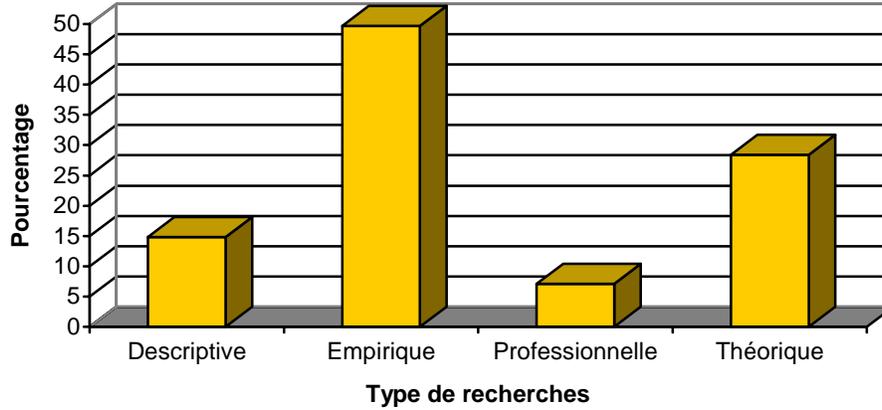
Figure 2b: Répartition de la littérature depuis 2000 (393 occurrences)



25 avril 2003

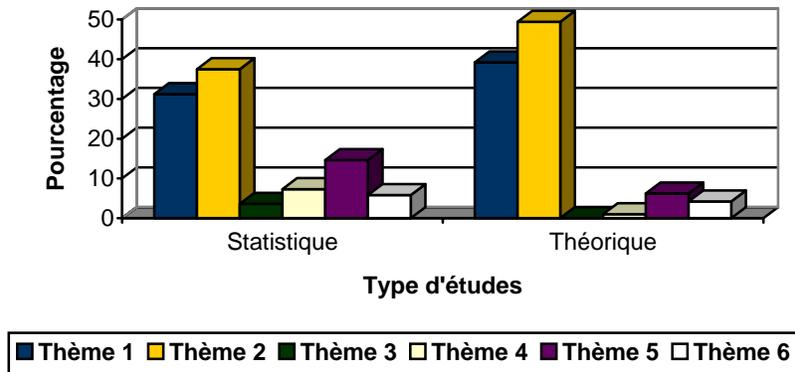
La recherche empirique demeure dominante dans la littérature sur le capital de risque, comme le montre la figure 3.

Figure 3: Type de recherches privilégiées par les auteurs (313 documents)



Nous avons fusionné les recherches empiriques et professionnelles, qui toutes les deux sont réalisées à partir de données statistiques, pour comparer leur contenu à celui de la recherche théorique. Ces informations sont présentées à la figure 4 où on note que les recherches statistiques visent une plus grande étendue des thèmes de recherche, contrairement à la recherche théorique, qui s'est concentrée à près de 90% sur le rôle et le fonctionnement du marché du capital de risque (thèmes 1 et 2).

Figure 4: Type d'études selon les thèmes de recherche (564 occurrences)



25 avril 2003

Le recensement a permis d'identifier des périodiques scientifiques plus susceptibles que d'autres de publier des études sur le capital de risque, ainsi que des organismes publics actifs dans ce domaine. Parce que le capital de risque concerne surtout les PME, c'est dans ce créneau qu'on trouvera un volume plus important de recherches. Les revues spécialisées en finance et en économie ne publient que marginalement des textes sur ces sujets, alors qu'une revue se dédie entièrement à ce domaine de recherche, soit : *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, qui existe depuis 1999.

Le tableau 2 présente les périodiques ayant publié deux articles ou plus sur le capital de risque dans les dix dernières années, ainsi que le nombre total d'articles répertoriés. Rappelons que cette recherche est issue des références trouvées sur Internet et ne constitue pas une analyse systématique de ces revues pour faire un recensement exhaustif des publications pertinentes. Il est donc possible qu'un certain nombre d'articles n'ait pas été pris en compte ici.

Tableau 2 : Liste des périodiques et des organismes officiels ayant contribué au développement des connaissances sur le capital de risque (1992-2002)

Périodiques	Nombre de références
Revues spécialisées sur les PME : <i>Entrepreneurship Theory and Practice, Journal of Business Venturing, Journal of Small Business & Entrepreneurship, Journal of Small Business Management, Revue Internationale PME, Venture Capital Journal</i>	16
<i>Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance (publié depuis 1999)</i>	51
Revues spécialisées en finance ou en économie appliquée : <i>Economic Review, Financial Management, Journal of Banking and Finance, Journal of Corporate Finance, Journal of Economics and Management Strategy, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Money, Rand Journal of Economics, Stanford Law and Economics</i>	33
Organismes publics	Nombre de documents
OCDE	7
Industrie Canada et Statistique Canada	10
National Bureau of Economic Research	9

Quelques centres d'expertise ont réalisé un certain nombre de travaux et d'activités sur le capital de risque. Il s'agit du *Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research* (CESifo – Allemagne), le *Center for Economic Public Research* (CEPR – Angleterre), le *National Bureau for Economic Research* (NBER – Boston) et le *Center for Europe and Economic Research* (ZEW – Allemagne).

Finalement, certains auteurs ont influencé plus que d'autres le développement des connaissances. Ils peuvent être considérés comme des experts parce que leur nom se trouve sur 3 documents ou plus (peu importe le rang dans la présentation des auteurs) parmi notre liste de référence qui se trouve à la fin du rapport. Cette liste d'experts est présentée au tableau 3 avec le nombre de fois où ils ont été nommés à titre d'auteur ou de co-auteur, ainsi que leur organisme d'appartenance. Mentionnons que ce classement ne tient pas compte du rang de l'auteur qui peut revêtir une grande importance. Par exemple, bien que Lerner soit en tête de lice, son nom se trouve 7 fois sur 14 au premier rang, comparativement à Cumming, dont le nom apparaît au premier rang 12 fois sur 12.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Tableau 3 : Liste des principaux auteurs dans les 10 dernières années

Auteur	#	Université ou Organisme
Lerner, J.	14	Harvard University et National Bureau of Economic Research
Cumming, D.	12	University of Alberta
Gompers, P.	11	Harvard Business School et National Bureau of Economic Research
Wright, M.	8	University of Nottingham
Keuschnigg, C.	7	University of St. Gallen et Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research
Sapienza, H.	7	University of South Carolina
Manigart, S.	6	University of Ghent and De Vlerick School voor Management
Baygan, G.	5	Organisation de coopération et de développement économiques
Fiet, J.	5	University of Louisville
MacIntosh, J. G.	5	Faculty of Law, University of Toronto
Bascha, A.	4	University of Tübingen
Hellmann, T.	4	Stanford University Graduate School of Business
Lockett, A.	4	Nottingham University Business School
Robbie, K.	4	University of Nottingham
Anand B. N.	3	Harvard Business School
Brush, C. G.	3	Boston University
Carter, N.	3	University of St-Thomas
Darby, M. R.	3	University of California, Los Angeles - Anderson School of Management
Galetovic, A.	3	Universidad de Chile
Gilson, R. J.	3	Stanford Law School
Greene, P.	3	University of Missouri-Kansas City
Hart, M.M.	3	Harvard University
Kaplan, S. N.	3	University of Chicago
Marti, J.	3	University of Madrid
Moesel, D.	3	University of Missouri- Columbia
Nielsen, S. B.	3	Copenhagen Business School
Robinson, D. T.	3	Columbia University et Columbia Business School
Schertler, A.	3	Kiel Institute for World Economics
Schwienbacher, A.	3	University of Namur
Shepherd, D.	3	Lally School of Management and Technology, University of Colorado
Smith, R. L.	3	Claremont Graduate University
Smith, D. G.	3	University of Wisconsin at Madison - Law School
Strömberg, P.	3	University of Chicago
Zucker, L. G.	3	University of California at Los Angeles

La présentation de ce recensement des écrits sera faite de la façon suivante : nous allons d'abord rappeler le nombre de fois où un thème particulier a été traité; quels sujets de recherche plus spécifiques ont été abordés et certaines expressions clés que l'on retrouve fréquemment; les conclusions qui émergent de ces études et, finalement, certaines avenues de recherche qui demanderaient à être traitées plus en profondeur.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

3.1 Le rôle du capital de risque dans le développement économique, les formes juridiques et la provenance des investisseurs (242 occurrences)

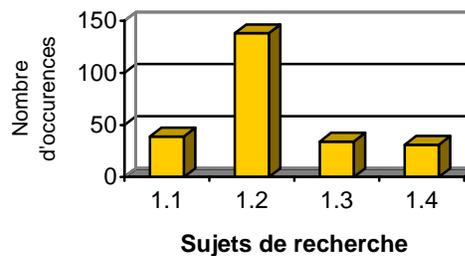
Il est important d'avoir un «état de la situation» du marché du capital de risque afin de pouvoir comprendre et critiquer les mécanismes de son fonctionnement, et identifier les facteurs susceptibles de nuire à son efficacité ou de l'empêcher de rencontrer ses objectifs. On voudra également mesurer l'ampleur de l'impact qu'il peut avoir sur la création d'emplois, sur le taux d'innovation et sur le maintien ou la croissance des entreprises performantes.

Parmi les 564 occurrences identifiées, 43% touchaient à ce thème de recherche. La répartition des sujets de recherche selon les occurrences est présentée à la figure 5.

Tel que relevé précédemment, on notera l'abondante littérature sur les aspects qui touchent plus directement à la structure du marché et à son impact sur l'économie en général (sujets 1.2 et 1.1 respectivement).

Ces sujets de recherche seront présentés plus en détails dans les paragraphes qui suivent.

Figure 5: Recensement des études du thème 1



3.1.1 L'impact sur l'économie, sur la création d'emplois, sur l'innovation et sur la performance

Les différents aspects de l'impact du capital de risque sur l'économie qui ont été étudiés sont :

- L'industrie du capital de risque dans l'économie : rôle de catalyseur, responsable de la croissance économique, contribution à la création d'emplois, etc. ;
- Les aspects réglementaires et gouvernementaux : support que devrait assurer le gouvernement dans l'industrie du capital de risque, etc. ;
- Le rôle du CR dans l'innovation : implication du CR au-delà du financement et dans différentes phases des projets d'innovation, accès au marché boursier pour des entreprises innovantes, etc.

En résumé, le rôle du CR dans le développement économique et sur la création d'emplois est significatif et semble confirmé dans plusieurs pays où l'industrie est relativement mature. Le CR joue également un rôle non négligeable sur le taux d'innovation des entreprises (mesuré de diverses façons) et même sur le développement des innovations issues des centres de recherche universitaires. Le rôle du CR se fait sentir autant sur l'accès au marché boursier pour l'obtention de fonds importants que sur la commercialisation des inventions.

Un aspect qui semble moins étudié est celui des stades de développement de l'innovation et du rôle de la SCR. Celui-ci se modifie-t-il selon le degré de maturité de l'innovation ? Selon que l'innovation soit radicale ou incrémentale ? Qu'en est-il des problèmes de financement dans les premières phases de développement ? Plusieurs études montrent que le CR influence la création

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

d'emplois et favorise le démarrage d'entreprises. Mais on en connaît moins sur le démarrage des entreprises innovantes, et encore moins lorsqu'un projet est issu d'un laboratoire universitaire ou gouvernemental.

On sait que le CR joue un rôle majeur dans le financement des projets innovants, mais pour quelle proportion des projets ? Quels sont les taux de refus des demandes de financement des projets innovants et ceux-ci sont-ils différents des taux de refus pour les projets traditionnels ? Le rôle du CR est-il complémentaire à celui des autres intervenants du marché des capitaux, ou s'il constitue un substitut ? Comment les gouvernements pourraient-ils jouer un rôle plus important sur la demande de financement et tenter de rendre le CR plus facilement accessible et acceptable pour les entrepreneurs ?

Peu d'auteurs ont abordé le risque des projets d'innovation et les conséquences excessives qu'ils peuvent avoir sur les entreprises innovantes. Comment sont évalués les projets d'innovation et quelles conditions de financement sont offertes aux entreprises financées ? Est-ce que le financement par CR dans ces secteurs peut réduire l'entrepreneuriat à cause du remplacement des dirigeants des entreprises créatrices et innovantes ? Quelles sont les conséquences sur l'innovation dans une perspective longitudinale ?

Finalement, les entreprises innovantes présentent des défis différents des entreprises traditionnelles et l'évaluation de l'actif immatériel pose des problèmes de recherche qui demandent d'être analysés. Il y a ici un lien à faire avec les approches d'évaluation, domaine de recherche assez bien développé mais peu exploité en contexte de CR qui pose des défis différents.

3.1.2. La structure de l'offre de capital (incluant les marchés privés et publics, l'influence et le contrôle des gouvernements sur l'offre de capital de risque)

La structure de l'offre est le sujet de recherche qui a été le plus documenté dans la littérature (138 occurrences). L'accès à des informations quantitatives est certainement un facteur expliquant cette situation, de même que l'intérêt de certains organismes gouvernementaux ou internationaux préoccupés par le développement économique. Parmi les sujets de recherche étudiés, on trouve :

- Les facteurs favorables à la croissance de l'offre du CR : les aspects réglementaires, la fiscalité, les programmes gouvernementaux, etc. ;
- La compétition sur le marché du capital de risque : compétition entre les SCR, compétition entre les SCR et les anges financiers, compétition entre le CR et les autres moyens de financement, etc. ;
- Les caractéristiques des marchés : segmentation, maturité, syndicalisation, etc. ;
- La complémentarité : entre les marchés publics et les marchés privés, favoriser l'innovation et le démarrage d'entreprises, assurer le partage du risque, etc. ;
- La globalisation et l'internationalisation : conséquences pour l'industrie, effets sur les entreprises, utilisation de l'Internet, etc.

La structure de l'offre de CR a été largement étudiée et plusieurs comparaisons internationales existent. Parmi les facteurs influant sur l'évolution de l'offre de CR, on retiendra l'influence des pouvoirs publics qui peut prendre plusieurs formes : régime fiscal, lois et réglementation diverses (dont la protection des investisseurs et les barrières internationales sur les flux de capitaux). Un autre facteur significatif est l'importance et le niveau de développement des marchés boursiers et

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

des possibilités de levées de fonds réservés qui peuvent être assurées aux entreprises en forte croissance. L'économie américaine, qui favorise un marché axé sur les bourses et les entreprises privées, a un marché du CR plus dynamique que ceux des économies axées sur les institutions financières (Allemagne et Japon), ou celui du Canada qui est caractérisé par une présence forte des gouvernements. La situation du marché américain est expliquée entre autre par son niveau élevé de maturité (par rapport aux autres économies) caractérisé par des sommes importantes disponibles pour les investissements qui permettent une spécialisation de certaines SCR et la présence de «fonds de fonds de CR». Cette maturité du marché se reflète également sur les compétences et l'expertise que l'on trouve chez les SCR et qui peut assurer de meilleurs investissements. Aussi, les SCR d'envergure travaillent davantage seules, alors que les petites SCR, soit aux États-Unis ou ailleurs, tendent à se syndicaliser ou à former différentes associations entre elles ou avec les gouvernements. Cependant, il y a peu d'études qui suggèrent une structure optimale du marché. Un manque de consensus sur les mesures de succès ou de performance et des difficultés de comparaisons internationales sont des raisons probables de cette absence d'écrits sur ce sujet.

Au niveau de la structure proprement dite du marché du CR, la compétition entre les SCR, celle entre les SCR et les anges financiers et entre les SCR et les banques ont aussi été analysées. Certains auteurs suggèrent une segmentation des marchés alors que d'autres concluent plutôt à une complémentarité possible de ces moyens de financement. Une segmentation, si c'est le cas, pourrait donner lieu à des conditions désavantageuses pour les PME et un besoin d'intervention de la part du gouvernement.

On retrouve également plusieurs études qui discutent du rôle des pouvoirs publics dans le financement de l'innovation, rôle pouvant être complémentaire à celui des SCR. Étant donné les nouvelles tendances dans l'économie, d'autres études seront nécessaires pour mieux comprendre la synergie que peuvent créer deux partenaires complémentaires dans le financement de projets prometteurs, quelle est l'importance de leur intervention et quelles sont les conséquences sur les finances publiques.

Ce qui semble moins abordé dans la littérature est la place du capital de risque comme source «alternative» de financement pour les entrepreneurs.

3.1.3 Les formes juridiques : objectifs et mission des SCR

Les interventions financières des sociétés de capital de risque varient selon leur mission et leur forme juridique. Certaines voudront privilégier la création ou la préservation d'emplois, d'autres le développement régional et un groupe ne sera intéressé qu'au rendement financier. Leur mission influence les interventions que réalisent ces sociétés de même que le rendement global de leur portefeuille. Cette situation devrait être mieux comprise en regardant également comment les marchés d'autres pays sont organisés et par qui ils sont dominés, car les problèmes de rendement de certaines sociétés sont transférés directement aux entreprises demanderesse les plus prometteuses qui doivent assumer dans leurs contrats de financement le fardeau des entreprises les plus susceptibles de constituer un échec. On comprendra alors pourquoi le capital de risque est perçu par beaucoup d'entrepreneurs comme du capital de dernier recours, et que très peu de sociétés «performantes» sollicitent d'emblée ses services pour le financement de certains projets d'expansion, d'innovation ou d'exportation. Cela permettra également de mieux positionner les institutions publiques de financement et le rôle de l'État dans ce domaine.

25 avril 2003

.....

Parmi les sujets traités, on trouve :

- Les relations entre CR, gouvernements et milieux financiers : concentration du marché et concurrence, soutien gouvernemental, incitations fiscales, etc. ;
- Le comportement des SCR selon leur forme juridique : les choix d'investissement, les modes de sortie, les taux rendements réalisés, les contrats de financement, etc.

Quelques études ont été réalisées sur l'ampleur des fonds de travailleurs et leurs particularités, notamment sur leurs choix d'investissements. Plusieurs études ont comparé les SCR dites «indépendantes» à d'autres formes de SCR (filiales d'institutions financières, d'entreprises, etc.). Une conclusion fréquente est que la forme juridique de la SCR a un effet réel sur les types de projets sélectionnés, les taux de rendement exigés, les modes de sortie, etc. Cet aspect fondamental du marché du capital de risque mérite de faire l'objet d'un travail de synthèse pour permettre d'identifier les lacunes de ce marché et cibler les interventions possibles des pouvoirs publics. C'est aussi dans ce contexte que le rôle des fonds de pension dans l'industrie du CR devrait être analysé. Il serait également souhaitable d'avoir des études internationales pour comparer l'efficacité du marché canadien qui, à cause de l'importance des fonds de travailleurs, pourrait peut-être présenter des anomalies qui nuisent à son développement. Le rôle social de ces fonds peut les empêcher de financer certains projets que d'autres sociétés visant des objectifs de rendement purement financiers vont accepter.

3.1.4 L'adéquation entre l'offre et la demande de CR

L'étude de l'adéquation entre la demande de financement et l'offre est nécessaire afin d'identifier les améliorations à apporter au marché pour que les investisseurs et les entreprises puissent bénéficier tous les deux de leur relation. Le capital de risque est accusé de ne pas jouer son rôle dans le financement des projets d'innovation et ce, dans plusieurs pays industrialisés, mais il n'est pas clair pourquoi. Est-ce du côté de la demande que se situe le problème ou si simplement l'offre est mal formulée et inadaptée aux besoins des sociétés visées? On pourrait également critiquer et remettre en question le rôle d'un marché public (bourse) pour le financement de sociétés de petite taille dirigées par un entrepreneur. Cela va à l'encontre même de la philosophie des entrepreneurs, ce qui pourrait expliquer pourquoi cette avenue de financement est peu utilisée.

Ces éléments ont été traités dans un certain nombre de documents et on y relève les aspects suivants :

- L'évolution et la structure de l'offre de financement : utilisation de différents titres financiers, combinaison optimale de financement, influence de la maturité du marché, etc. ;
- La demande de financement : démarrage des entreprises, accès au marché par des entreprises plus matures, etc. ;
- L'adéquation entre l'offre et la demande : offre excédentaire, influence de la croissance économique, influence du marché domestique et de la provenance des investisseurs (domestiques ou étrangers), etc.

Les discussions sur l'offre de capital de risque sont plus nombreuses que celles sur la demande et les besoins des entrepreneurs (quelques rapports statistiques de consultants, mais peu d'études scientifiques). Il n'est alors pas possible pour le moment d'affirmer que l'offre et la demande sont parfaitement harmonisées, ce qui devrait constituer un axe majeur de recherche.

.....

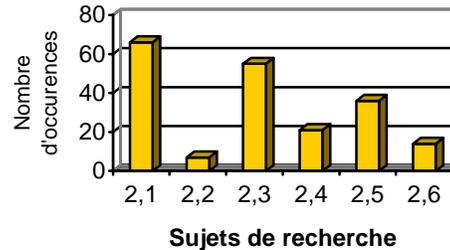
Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

3.2 Le fonctionnement du marché du capital de risque : décision de financement, mesure de risque, aspects contractuels (199 occurrences)

D'après notre recension, le fonctionnement du marché est le deuxième thème qui a été le plus développé dans la littérature académique. Le marché du capital de risque est une composante importante des marchés financiers, qui a connu une forte croissance au cours des dernières années. Par contre, son degré de maturité est très variable selon les pays et les États-Unis sont considérés par plusieurs comme un modèle à imiter. On trouve d'ailleurs quelques comparaisons internationales de divers pays incluant souvent le marché américain.

Figure 6: Recensement des études du thème 2



3.2.1 Les critères d'investissement et le processus décisionnel d'investissement des SCR

Le processus de prise de décision a été abondamment étudié tel que le montre la littérature. Les aspects moins développés concernent les critères utilisés par les investisseurs pour justifier leurs décisions de financement. Les principaux sujets traités sont :

- Les types d'investissement : stade de développement, secteurs, sexe de l'entrepreneur, besoins de surveillance selon la maturité de l'entreprise financée, segmentation des marchés, influence du type de SCR, risque de la SCR selon les projets financés, etc. ;
- Les critères de sélection : expérience de l'entrepreneur et de l'équipe de direction, le type de produits, le potentiel du marché, nature des actifs (tangibles ou non), adaptation des critères selon le stade de développement du projet financé, variation des critères selon les pays, etc. ;
- Le processus décisionnel des SCR et leur comportement : influence de la mission de la SCR, syndicalisation, évaluation et modélisation du risque, variation selon le pays, etc.

Plusieurs études factuelles ont été consacrées aux interventions du CR dans le démarrage des entreprises, alors que peu d'études arrivent à bien cerner les raisons justifiant le manque d'intervention des SCR à ce stade critique du développement des nouvelles sociétés. Il serait intéressant d'approfondir les facteurs de risque des projets à ce stade particulier afin d'identifier des éléments de mitigation ou des stratégies efficaces à mettre en place pour faciliter cette étape dans le développement des entreprises. Il y a peu d'études sur le phénomène des partenariats publics/privés pour financer le démarrage des entreprises, qui pourraient voir à partager le risque.

Parmi les critères de sélection, on trouve peu de discussion sur des modèles d'évaluation, de mesure et de gestion du risque. Dans le même sens, quelles sont les relations entre le niveau de risque mesuré à partir des critères d'évaluation et les composantes du contrat de financement ?

En résumé, nous retrouvons beaucoup d'étude sur l'industrie, l'offre de financement, les types de SCR et leur comportement, mais peu d'études du côté de la demande. Les critères d'investissements, par exemple, sont souvent abordés selon le point de vue de la SCR.

25 avril 2003

3.2.2. L'évaluation des risques (identification, estimation et mitigation)

L'estimation du risque est un élément crucial en finance et permet d'expliquer les rendements attendus par les investisseurs. Cette relation n'est pas contestable en soi. Cependant, la mesure du *risque réel* des projets à financer, notamment dans le cas spécifique des PME ou des sociétés fermées, est un sujet moins bien développé. Cette évaluation du risque est à la base de la définition des contrats de financement et du concept même du CR. Il y a ici un domaine de recherche fondamentale à développer afin de contribuer à une offre de financement plus efficace et qui permettrait aux entreprises financées d'assumer des conditions de financement qui reflètent davantage leur risque réel et non leur risque perçu par les évaluateurs.

Malgré l'intérêt que présente un tel sujet de recherche dans la littérature sur le capital de risque, on note très peu de travaux. Les principaux sujets traités sont :

- L'identification et la description des risques : modification des critères d'évaluation selon les stades de développement, différences de comportement entre les anges financiers et les SCR, subjectivité dans l'évaluation des entreprises à forte croissance, intervention particulière selon que le risque est interne ou externe à l'entreprise.

Évidemment, le sujet n'est pas simple. Mais dans la mesure où l'évaluation du risque est au centre de la relation et des conditions de financement, un approfondissement des outils d'évaluation et de leur pertinence dans le cas des sociétés financées, ainsi qu'un regard sur les «nouveaux risques» auxquels sont de plus en plus confrontés les SCR, constituent une orientation de recherche pertinente.

3.2.3 Les aspects contractuels en CR et leurs répercussions sur les PME

Certains contrats liant le bailleur de fonds à l'entreprise sont peu contraignants et laissent beaucoup de latitude aux dirigeants de l'entreprise. D'autres, par contre, limitent la liberté des dirigeants et vont jusqu'à freiner la croissance des entreprises. Quelles formes prennent ces contrats de financement et quelles répercussions ont-ils sur la santé financière et la vulnérabilité des bénéficiaires? Les sujets développés sont :

- Les outils de financement : combinaison de titres financiers, titres convertibles, qualité de l'information et choix des outils de financement, risque moral et problème d'information asymétrique, etc. ;
- Les types de contrat : contrats et comportement opportuniste, stratégie de sortie, problèmes d'agence, etc. ;
- Le contenu des contrats : contrôle de l'entreprise financée, droits sur les flux monétaires, départ des fondateurs, régie d'entreprise, comparaisons internationales, etc.

On constate un fort emprunt à la théorie d'agence pour expliquer la rédaction des contrats de financement entre la SCR et l'entreprise. Les comportements opportunistes des entrepreneurs, les besoins de surveillance, les problèmes de risque moral ou d'information asymétrique ont tous été étudiés dans différents contextes afin de permettre la rédaction de contrats jugés «optimaux» pour la SCR. Est-ce que ces contrats sont également optimaux du point de vue de l'entrepreneur ? On en parle peu. Également, on trouve peu de discussion, et souvent elles sont théoriques, sur les façons de mesurer les problèmes d'agence, de comportements opportunistes, de risque moral et d'information asymétrique ; or, ces éléments sont au centre de la définition des contrats et de la fixation des conditions de financement. L'arbitraire ou les éléments perceptuels semblent être plus la règle dans la préparation des contrats de financement, surtout pour les projets d'innovation. Il serait pertinent de mieux connaître les mécanismes de fonctionnement réels du marché du CR. Y

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

.....

a-t-il des contrats types qui sont plus souvent associés à des investissements réussis? Est-ce que la souplesse du contrat peut être un facteur de succès pour la PME ?

Les titres convertibles et les combinaisons de titres semblent être les stratégies de financement les plus «rentables». Leur utilisation dépend des conditions d'information, du climat de confiance et de la maturité et du risque de l'entreprise financée. Dans le même ordre d'idées, ces stratégies assurent la protection des droits de la SCR. On discute beaucoup des droits de la SCR mais peu de ceux de l'entreprise financée. À explorer, ce qui pourrait expliquer pourquoi un très petit nombre d'entreprises seulement a recours au CR pour financer leurs projets.

Quelques textes abordent le congédiement du fondateur par la SCR suite aux nombreuses rondes de financement, mais on ne discute pas des conséquences sur le développement de l'entreprise et sa capacité de croissance et d'innovation future. Finalement, la littérature ne présente rien sur les traits particuliers des entrepreneurs et l'importance de leur investissement dans l'entreprise afin de faciliter le financement de leurs projets et rendre les relations entre l'entreprise et la SCR plus près d'une collaboration et d'un partenariat.

3.2.4 Les déterminants de l'implication des SCR dans la PME

Ce sujet est peu développé, mais on y traite des aspects suivants :

- L'implication et l'engagement de la SCR dans l'entreprise financée : réputation de la SCR, asymétrie de l'information et problèmes d'agence, confiance, incertitude, risque d'affaires, conseil d'administration, etc.

En somme, les éléments ayant trait à la confiance, à l'incertitude et au risque sont ceux qui détermineront le degré et la forme de l'implication de la SCR dans la PME, afin de protéger son investissement.

3.2.5 Les mécanismes de contrôle (contrôle de l'investissement du point de vue de la SCR)

En tant que bailleur de fonds, la SCR peut utiliser divers mécanismes pour protéger son investissement, qui prendront des formes différentes selon les particularités de l'entreprise financée. Les éléments suivants ont été répertoriés dans la littérature :

- Le conseil d'administration et la régie d'entreprise : réputation de la SCR, type de sociétés, etc. ;
- Les contrats : besoins de surveillance, remplacement du dirigeant, problèmes d'agence, droits de vote et droits sur les flux monétaires, confiance, etc. ;
- Le type de financement : contrats avec combinaison de titres, titres convertibles, rondes de financement, durée du financement, etc. ;
- La syndication : protection de la réputation, partage de risque, accès à plus de ressources, etc.

Les principaux mécanismes de contrôle utilisés par les SCR sont les contrats et les outils de financement. Les clauses contractuelles vont se définir selon l'ampleur des problèmes d'agence, de risque moral ou d'information asymétrique anticipés entre la SCR et l'entreprise financée. Par ailleurs, un climat de confiance viendra réduire de façon appréciable la lourdeur du contrat (aspects étudiés par quelques auteurs mais qui auraient besoin d'être confirmés dans d'autres

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

contextes). On ne fait pas le lien avec les coûts de financement et la satisfaction de l'entrepreneur. L'utilisation des conseils d'administration a été peu étudiée dans la littérature, comme mécanisme de contrôle et de surveillance de l'entreprise financée. Dans la mesure où cela peut contribuer à accroître la qualité de la gestion de l'entreprise, en professionnalisant certaines activités et en développant le réseau de contacts, il y aurait lieu d'étudier davantage ce phénomène.

Les titres convertibles ou les contrats utilisant des approches mixtes (actions et obligations) ont été beaucoup étudiés et la tendance vers les contrats mixtes au détriment des actions (privilégiées ou ordinaires) semble connaître plus de succès que les approches à un seul type de financement (même s'il y a des possibilités de conversion). Ceci peut être intéressant dans la mesure où ces formes d'outils permettent aux parties en cause d'établir leur confiance mutuelle en apprenant à mieux se connaître.

Quelques études traitent du financement par étapes (rondes de financement) lorsque les investissements sont importants ou que l'entrepreneur affiche un comportement opportuniste. C'est aussi considéré comme une solution en présence d'incertitude ou d'informations incomplètes.

Finalement, le partage du risque et l'accès à plus de ressources financières peuvent se faire par syndication. Peu d'études ont été réalisées sur ce type d'organisation en regard des risques supérieurs des investissements technologiques ou dans des actifs fortement immatériels.

3.2.6 L'investissement dans une PME en tant que composante d'un portefeuille de titres financiers

Ce domaine de recherche a suscité peu d'intérêt. Pourtant, il pourrait permettre une meilleure connaissance des stratégies utilisées par les SCR et suggérer des outils de gestion globale du risque de la SCR comme c'est le cas dans le domaine de l'assurance :

- La stratégie de portefeuille : cohérence entre les investissements et la stratégie de portefeuille de la SCR, taille optimale, influence du type de fonds (spécialisés ou non), etc.

Études factuelles sur les stratégies de réduction du risque du portefeuille, mais peu de conclusions sur les mécanismes de protection comme tel. Quelques textes sur la diversification géographique et selon la maturité des projets, mais ceci reste encore embryonnaire. Il y a un dilemme important auquel sont confrontées toutes les SCR, soit financer des projets risqués et survivre. Les partenariats publics/privés, la syndication, la gestion personnalisée des placements : comment combiner toutes ces possibilités pour rendre plus efficace ce marché et favoriser son développement en réduisant les pertes ? La forme juridique d'une SCR a une influence sur la taille de son portefeuille et donc de ses moyens de diversification. Cette avenue est peu explorée.

3.3 Comparaison entre les entreprises financées par capital de risque et celles qui n'ont pas été financées par capital de risque (performance, ventes, création d'emplois, taux d'innovation, etc.) (19 occurrences)

Pour mieux comprendre le marché du capital de risque et apprécier son rôle dans le développement économique d'un pays, il est nécessaire d'analyser les entreprises qui ont bénéficié de ce type de financement et de les comparer à celles qui ont opté pour d'autres sources. Les difficultés d'accès à des informations de qualité expliquent certainement en bonne partie le nombre limité d'études relevées, qui ont traité des sujets suivants :

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

- Les caractéristiques des entreprises financées par CR: valeur des actifs tangibles, croissance souhaitée, potentiel de marché, etc. ;
- La croissance et la performance : ventes et emplois, performance plus élevée, sous-évaluation initiale, professionnalisation, entreprises technologiques, etc.

La performance supérieure des entreprises qui ont profité du financement par CR ne doit pas directement être liée à l'intervention des SCR. La sévérité des critères de sélection utilisés par les SCR doit aussi être analysée. Il serait important d'avoir un plus grand nombre d'études mesurant les relations causales entre l'intervention de la SCR et la performance des entreprises financées, ce qui permettrait d'avoir une meilleure connaissance du fonctionnement et de l'efficacité de ce segment des marchés financiers. Étudier le comportement des entreprises qui ont réussi mais qui ont subi un refus de la part de la SCR permettrait d'apprécier ou de critiquer les critères utilisés par les SCR.

L'impact après un premier appel public à l'épargne est le sujet le plus couvert. Ceci est sûrement relié au fait que l'information est plus facilement disponible auprès des sociétés ouvertes que des sociétés fermées.

La principale difficulté à la réalisation d'études dans ce domaine est l'accès à des données pertinentes, ce qui sera soulevé dans nos conclusions.

3.4 Les impacts de la société de capital de risque sur l'entreprise financée (22 occurrences)

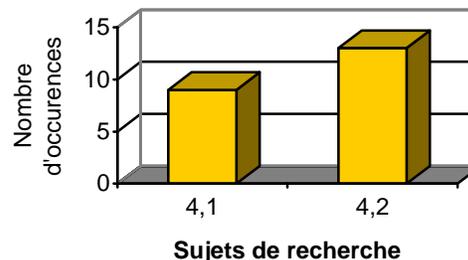
De par sa nature d'investisseur et de partenaire à moyen et long terme, le fournisseur de capital de risque peut influencer significativement le développement de l'entreprise dans laquelle il a investi. Les PME peuvent ainsi bénéficier, au-delà du financement, du réseau de contacts du capital-risqueur, de son expertise et de ses conseils permettant à certaines d'entre elles d'accroître leur degré de professionnalisme ainsi que leur compétitivité sur les marchés nationaux et internationaux.

3.4.1 La professionnalisation des PME suite au CR (implantation de pratiques d'affaires et de procédures)

Les PME sont reconnues pour leur manque de ressources diverses qui ne leur permettent pas de s'organiser comme les grandes entreprises, et le fait qu'elles fonctionnent ainsi souvent plus de façon intuitive que professionnelle. C'est d'ailleurs leur principale caractéristique. La venue d'un actionnaire externe peut toutefois modifier ceci à cause de ses besoins d'information plus fréquents. Quelques études ont porté sur ce thème de recherche et on note entre autres, les sujets suivants :

- Le conseil d'administration (CA) : influence de la réputation de la SCR, augmentation du nombre d'administrateurs externes, rôle attendu du CA, etc. ;

Figure 7: Recensement des études du thème 4



25 avril 2003

- La formalisation : processus de prise de décision, développement des systèmes d'information, professionnalisation de l'équipe de direction, formalisation de certaines activités de gestion, etc.

Les conseils d'administration sont les outils privilégiés par les bailleurs de fonds et les investisseurs pour «surveiller» leur mise de fonds. Comment réagissent les dirigeants à la mise en place d'un CA ? On notera que le CA est souvent plus important lorsque le dirigeant fondateur est remplacé par un «gérant». Y a-t-il perte d'efficacité ou de vision associée à ce départ ? Le CA «professionnalisé» est-il plus efficace que l'équipe de direction gérée par le fondateur ? Très peu d'études ont été réalisées sur les «effets» de la SCR sur le développement des PME. Pourtant, ce genre d'études est important puisqu'il permettrait notamment de mieux comprendre les besoins des PME au-delà des ressources financières et de mettre en évidence le fait qu'une gestion «plus professionnelle et formalisée» peut être associée à une réduction de la vulnérabilité des entreprises financées.

3.4.2 L'implication et le support de la SCR

L'engagement d'un fournisseur de capital de risque dans une entreprise est rarement uniquement financier. Le risque élevé des entreprises qui sollicitent ce financement implique un suivi de l'investissement qui ne peut se faire uniquement par l'émission de rapports financiers périodiques. On trouve ainsi d'autres modes d'implication, qui ont été traités comme suit :

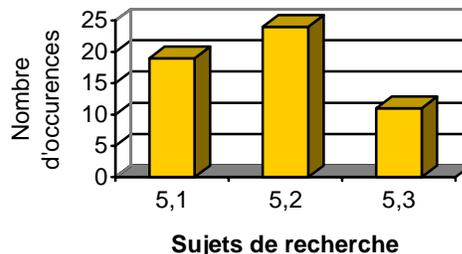
- L'équipe de direction et le soutien managérial : remplacement du principal dirigeant (souvent le fondateur), décentralisation de la gestion, indépendance du CA, différences régionales (études internationales), etc. ;
- L'implication stratégique : conseils financiers et d'affaires, partage et transfert de connaissances, influence de l'incertitude sur le type et l'importance de l'implication, etc.

L'entreprise étant souvent le prolongement de l'entrepreneur, il serait intéressant d'analyser la relation entre le taux de remplacement du principal dirigeant lorsqu'une SCR intervient dans le capital par rapport à un groupe d'entreprises semblables non financées par CR? Quelles sont les conséquences sur la valeur de l'entreprise ? Une telle mainmise de l'entreprise financée est-elle souhaitable à long terme dans la mesure où la SCR s'engage pour une durée limitée?

3.5 L'impact et le taux de survie des entreprises financées par CR après le dessaisissement (54 occurrences)

L'intervention du capital-risqueur se situe à trois niveaux. D'abord au moment de l'injection des fonds, dans le but pour lesquels il a été sollicité (accroître la capacité de production, développer de nouveaux marchés, commercialiser une innovation, etc.), ensuite par la mise en place de procédures plus formalisées de gestion (appelé ci-haut la professionnalisation), ce qui favorise habituellement la PME et, finalement, au moment du dessaisissement. Ce dernier impact

Figure 8: Recensement des études du thème 5



25 avril 2003

.....

est parfois dramatique pour un certain nombre d'entreprises, le choix de la stratégie de sortie pouvant modifier de façon majeure l'organisation et sa santé financière.

3.5.1 Les stratégies de sortie

Un dessaisissement via un premier appel public à l'épargne change significativement la structure de gestion, les objectifs et la situation financière de la PME. Mentionnons les nouveaux règlements auxquels la société doit se conformer, les politiques de divulgation, etc. Un rachat des actions détenues par la société de capital de risque a aussi un impact significatif autant sur la santé financière de la PME que sur celle de l'entrepreneur (surtout si ce dernier doit emprunter pour effectuer ce rachat). La littérature nous fait part de ces différentes stratégies et des coûts qu'elles peuvent générer pour les entreprises, mais on connaît moins les impacts économiques et le taux de survie des entreprises financées une fois que l'investisseur s'est retiré. Les sujets traités sont :

- Le premier appel public à l'épargne (PAPÉ) : synchronisation avec l'évolution des marchés boursiers, influence du stade de développement de l'entreprise au moment du financement initial, influence du secteur industriel, comparaisons internationales où des différences structurelles entre les pays expliquent des comportements financiers différents, etc. ;
- Les entrepreneurs : différences culturelles entre les pays qui expliquent les attitudes diverses des entrepreneurs, contrat de financement et prévision de sortie, etc. ;
- L'organisation : utilisation des titres convertibles, taille des marchés et type de sortie, différences culturelles entre les pays, droits sur les flux monétaires et sur le contrôle et type de sortie, etc.

Un certain nombre d'auteurs ont étudié les PAPÉ qui demeurent la voie de sortie la plus rentable pour les SCR, mais les études ne semblent pas concluantes. La taille du marché des capitaux et sa liquidité, ainsi que la réglementation influencent les probabilités d'utiliser le PAPÉ et les sorties partielles. Il serait intéressant de voir les stratégies de sortie selon les types d'entreprises. Est-ce que les PAPÉ sont des sorties appropriées pour certains types d'investissement (secteurs technologiques, croissance potentielle extrêmement forte, ...) ? Plus la SCR aura investi, plus le PAPÉ sera la forme optimale de sortie vu le stade avancé de développement de la PME et sa taille. Qu'en est-il pour les entreprises plus petites ? Quels sont les modes de sorties les plus intéressants lorsque le marché boursier n'est pas réceptif ? Et quelles sont les conséquences post-investissement sur les entreprises financées après la sortie, selon les différentes stratégies ?

3.5.2 Le premier appel public à l'épargne

Quels sont les effets d'un PAPÉ sur les entreprises financées? Quel est le taux de succès de cette stratégie mais surtout, quelles sont les variables qui influencent son échec? Comment survit la PME à cette situation et combien de temps lui faut-il pour retrouver un certain équilibre? La littérature rapporte beaucoup de cas à succès, mais on connaît peu de choses sur les échecs dont l'analyse permettrait encore de contribuer à l'identification d'améliorations possibles au fonctionnement de ce marché. Les sujets traités sont :

- La synchronisation de l'entrée en bourse : expérience de la SCR, etc. ;
- Le type d'entreprise : secteur industriel, etc. ;
- Des comparaisons : performance, indépendance des SCR et des souscripteurs, sortie partielle ou totale, influence du type de marché financier, régie d'entreprise, etc.

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

.....

Plusieurs auteurs ont mis en évidence l'effet positif que pouvait créer la SCR sur les entreprises qui procèdent à un PAPÉ. L'effet de réputation est invoqué par quelques auteurs, mais au-delà de ça, est-ce que la SCR contribue significativement à «préparer» l'entreprise fermée à jouer le jeu de la société ouverte ? Combien d'entreprises financées par CR procèdent à un PAPÉ ? Qu'en est-il du taux d'insuccès qui est très peu étudié et quelles sont les conséquences à moyen et long terme sur les entreprises financées ? Quelle proportion de petites entreprises conservent leurs titres à la cote après le retrait de la SCR ? L'après PAPÉ a été peu étudié alors que l'effondrement des marchés boursiers des dernières années devraient inquiéter les SCR de même que les PME ayant besoin de fonds importants qu'ils ne pouvaient aller chercher que sur le marché public. Des consortiums de financement entre SCR, gouvernement et institutions financières pourraient-ils se substituer au marché boursier pour combler les besoins importants de certaines entreprises ? On discute également de l'influence des facteurs structurels, tels la taille du marché des capitaux et sa liquidité, pour favoriser le financement public des petites sociétés. Le cas des États-Unis est bien plus une exception qu'une règle à cause de l'ampleur des capitaux disponibles et du volume de transaction. Est-il raisonnable de penser que le PAPÉ soit une solution pour le financement des PME canadiennes ?

3.5.3 La performance des sociétés financées

L'influence du capital de risque sur les sociétés financées peut prendre différentes formes selon la qualité de l'intervention et le potentiel de l'entreprise. Un faible nombre de travaux ont traité des points suivants :

- La croissance : volume d'activités et influence de la SCR, etc. ;
- La performance : performance financière, évolution des prix boursiers, surveillance, relations entre souscripteurs et SCR, réputation de la SCR, etc. ;
- Les entrepreneurs : compétences et expertise, etc.

Il reste encore beaucoup de travail à faire pour mieux comprendre les effets d'une intervention des SCR sur les entreprises financées. Des études comparatives sont nécessaires, des études longitudinales et des études d'événements devraient permettre de mieux comprendre l'efficacité du CR à faire progresser les entreprises qui ont eu recours à ce type de financement. Au-delà des simples aspects de performance, il faut voir comment les SCR ont géré le risque de leurs investissements. Est-ce que celui-ci a diminué après leur entrée dans l'entreprise ? Si oui, dans quelles conditions ? Est-ce au prix d'importants sacrifices de la part de l'entreprise, dont le retrait du principal dirigeant ? D'un autre côté, aucune étude répertoriée ne fait allusion au comportement des entrepreneurs ou à leur satisfaction quant au financement qu'ils ont obtenu, les conditions dans lesquelles ils ont travaillé avec ce partenaire particulier, les concessions qu'ils ont dû faire, etc. Est-ce que le CR est complémentaire aux autres sources de financement qu'on trouve sur le marché, comme il le devrait, ou s'il ne prend pas la place d'autres bailleurs de fonds ayant moins de ressources ? Est-ce que la bonne performance n'est pas attribuable simplement au fait que les SCR ont des critères de sélection très restrictifs, et que les entreprises financées auraient connu une performance intéressante avec ou sans SCR ?

.....

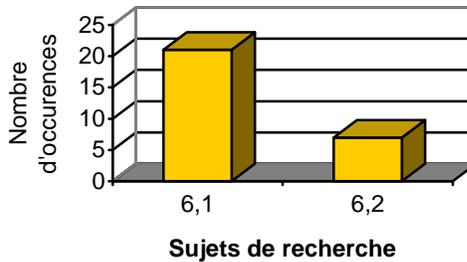
Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

3.6 Les nouvelles tendances (28 occurrences)

La globalisation des marchés et le déplacement vers l'économie de la connaissance modifient considérablement l'environnement économique dans lequel évoluent les entreprises de toutes les tailles, de tous les secteurs et de tous âges. Personne n'y échappe. Ceci a toutefois des conséquences pour les bailleurs de fonds qui doivent s'ajuster en modifiant leurs façons de faire car la structure de la demande change. Les entreprises ayant un fort pourcentage d'actifs immatériels, ou un contenu technologique très spécialisé ont des besoins particuliers qui doivent être comblés d'une façon différente des entreprises traditionnelles. Avec la débâcle des marchés boursiers des dernières années, il serait surprenant que ces entreprises aient recours au financement public pour assurer leur développement. Parce qu'il s'agit de tendances et de phénomènes relativement récents, il est normal que l'on retrouve peu de littérature sur ces sujets.

Figure 9: Recensement des études du thème 6



3.6.1 L'investissement technologique

Quelques documents ont pu être répertoriés sur ce sujet de recherche, et on y traite particulièrement des aspects suivants :

- Les critères de sélection : expérience et qualités interpersonnelles de l'entrepreneur, stade de développement, rythme de croissance, etc. ;
- L'organisation du marché : influence du type de marché et des pays, intervention complémentaire des pouvoirs publics, rôle des grandes entreprises, type de fonds, partage des risques entre les organisations publiques et privées, etc.

Les secteurs à forte teneur d'actifs intangibles ou immatériels, l'industrie du savoir, les biotechnologies, etc. sont caractérisés par des risques qui dépassent ce qu'on voit en général. Ces risques sont variables parce que l'incertitude se modifie avec l'évolution du projet, mais ils demeurent difficiles à assumer uniquement par des SCR. On voit donc que le rôle de l'état comme acteur important afin de compléter l'offre de financement, a fait l'objet de plusieurs études dans différents pays. Les conclusions sont relativement unanimes sur la pertinence de ce rôle. Ce qui est moins connu c'est la forme de l'intervention de l'état et, dans un aspect dynamique, quel rôle joue-t-il dans les différentes étapes de développement des projets d'innovation ou selon les divers types et niveaux de risque qui sont en cause ? Peu d'études sur les partenariats entre gouvernements, SCR et entreprises privées, ce qui serait pertinent dans le cadre de réseaux d'entreprises.

3.6.2 L'avenir des marchés boursiers pour les PME en forte croissance

Les marchés boursiers ont été passablement malmenés dans les deux dernières années, pour différentes raisons. Les baisses de rendement qu'ont connues les entreprises de la nouvelle économie sur les marchés publics ont rendu cette voie de financement à peu près inaccessible à la plupart des petites entreprises en forte croissance dont les demandes de capitaux dépassent

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

les capacités financières des institutions et des sociétés individuelles. Les investisseurs ont perdu des sommes d'argent importantes, ainsi que les maisons de courtage, les institutions de financement, etc. Est-ce que le marché public traditionnel ou même la Bourse de l'Ouest, demeureront une source de financement possible pour les petites sociétés canadiennes en croissance? Les sujets abordés dans la littérature sont :

- La PME dans un réseau : implication des grandes entreprises au financement, forme de participation financière, etc. ;
- L'avenir des marchés boursiers pour les PME en croissance : liquidité du marché, taille du marché domestique, réglementation, accessibilité, efficacité, etc.

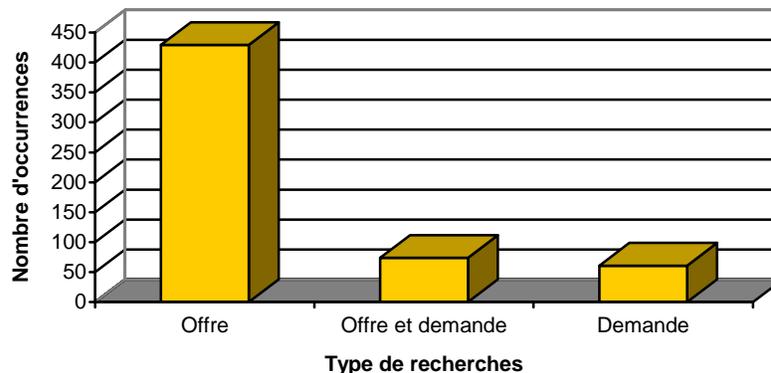
Peu d'études se sont intéressées à mesurer les préférences financières des entrepreneurs et les options qu'ils souhaitent privilégier pour le financement de la croissance de leur entreprise. La bourse est-elle une option raisonnable ? Probablement pas pour la plupart des entrepreneurs. Il est donc difficile de penser qu'il y a de grands volumes d'activités qui vont permettre au marché d'être liquide. Qu'en est-il des émissions de «pool» de PME via un consortium, ou de titres obligataires qui respectent davantage les préférences financières des entrepreneurs ? Est-ce que le gouvernement pourrait jouer un rôle pour favoriser un plus grand nombre de PME à accéder au financement public sous diverses formes, en partenariat avec le secteur privé? Est-ce qu'une bourse spécialisée exclusivement pour les PME est une solution ?

3.7 Conclusions : état des connaissances et avenues de recherche

La présentation des ouvrages précédents et leur classement selon les thèmes de recherche identifiés montrent une plus grande importance accordée à l'offre de capital de risque, le fonctionnement des marchés et le premier appel public à l'épargne.

Nous avons fusionné les sujets qui traitent directement de l'offre de capital de risque (1.1, 1.2, 1.3, 2.1, 2.2, 2.3, 2.4, 2.5, 2.6, et 5.1), ceux qui discutent plus de l'équilibre entre l'offre et la demande ou lorsque le point de vue de la SCR et de la PME sont largement considérés (1.4, 3, 5.2) et, finalement, ceux où le point de vue de la PME est plus dominant (4.1, 4.2, 5.3, 6.1, 6.2), afin de montrer le volume de recherches dans chacun d'eux.

Figure 10: Répartition des études selon leur point d'intérêt



La figure 10 confirme le faible nombre de travaux spécifiquement sur la demande, ce qui rend hasardeuses toutes conclusions sur l'adéquation entre l'offre et la demande de capital de risque.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Comme il a été dit précédemment, l'accès à des données quantitatives et aux intervenants sur le marché est certainement un facteur explicatif important. Il s'agit d'un problème majeur dans le développement des connaissances dans le but de procéder à une évaluation du marché pour y faire des ajustements.

Par rapport à notre expérience et en regard du recensement effectué, il nous apparaît important de consacrer un certain nombre de travaux aux aspects suivants afin d'accroître notre compréhension du marché du capital de risque :

- ❖ L'attitude des entrepreneurs face au capital de risque : connaissance, utilisation, réceptivité, volonté de partager le contrôle, expériences vécues, etc. ;
- ❖ Les besoins des PME en terme de financement : types d'entreprises, degré de risque, stade de développement, alternatives de financement, potentiel de développement (exportation, expansion, innovation), etc. ;
- ❖ Les méthodes d'évaluation du risque des projets financés et l'intervention de la SCR : contrats, clauses restrictives, coûts de financement, surveillance de l'investissement, etc. ;
- ❖ La pertinence d'un marché boursier pour les PME en forte croissance : préférences financières des entrepreneurs, volume d'activités, substituts possibles, réalisme, coûts et fonctionnement d'une telle structure par rapport aux retombées économiques, etc. ;
- ❖ Le rôle de l'état dans le marché du capital de risque : formes de participation, complémentarité avec les institutions actuelles, intervention auprès d'entreprises risquées mais à fort potentiel (innovation, démarrage, ...), etc. ;
- ❖ Les particularités des projets d'innovation et des entreprises à fort contenu en actifs immatériels : stades de développement, risque, contrat, taux de succès, etc.

Des enquêtes réalisées auprès d'entreprises ayant accepté un financement par capital de risque, d'autres qui ont refusé, certaines qui ont connu des difficultés et d'autres des succès, seraient nécessaires pour avoir une image plus objective de l'état de la situation. On sait que la recherche académique et professionnelle publiée fait beaucoup plus état des situations à succès, mais peu des échecs, ce qui justifie l'importance des commentaires que nous avons faits à cet effet.

Par ailleurs, il est souhaitable qu'un grand nombre de travaux fassent l'objet de recherches empiriques dans des contextes académiques, où des questions fondamentales pourront faire l'objet d'hypothèses à vérifier. Cette forme de recherche se fait habituellement en toute objectivité et procure un regard impartial sur la réalité du fonctionnement des marchés, ce qui est souhaitable dans l'état actuel des connaissances.

25 avril 2003

4. STRUCTURE DU MARCHÉ DU CAPITAL DE RISQUE : ASSOCIATIONS ET ÉVÉNEMENTS PROFESSIONNELS

Cette section présente des informations sur les principales associations et les événements professionnels importants (conférences, symposiums, forums, etc.) reliés au capital de risque à travers le monde.

4.1 Les associations professionnelles

Nous avons identifié 61 associations professionnelles à travers le monde, dont la majorité se trouve aux États-Unis et en Europe, alors qu'aucune n'a pu être reliée au continent africain. L'absence d'association en Afrique n'empêche pas la tenue de conférences sur ce continent (voir le tableau 5), qui est sous la responsabilité d'un organisme professionnel. Cette répartition est présentée au tableau 4 ci-dessous.

Tableau 4: Répartition géographique des principales associations professionnelles reliées au capital de risque

Continents	Nombre d'associations
Amérique :	25
Brésil	1
Canada	2
États-Unis	22
Asie (10 pays)	12
Europe (19 pays)	22
Australie/Océanie (2 pays)	2
Total	61

Dans le fichier informatique annexé (onglet – Associations), on trouvera la liste des 61 associations avec, lorsque celles-ci étaient disponibles, les informations suivantes :

- ❖ le nom de l'association,
- ❖ la mission,
- ❖ le pays d'origine,
- ❖ la personne clé à contacter (qui est souvent le président de l'association),
- ❖ l'adresse Internet et
- ❖ des commentaires additionnels jugés pertinents.

La description de la mission, tel que relevée dans les sites Internet, de chacune des associations a permis de mettre en évidence leur diversité et les principaux rôles qu'elles jouent, soit :

- ❖ de représenter les membres auprès des organismes compétents qu'ils soient locaux, nationaux ou internationaux,

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

-
- ❖ de promouvoir l'industrie du capital de risque au pays, dans l'état ou continent, selon le cas,
 - ❖ de faciliter l'accès au financement des entreprises à la recherche de capital,
 - ❖ de collecter des données, souvent sous forme d'enquêtes, de les compiler et de les distribuer aux membres et autres intervenants intéressés,
 - ❖ d'organiser des conférences et divers événements afin d'informer les membres des nouvelles tendances nationales ou internationales dans l'industrie, ou tout simplement pour permettre aux membres de se rencontrer et d'échanger (voir section 4.2),
 - ❖ d'offrir un support aux membres en leur permettant de profiter de l'expertise de certains spécialistes, et
 - ❖ de mettre en place et de faire respecter un code de déontologie.

La colonne «commentaires» du fichier précise les informations compilées par ces associations et accessibles par Internet.

L'association identifiée en Pologne semble engagée surtout dans des activités d'investissement et ne jouerait pas les mêmes rôles que les associations répertoriées dans les autres pays. De plus, selon le niveau de développement économique du pays et la taille de son industrie, certaines associations se préoccupent aussi des problèmes reliés à l'entrepreneuriat (Hawaii) ou aux marchés financiers (France et République tchèque).

Les préoccupations majeures de ces associations concernent notamment l'avenir de l'industrie et les différentes contraintes légales et fiscales pouvant ralentir le développement du capital de risque (c'est notamment le cas de l'Allemagne).

La spécialisation ou les domaines d'intérêt, à partir de leur mission, sont plutôt généraux. Les entreprises en démarrage et particulièrement celles en forte croissance, tous secteurs confondus, sont celles visées par les associations. D'autres s'intéressent d'une façon plus précise à la technologie (*Western Association of Venture Capitalists [États-Unis]*, *Michigan Venture Capital Association [États-Unis]*, *Taiwan Venture Capital Association* et *Hawaii Venture Capital Association [États-Unis]*) et à la biotechnologie (*Western Association of Venture Capitalists [États-Unis]*). Pour sa part, la *Community Development Venture Capital Alliance* se préoccupe davantage du développement social.

4.2 Les événements professionnels

Quatre vingt quatre conférences, symposiums, forums ou autres événements de ce style à travers le monde ont été repérés sur Internet. Le fichier informatique annexé (onglet – Conférences) présente ces événements ainsi que les informations suivantes associées à chacun d'eux :

- ❖ le nom officiel de l'événement,
- ❖ la fréquence annuelle,
- ❖ les principaux sujets traités au cours des 2 ou 3 dernières années,
- ❖ le nombre d'années d'existence de l'organisation responsable (lorsque disponible),
- ❖ des informations sur l'organisme responsable dont son nom, le nom de la personne à contacter, le pays d'origine de l'organisme et son adresse Internet, et
- ❖ des commentaires additionnels, pertinents pour notre étude, ont été ajoutés à l'occasion.

Dans plusieurs cas, les sites Internet ne conservent pas les informations sur les conférences des années antérieures. Ceci explique pourquoi plusieurs informations sont manquantes. Lorsque les

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

.....

informations étaient disponibles, la restriction aux 2-3 dernières années fournit un aperçu des intérêts récents de l'industrie.

Le tableau 5 ci-dessous présente la répartition de ces événements par continent.

Tableau 5 : Répartition géographique des principaux événements professionnels en capital de risque tenus récemment

Continents		Nombre d'événements
Afrique		1
Amérique		56
	Canada	9
	États-Unis	47
Asie		6
Europe		19
Australie/Océanie		2
Total		84

Encore une fois, et sans surprise, les États-Unis dominent : 47 des 84 événements répertoriés ont lieu en sol américain.

Certains de ces événements sont relativement jeunes. Le cas de la Russie en est un exemple et les changements économiques récents y sont certainement pour quelque chose. Par contre, certains événements tiennent la route depuis plusieurs années. Mentionnons que *l'Association canadienne du capital de risque* existe depuis 28 ans, alors que *Colorado Venture Capital Association* et *The European Private Equity & Venture Capital Association* existent, pour leur part, depuis 20 ans.

Les sujets traités lors de ces événements sont divers et parfois spécifiques au pays, à l'état ou à la région à laquelle l'organisme responsable est rattaché. On notera les sujets suivants identifiés à l'année 2002 :

- ❖ le fonctionnement du financement par capital de risque (offre, critères d'investissement, sources de financement) et les avantages qu'il offre,
- ❖ le rôle du capital de risque, les stratégies de sorties, les opportunités d'investissement, le capital de risque formel et informel, et les alliances stratégiques,
- ❖ les tendances et l'évolution de l'industrie nationale et internationale du capital de risque,
- ❖ le financement des entreprises, et plus particulièrement celles à la phase du démarrage, en croissance rapide ou innovantes,
- ❖ le développement de l'industrie dans certains secteurs d'activités spécifiques (voir le tableau 6),
- ❖ la création de valeur (Australie) et la valeur ajoutée du capital de risque (Europe).

Lorsque ceux-ci étaient disponibles, nous avons repéré les thèmes des conférences des deux années antérieures pour voir s'il y avait de nouvelles tendances. Une lecture de ces informations

.....

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

ne montre aucune tendance significative. Par année et sur l'ensemble des 3 années, les «aspects du financement» est le sujet qui revient le plus souvent lors de ces événements. Le deuxième sujet le plus discuté est les avantages et les caractéristiques du financement par CR proprement dit. Ceci n'est pas surprenant car l'objectif principal de ces événements est de donner des informations sur l'industrie.

Ces événements pourraient aussi être regroupés selon deux grands objectifs. Le premier vise à informer et à créer un lieu d'échange des informations et de partage des expériences. Le deuxième grand objectif consiste à mettre en relation des entrepreneurs en quête de financement qui présentent leurs projets à des bailleurs de fonds disposés à financer les opportunités d'affaires. Nous avons constaté l'existence de telles rencontres surtout aux États-Unis et en Europe, mais à plus petite échelle au Canada et en Asie.

Les secteurs industriels qui ont fait l'objet de discussions spécifiques lors de ces événements au cours des 2 ou 3 dernières années sont variés. Le tableau 6 présente les principaux secteurs, selon 4 régions. On note évidemment la mise en valeur des intérêts de l'industrie pour les secteurs des sciences de la santé et de la biotechnologie, ainsi que celui des médias. Cela n'empêche pas des interventions dans d'autres secteurs industriels, où les investissements recherchés devront montrer un fort potentiel d'innovation ou de croissance. L'année 2001 a été particulièrement associée au financement par CR dans le secteur de la technologie.

Tableau 6 : Principaux secteurs ayant fait l'objet de conférences au cours des 2 ou 3 dernières années (par région choisie)

Région	Secteurs
Canada	Biotechnologie et sciences de la santé, communication, nouvelle économie
États-Unis	Médias (incluant Internet et télécommunications), pharmacie, biotechnologie, sociétés technologiques et innovatrices, entreprises technologiques en forte croissance
Asie	Haute-technologie, biotechnologie
Europe	Technologie innovante, biotechnologie, énergie

La recension des événements et organismes professionnels souligne encore une fois l'accent majeur mis sur l'offre : description, statistique et caractéristiques, alors que les besoins des PME sont moins abordés. Certains événements permettent cependant une adéquation entre l'offre et la demande en offrant aux entrepreneurs la possibilité de présenter leurs projets à des bailleurs de fonds potentiels. Il serait intéressant d'approfondir cette dimension en regardant comment les entrepreneurs s'y prennent pour présenter leurs projets, quelles sont leurs connaissances des exigences des bailleurs de fonds, et quels facteurs sont retenus par les bailleurs de fonds pour participer au financement des projets présentés.

25 avril 2003

RÉFÉRENCES

Admati, A.R. et P. Pfleiderer (1994), Robust financial contracting and the role of venture capitalists, *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 2, pp. 371-402.

Aernoudt, R. (1999), European policy towards venture capital : myth or reality?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 1, pp. 47-58.

Amit, R. et E. Muller (1995), "Push" and "pull" entrepreneurship, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, vol. 12, n° 4, pp. 64-80.

Amit, R., J. Brander et C. Zott (1997), Le financement de l'entrepreneuriat au Canada par le capital de risque, Document de recherche d'Industrie Canada, Directeur général de la publication: Paul J.N. Harpern, University of Calgary Press, pp. 261-307.

Anand, B.N. et A. Galetovic (1997), Information, non-excludability, and financial market structure, Document de recherche n° 2, Yale School of Management and Universidad de Chile, 43 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Anand, B.N. et A. Galetovic (2000), Weak property rights and hold-up in R&D, Document de recherche n° 99-007, Harvard Business School.

Andersson, T. (2000), Seizing the opportunities of a new economy : challenges for the European Union, Document de recherche, OCDE, 35 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Aoki, M. et S. Dinc (2002), Relational financing as an institution and its viability under competition, Document de recherche, Stanford University et University of Michigan.

Armour, J. (2002), Law, innovation and finance: a review, Document de recherche, Centre for Business Research, Cambridge University, mars, 49 pages.

Astebro, T.B. (2003), The return to independent invention : evidence of risk seeking, extreme optimism or skewness-loving?, *The Economic Journal*, vol. 113, n° 484, pp. 226-239.

Audretsch, D.B. et E.E. Lehmann (2002), Debt or equity? The role of venture capital in financing the new economy in Germany, Document de recherche n° 3656, CEPR, novembre.

Axiss Australia (2002), The Australian venture capital industry : developments and trends, Rapport dans le cadre du positionnement de l'Australie comme un centre de services financiers, 41 pages, disponible sur www.axiss.com.au.

Ayayi, A. (2002), Optimal capital structure and the interactions between new venture investment and venture capital finance, Document de recherche, Ryerson Polytechnic University, 40 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Aylward, A. (2002), Trends in venture capital finance in developing countries, Document de recherche n° 36, International Finance Corporation, Department of Economics.

Baker, M. et P. Gompers (2001), The determinants of board structure and function in entrepreneurial firm, Document de recherche, Harvard Business School, 42 pages.

25 avril 2003

.....

Balboa, M. et J. Marti (2001), The determinants of private equity fundraising in Western Europe, Document de recherche, EFMA 2001 Lugano Meetings, 32 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Balboa M. et J. Marti (2002), Conceptual model for private equity markets : proposal and empirical test on fundraising, Document de recherche, EFMA 2002 London Meetings, 26 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Baldwin, J. et J. Johnson (1997), Differences in strategies and performance of different types of innovators, Document de recherche n° 102, Statistique Canada, décembre, 27 pages.

Barnes E. et Y. McCarthy (2002), Grandstanding in the UK venture capital industry, Document de recherche, EFMA 2002 London Meetings, 47 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Barney, B.J.B., L. Busenitz et D. Moesel (1994), The relationship between venture capitalists and managers in news firms: determinants of contractual covenants, *Managerial finance*, vol. 20, n° 1, pp. 19-30.

Barry, C.B. (1994), New directions in research on venture capital finance, *Financial Management*, vol. 23, n° 3, pp. 3-15.

Barry, C.B. (2001), Venture capital, 2001 CFA Level 1 Candidate Readings, Association for Investment Management and Research, pp. 104-116.

Barry, C.B., C.J. Muscarella, J.W. Peavy et M.R. Vetsuypens (1990), The role of venture capital in the creation of public companies, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 447-471.

Bascha, A. (2000), Why do venture capitalists hold different types of equity securities?, Document de recherche, EFA 0356, janvier, 27 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Bascha, A. (2001), Venture capitalists reputation and the decision to invest in different types of equity securities, Document de recherche, 27 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Bascha, A. et U. Walz (2001), Financing practices in the German venture capital industry: an empirical assessment, Document de recherche, University of Tübingen, 28 pages, disponible sur www.ssrn.com

Baygan, G. (2003a), Venture capital policy review : United Kingdom, Document de recherche DSTI/DOC, OCDE.

Baygan, G. (2003b), Venture capital policy review : Korea, Document de recherche DSTI/DOC, OCDE.

Baygan, G. (2003c), Venture capital policy review : Israël, Document de recherche DSTI/DOC, OCDE.

Baygan, G. (2003d), Venture capital policy review : Canada, Document de recherche DSTI/DOC, OCDE.

Baygan, G. et M. Freudenberg (2000), The internationalisation of venture capital activity in OECD Countries: implications for measurement and policy, Document de recherche DSTI/DOC(2000)7, OCDE, 54 pages.

.....

25 avril 2003

.....

Belden, S., R. Keeley et R. Knapp (2001), Can venture capital-backed IPOs compete with seasoned public companies?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 4, pp. 327-358.

Belke A., R. Fehn et N. Foster (2002), Venture capital investment and labor market performance: a panel data analysis, Document de recherche n° 652, CESifo, 31 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Bergemann, D. et U. Hege (1998), Venture capital financing, moral hazard, and learning, *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n° 6-8, pp. 703-735.

Bergemann D. et U. Hege (2002), The value of benchmarking, Document de recherche n° 1379, Cowles Foundation, 33 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Berger, A.N. et G.F. Udell (1994), Did risk-based capital allocate bank credit and cause a "credit crunch" in the United States? *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 26, n° 3, Partie 2, pp. 585-628.

Bernhardt D. et V. Dvoracek (2000), Monitoring and evaluation by financiers, Document de recherche n° 00-0115, University of Illinois.

Best, A. (1997), The venture capital industry in Canada, *Journal of Small Business Management*, vol. 35, n° 2, pp. 105-110.

Bhide A.V. (2003), Taking care : how efforts to control oblivious ignorance affect investment decisions, Document de recherche, Columbia University, février, 40 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Bigus, J. (2002a), Moral hazard by inside investors in the context of venture financing, Hamburg University, Document de recherche, Institute of Law and Economics, 22 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Bigus, J. (2002b), Venture financing and security incentive, Document de recherche, Hamburg University, Institute of Law and Economics, 25 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Black, B.S. et R.J. Gilson (1998), Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, vol. 47, pp. 243-277.

Bleackley, M., M. Hay, K. Robbie et M. Wright (1996), Entrepreneurial attitudes to venture capital investment realization: evidence from the UK and France, *Entrepreneurship and Regional Development*, vol. 8, pp. 37-55.

Bliss, R.T. (1999), A venture capital model for transitioning economies: the Case of Poland, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 3, pp. 241-257.

Bogle, G.T. et A.R. Reuber (1992), Issues involved in the financing of Canadian biotechnology firms by venture capitalists, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, vol. 9, n° 2, pp. 2-13.

Bottazzi L. et M. Da Rin (2002), Venture capital in Europe and the financing of innovative Companies, *Economic Policy*, vol. 17, pp. 229-269, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Bourdeau, G., A. Noël et J.-M. Toulouse (1994), Un profil de l'industrie du capital de risque au Québec, Document de recherche n° 94-03-01, École des HEC, Montréal, 25 pages.

Brander, J.A., R. Amit et W. Antweiler (2002), Venture-capital syndication: improved venture selection vs. the value-added hypothesis, *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 11, n° 3, automne, pp. 423-452.

Bratton, W.W. (2002), Venture capital on the downside : preferred stock and corporate control, *Michigan Law Review*, vol. 100, n° 5, 76 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Brav, A. et P.A. Gompers (1997), 'Myth or reality'? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies, *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 1791-1821.

Bruining, H. et M. Wright (2002), Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital, Document de recherche n° 2002-67-ORG, ERIM, 28 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Brush, C.G., N.M. Carter, P.G. Greene, M.M. Hart et E. Gatewood (2002), The role of social capital and gender in linking financial suppliers and entrepreneurial firms: A framework for future research, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 4, pp. 305-323.

Brush, C.G., N.M. Carter, E. Gatewood, P.G. Greene et M.M. Hart (2001), An Investigation of women-led firms and venture capital investment, Document de recherche préparé pour U.S. Small Business Administration (SBA), National Women's Business Council, disponible sur : www.sba.gov/advo/research/rs214tot.pdf

Bruton, G.D., D. Ahlstrom et K. Singh (2002), The impact of the institutional environment on the venture capital industry in Singapore, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 3, pp. 197-218.

Cable, D.M. et S. Shane (1997), A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships, *Academy of Management Review*, vol. 22, n° 1, pp. 142-176.

Callahan, J. et S. Muegge (2002), Venture capital's role in innovation: issues, research and stakeholder interests, Document de recherche, Carleton University, novembre, 71 pages.

Carter, R. et H. Van Auken (1994), Venture capital firms' preferences for projects in particular stages of development, *Journal of Small Business Management*, vol. 32, n° 1, pp. 60-73.

Casamatta, C. (2002), Financing and advising : optimal financial contracts with venture capitalists, Document de recherche n° 3475, CEPR, juillet, disponible sur www.ssrn.com.

Casares Field, L. et G.R. Hanka (2002), The expiration of IPO share lockups, *Journal of Finance*, À venir.

Cestone, G. (2002), Venture capital meets contract theory : risky claims or formal control?, Document de recherche n° 3462, CEPR, juillet, disponible sur www.ssrn.com.

25 avril 2003

.....

Chang, C.K.N., S.S. Shipp et A.J. Wang (2002), The advanced technology program: a public-private partnership for early stage technology development, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 4, pp. 363-370.

Chemla, G., M.A. Habib et A.P. Ljungqvist (2002), An analysis of shareholder agreements, Document de recherche n° 3457, CEPR, juillet, 34 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Chemmanur, T.J. et Z. Chen (2002), Angels, venture capitalists, and entrepreneurs: a dynamic model of private equity financing, Document de recherche, AFA 2003, Washington, DC Meetings, 54 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Chesbrough, H. (1999), The organizational impact of technological change: a comparative theory of national institutional factors, *Industrial and Corporate Change*, vol. 8, n° 3, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Chesbrough, H. (2002), The governance and performance of Xerox's technology spin-off companies, Document de recherche, Havard Business School, 41 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Choi, S.J. (2002), Law, finance and path dependence: developing strong securities markets, Document de recherche, University of California at Berkeley, 80 pages, disponible sur www.ssrn.com

Chu, P. et R. Hisrich (2001), Venture capital in an economy in transition, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 2, pp. 169-182.

Clendenning, E.W. & Associates (2001), Issues surrounding venture capital, initial public offerings (IPO) and post-IPO equity financing for Canadian small and medium-sized businesses (SMEs), Rapport préparé pour Industrie Canada, mars, 64 pages.

Clendenning, E.W. & Associates (2002), Le financement des petites et moyennes entreprises (PME) au Canada, Rapport préparé pour Industrie Canada, 113 pages.

Cochrane, J.H. (2001), The risk and return to venture capital, Document de recherche n° 8066, National Bureau of Economic Research, 39 pages.

Cornelius, B. et J. Cooper (2002), Optimal contracts in venture capital: an application of game theory negotiation, Document de recherche, University of Wollongong.

Cornelius, B. et S.A. Naqi (2002), Resource exchange and the Asian venture capital fund/portfolio company dyad, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 3, pp. 253-265.

Cornelli, F. et O. Yosha (2000), Stage financing and the role of convertible debt, London, Document de recherche, 48 pages.

Crocker, K.J. et K.J. Reynolds (1993), The efficiency of incomplete contracts: an empirical analysis of air force engine procurement, *Rand Journal of Economics*, vol. 24, n°1, printemps, pp. 126-146.

Cumming, D. (2001a), Is the optimality of conventional venture capital financial contracts generalizable?, Document de recherche, University of Alberta, School of Business, 34 pages, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Cumming, D. (2001b), The determinants of venture capital portfolio size: empirical evidence, Document de recherche, University of Alberta, School of Business, 38 pages.

Cumming, D. (2002a), United States venture capital contracting: foreign securities, Document de recherche, University of Alberta, School of Business, mai, 42 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D. (2002b), Contracts and exits in venture capital finance, Document de recherche, University of Alberta, AFA 2003 Washington, DC Meetings, 39 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D. (2002c), Adverse selection and capital structure: evidence from venture capital, Document de recherche, University of Alberta, juillet, 37 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D. (2002d), The convertible preferred equity puzzle in Canadian venture capital finance, Document de recherche, EFMA 2001 Lugano Meetings, University of Alberta, avril, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D.J. et G. Fleming (2002), A law and finance analysis of venture capital exits in emerging markets, Document de recherche en finance n° 02-03, The Australian National University, Australie.

Cumming, D. et J.G. MacIntosh (2000), The extent of venture capital exits: evidence from Canada and the United States, Document de recherche n° 01-03, University Toronto Law and Economics, octobre, 43 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D. et J.G. MacIntosh (2002a), Crowding out private equity: Canadian evidence, Document de recherche, University of Alberta, août, 48 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D. et J.G. MacIntosh (2002b), Venture capital investment duration in Canada and the United States, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 11, décembre.

Cumming, D. et J.G. MacIntosh (2002c), Venture capital exits in Canada and the United States, *University of Toronto Law Journal*, 109 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Cumming, D.J. et J. MacIntosh (2002d), A cross-country comparison of full and partial venture capital exits, à paraître dans *Journal of Banking and Finance*, disponible sur www.ssrn.com

D'Souza, C. et A. Lai (2002), The effects of bank consolidation on risk capital allocation and market liquidity, Document de recherche 2002-5, Banque du Canada, disponible sur www.banqueducanada.ca.

Dahlstrand, A.L. et D. Cetindamar (2000), The dynamics of innovation financing in Sweden, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 3, pp. 203-221.

Darby, M.R. et L.G. Zucker (2002), Going public when you can in biotechnology, Document de recherche n° W8954, NBER, mai, disponible sur www.ssrn.com.

De Clerq, D., P.K. Goulet, M. Kumpulainen et M. Mäkelä (2001), Portfolio investment strategies in the Finnish venture capital industry: a longitudinal study, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 1, pp. 41-62.

25 avril 2003

.....

De Clerq, D. et H.J. Sapienza (2001), The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 2, pp. 107-127.

Deakins, D., E. O'Neill et P. Mileham (2000), The role and influence of external directors in small, entrepreneurial companies: some evidence on VC and non-VC appointed external directors, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 2, pp. 111-127.

DeMarzo, P.M. et M.J. Fishman (2002), Optimal long-term financial contracting with privately observed cash flows, Document de recherche, Stanford University et Northwestern University, préliminaire.

Denny, M. (2000), The UK venture capital industry and investment in smaller companies and technology start ups, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 2, pp. 155-164.

Dessein, W. (2002), Information and control in alliances and ventures, Document de recherche n° 3418, CEPR, juin, disponible sur www.ssrn.com.

Dietz, M.D. (2002), Risk, self selection and advice: banks versus venture capitalists, Document de recherche, février, 23 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Dittmann, I., E.G. Maug et J. Kemper (2002), How fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of German venture capitalists, Document de recherche, 40 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Dix, M. et N. Gandelman (2002), R&D institutional arrangements : start-up ventures vs. internal lab, Document de recherche.

Doran, A. et G. Bannock (2000), Publicly sponsored regional venture capital: what can the UK learn from the US experience?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 4, pp. 255-285.

Douglas, E.J. et D. Shepherd (2002), Exploring investor readiness: assessments by entrepreneurs and investors in Australia, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 3, pp. 219-236.

Doukas, J.A. et H. Gönenç (2000), Long-term performance of initial public offerings : venture capitalists and reputation of investment bankers, Document de recherche, EFMA 2000 Athens, 36 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Doukas, J.A. et H. Gönenç (2002), Long-term performance of new equity issues, venture capital and reputation of investment bankers, Document de recherche, 67 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Dubocage, E. et D. Rivaud-Danset (2002), Government policy on venture capital support in France, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 1, pp. 25-43.

Duffy, T. (1999), Venture capital, ComputerWorld, 11 octobre, p. 60.

25 avril 2003

.....

Dufresne, D. (2000), L'influence des sociétés de capital de risque sur le développement organisationnel des PME, Mémoire de maîtrise, Université du Québec à Trois-Rivières, mai, 113 pages.

Dzienkowski, J.S. et R.J. Peroni (2003), The decline in lawyer independence: lawyer equity investments in clients, *Texas Law Review*, vol. 81, p. 405, disponible sur www.ssrn.com.

Engel, D. (2002), The impact of venture capital on firm growth: an empirical investigation, Document de recherche n° 02-02, Centre for European Economic Research (ZEW), 34 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Engel, E., E.A. Gordon et R.M. Hayes (2001), Incentives and governance in entrepreneurial firms, Document de recherche, 49 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Engineer, M. (1994), Comment on did risk-based capital allocate bank credit and cause a "credit crunch" in the United States? *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 26, n° 3, Partie 2, pp. 629-633.

Equinox Management Consultants Ltd. (2002), Gaps in SME financing: an analytical framework, Rapport préparé pour Industrie Canada, février, 77 pages.

Erikson, T. et L. Nerdrum (2001), New venture management valuation: assessing complementary capacities by human capital theory, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 4, pp. 277-290.

Espenlaub, S., I. Garrett et W.P. Mun (1999), Conflicts of interest and the performance of venture-capital-backed IPOs: a preliminary look at the UK, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 4, pp. 325-349.

Fausnaugh, C.J. et C.W. Hofer (1993), Cognitive mapping as a research technique for entrepreneurship research: an exploratory study, Actes de la 38^{ème} conférence mondiale de l'International Council for Small Business, Las Vegas, 20 au 23 juin, 12 pages.

Feeney, L., G.H. Haines Jr. et A.L. Riding (1999), Private investors' investment criteria: insights from qualitative data, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 2, pp. 121-145.

Ferjani, W. (2000), L'analyse du processus décisionnel d'investissement des sociétés de capital de risque québécoises, Mémoire de maîtrise, Université du Québec à Trois-Rivières, septembre, 153 pages.

Ferjani, W., C. Mathieu et R. Beaudoin (2000), L'influence de la structure de propriété des sociétés de capital de risque québécoises sur leur processus décisionnel, Communication présentée au 5^{ème} congrès international francophone sur les PME, Lille, 25 pages.

Fernandez-Jardon, C. M. et F.X. Martinez Cobas (1998), Effets indirects des sociétés de capital de risque dans les petites et moyennes entreprises, 4^{ème} congrès international francophone sur les PME, Metz.

Fiet, J.O. (1995), Risk avoidance strategies in venture capital markets, *Journal of Management Studies*, vol. 32, n° 4, pp. 551-574.

.....

25 avril 2003

.....

Fiet, J.O. (1997), Fragmentation in the market for venture capital, *Entrepreneurship Theory and Practice*, hiver, pp. 5-20.

Filatotchev, I. (2002), Going public with good governance: board selection and share ownership in UK IPO firms, Document de recherche, 41 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Fisch, J.E. (2002), Can Internet offerings bridge the small business capital barrier?, Document de recherche.

Fisher, J.D., D.H. Gatzlaff, D.M. Geltner et D.R. Haurin (2002), Controlling for variable liquidity and selection bias in indices of private asset market values, Document de recherche, 54 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Fox, J.W. (1996), The venture capital mirage: assessing USAID experience with equity investment, Rapport d'évaluation n° 17, U.S. Agency for International Development, 29 pages.

Freear, J. et J.E. Sohl (1996), Creating new capital markets for emerging ventures, U.S. Small Business Administration, disponible sur le site www.sba.gov/advo/research/create_em.pdf.

Fried, V. et R. Hisrich (1994), Toward a model of venture capital investment decision making, *Financial Management*, vol. 23, n° 3, automne, pp. 28-37.

Fulghieri, P. et M. Sevilir (2001), The ownership and financing of innovation in R&D races, Document de recherche, AFA 2003 Washington, DC Meetings, décembre, 59 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Gabrielsson, J. et M. Huse (2002), The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 2, pp. 125-146.

Gannon, M. (1999), Oh Canada: the growth of the venture capital industry is making slow but steady progress in the Great White North, *Venture Capital Journal*, juillet, pp. 41-43.

Gans, J.S. et S. Stern (2000), When does funding research by smaller firms bear fruit?: Evidence from the SBIR Program, Document de recherche n° W7877, NBER, septembre, disponible sur www.ssrn.com.

Gardella, L. (1997), Selecting and structuring Investments: the venture capitalist's perspective, Readings in Venture Capital, Association for Investment and Research (AIMR), pp. 19-24.

Garmaise, M.J. (2001), Informed investors and the financing of entrepreneurial projects, Document de recherche, EFMA 2001 Lugano Meetings, janvier, 42 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Georgakopoulos, N.L. (2002), Corporate defense law for dispersed ownership, *Hofstra Law Journal*, vol. 30, n° 1.

Gerke, W. (2002), Market failure in venture capital markets for new medium and small enterprise, Document de recherche.

Gilson, R.J. (2003), Engineering a venture capital market: lessons from the American experience, *Stanford Law Review*, vol. 55, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Gilson, R.J. et D.M. Schizer (2002), Understanding venture capital structure: a tax explanation for convertible preferred stock, Document de recherche, Columbia Law School, 50 pages.

Gompers, P.A. (1995), Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital, *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, pp. 1461-1489.

Gompers, P.A. (1998), Venture capital growing pains: should the market diet?, *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n° 6-8, pp. 1089-1104.

Gompers, P.A. (2002), Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 4^{ème} trimestre, pp. 1-23.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1994), An analysis of compensation in the US venture capital partnership, Document de recherche n° 95-009, Harvard Business School.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1996), The use of covenants: an empirical analysis of venture partnership agreements, *Journal of Law and Economics*, vol. 39, octobre.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1998a), What drives venture capital fundraising? Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, pp. 149-204.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1998b), The determinants of corporate venture capital successes: organizational structure, incentives, and complementarities, Document de recherche n° W6725, NBER, disponible sur www.ssrn.com.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1998c), Money chasing deals : The impact of fund Inflows on private equity valuations, Document de recherche, NBER, 57 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1999a), *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 375 pages.

Gompers, P.A. et J. Lerner (1999b), Conflict of interest and reputation in the issuance of public securities: evidence from venture capital, *Journal of Law and Economics*.

Gordon, R.J. (2002), Technology and economic performance in the American economy, Document de recherche n° 3213, CEPR, disponible sur www.ssrn.com.

Greene, P.G., C.G. Brush, M.M. Hart et P. Saporito (2001), Patterns of venture capital funding: is gender a factor?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 1, pp. 63-83.

Gromb, D. et D.S. Scharfstein (2002), Entrepreneurship in equilibrium, Document de recherche n° 3652, CEPR, disponible sur www.ssrn.com.

Haar, B. (2001), Venture capital funding for biotech pharmaceutical companies in an integrated financial services market: regulatory diversity within the EC, *European Business Organization Law Review* (EBOR), vol. 2, n° 3/4, pp. 585-602, disponible sur www.ssrn.com.

Hall, B.H. (2002), The financing of research and development, Document de recherche n° W8773, NBER, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Harding, R. (2002), Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 1, pp. 59-76.

Harrison, R.T. et C.M. Mason (2000), Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 3, pp. 223-242.

Hart, O. (2002), Financial contracting, à paraître dans *Journal of Economic Literature*.

Hauser, H. (2000), Entrepreneurship in Europe, *Business Strategy Review*, vol. 11, n° 1.

Heidrick, T et R. Keddie (2000), Equity financing alternatives for small business: a review of best practices in the United States, Rapport préliminaire soumis à Industrie Canada, janvier, 48 pages.

Hein, S. et J. Stewart (2002), Reserve requirements: a modern perspective, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 4^{ème} trimestre, pp. 41-52.

Hellmann, T. (1998), The allocation of control rights in venture capital contracts, *Rand Journal of Economics*, vol. 29, n° 1, pp. 57 -76.

Hellmann, T. (2001), IPOs, acquisitions and the use of convertible securities in venture capital, Document de recherche, Stanford University, août, 56 pages.

Hellmann, T. et Puri, M. (2000), The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital, *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 4, pp. 959-984.

Hellmann, T. et M. Puri (2002a), Venture capital and the professionalization of start-up firms: empirical evidence, *The Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, pp. 169-197.

Hellmann, T. et M. Puri (2002b), Venture capital and the Internet bubble: facts, fundamentals and food for thought, Article préparé pour la conférence sur les marchés financiers, Sea Island, Gorgia, 2 au 4 mai.

Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard et I. Love (2002), Investor protection, ownership and the cost of capital, Document de recherche, Federal Reserve Bank of New York, Columbia University et The World Bank, février, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Hochberg, Y.V. (2002), Venture capital and corporate governance in the newly public firm, Document de recherche, Stanford University Graduate School of Business, décembre, 55 pages.

Hood, N. (2000), Public venture capital and economic development: the Scottish experience, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 4, pp. 313-341.

Houben, A. et J. Kakes (2002), ICT innovation and economic performance: the role of financial intermediation, *Kyklos*, vol. 55, pp. 543-562, disponible sur www.ssrn.com.

Houben, E. (2002), Venture capital, double-sided adverse selection, and double-sided moral hazard, Document de recherche n° 556, 3 University of Kiel, 4 pages, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Hsu, Y. (2002), Staging of venture capital investment: a real options analysis, Document de recherche, EFMA 2002 London Meetings, 36 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Hyytinen, A. et M. Pajarinen (2001), Financial systems and venture capital in Nordic countries: a comparative study, Document de recherche n° 774, The Research Institute of the Finnish Economy, Finlande, 56 pages.

Inderst, R. and H.M. Müller (2002), Venture capital contracts and market structure, Document de recherche n° 3203, Centre of Economic Policy Research, février, 33 pages.

Infometrics Ltd. (2000), New Zealand's venture capital market, Étude préparée pour New Zealand Treasury, Document de recherche n° 00/19, juillet, 49 pages.

Jain, B.A. et O. Kini (1995), Venture capitalist participation and the post-Issue operating performance of IPO Firms, *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, n° 6, pp. 593-606.

Jegen, D.L. (1998), Community development venture capital: creating a viable business model for the future, *Nonprofit Management and Leadership*, vol. 9, n° 2, hiver, pp. 187-200.

Jelic, R., B. Saadouni et M. Wright (2002), Private to public MBOs - the role of venture capitalist, Document de recherche, EFMA 2002 London Meetings, 41 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Jeng, L.A. et P.C. Wells (2000), The determinants of venture capital fundraising: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, n° 3, pp. 241-89.

Jo, H. (2001), Cyber financial intermediaries: perspectives and problems of the Internet venture capital and Internet investment banking, Document de recherche, EFMA 2001 Lugano Meetings, avril, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Jones, C.M. et M. Rhodes-Kropf (2002), The price of diversifiable risk in venture capital and private equity, Document de recherche, 45 pages, disponible sur www.gab.columbia.edu.

Jordan, B.D., D.J. Bradley, I.C. Roten et H.-C. Yi (2000), Venture capital and IPO lockup expiration: an empirical analysis, *Journal of Financial Research*, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Kanniainen, V. et C. Keuschnigg (2000), The optimal portfolio of start-up firms in venture capital finance, Document de recherche n° 381, CESifo, décembre, 10 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Kanniainen, V. et C. Keuschnigg (2001), Start-up investment with scarce venture capital support, Document de recherche n° 439, CESifo, mars, 32 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Kaplan, S.N. et P. Strömberg (2000), Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, Document de recherche n° 513, University of Chicago Graduate School of Business, mars, 73 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Kaplan, S.N. et P. Strömberg (2001), Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring, *American Economic Review*, vol. 91, n° 2, pp. 426-430.

25 avril 2003

.....

Kaplan, S.N., P. Strömberg (2002), Characteristics, contracts and actions: evidence from venture capitalist analyses, Document de recherche n° 3243, CEPR, mars, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Karaomerlioglu, D.C. et S. Jacobsson (2000), The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 1, pp. 61-88.

Kari, N. (2002), Real option valuation for venture capital investments, Document de recherche n° TU-91.167, Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology, 29 pages.

Karlgaard, R. (1998), Dollars from heaven: a choir of angels bedevils the VCs, *Forbes*, New York, 1er juin, pp. 23-26.

Keeley, R.H. et R.W. Knapp (1994), Founding conditions and business performance: high performers vs. small vs. venture-capital backed start-ups, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, pp. 88-103

Kerins, F.J., J.K. Smith et R.L. Smith (2001), New venture opportunity cost of capital and financial contracting, Document de recherche, EFMA 2001 Lugano Meetings, juillet, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Keuschnigg, C. (1998), Venture capital: a case for investment promotion, Document de recherche n° 1887, CEPR, juillet.

Keuschnigg, C. (2002a), Venture capital backed growth, Document de recherche n° 664, CESifo, février, 26 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Keuschnigg, C. (2002b), Taxation of a venture capitalist with a portfolio of firms, Document de recherche n° 813, CESifo, décembre, 30 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Keuschnigg, C. et S.B. Nielsen (2000), Tax policy, venture capital, and entrepreneurship, Document de recherche n° W7976, NBER, octobre, disponible sur www.ssrn.com.

Keuschnigg, C. et S.B. Nielsen (2001), Public policy for venture capital, *International Tax and Public Finance*, vol. 8, n° 4, août.

Keuschnigg, C. et S.B. Nielsen (2002), Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax, Document de recherche, University of St. Gallen et Copenhagen Business School, juin, 41 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Khanna, T. et K. Palepu (2002), Corporate strategies for business groups in emerging markets, Document de travail, Harvard Business School.

Klausner, M. (2001), Institutional shareholders' split personality on corporate governance: active in proxies, passive in IPOs, Document de recherche n° 225, *Stanford Law and Economics Online*, novembre, 12 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Klausner, M. et K. Litvak (2001), What economists have taught us about venture capital contracting, Document de recherche n° 221, *Stanford Law and Economics Online*, 17 pages, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Klofsten, M. (1999), Supporting the pre-commercialization stages of technology-based firms: the effects of small-scale venture capital, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 1, pp. 83-93.

Knight, R.M. (1994), A longitudinal study of criteria used by venture capitalists in Canada, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, vol. 11, n° 3, pp. 12-26.

Koh, W.T.H. et F. Koh (2002), Venture capital and economic growth: an industry overview and Singapore's experience, Document de recherche n° 21-2002, Singapore Management University, School of Economics and Social Sciences, novembre, 31 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Korn, D.J. (1999), Private equity turns inside out: offroad capital's online private equity marketplace is democratizing the clubby world of venture capital, *Financial planning*, 1er novembre, pp. 77-80.

Korsan, R.J. (1994), Nothing venture, nothing gained: modeling venture capital decisions, *The Mathematica Journal*, vol. 4, n° 1, pp 74-80.

Kortum, S. et J. Lerner (2000), Assessing the contribution of venture capital to innovation, *Rand Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, hiver, pp. 674-692.

Kraus, T. (2002), Underpricing of IPOs and the certification role of venture capitalists: evidence from Germany's Neuer markt, Document de recherche, 39 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Kuroki, M., M. Rice, et P. Abetti (2000), Emerging trends in the Japanese venture capital industry, *Journal of Private Equity*, vol. 4, n° 1, pp. 39-49.

Kutsuna, K., M. Cowling et P. Westhead (2000), The short-run performance of JASDAQ companies and venture capital involvement before and after flotation, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 1, pp. 1-25.

La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R.W. Vishny (1997), Legal determinants of external finance, *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R.W. Vishny (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1113-1155.

Landry, C.K. (1999), Valuing potential investments - Part I, 2001 CFA Level 1 Candidate Readings, Association for Investment Management and Research, pp. 236-242.

Lange, J.E., W. Bygrave, S. Nishimoto, J. Roedel et W. Stock (2001), Smart money? The impact of having top venture capital investors and underwriters backing a venture, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 4, pp. 309-326.

Laperche, B. et R. Bellais (2000), Entrepreneurs innovateurs, capital-risque et croissance des grandes entreprises, *Innovations*, vol. 12, n° 2, pp.137-155.

Lau, D. (1998), Canada's institutions returns to the venture market, *Venture Capital Journal*, août, 4 pages.

25 avril 2003

.....

Lawton, T.C. (2002), Missing the target: assessing the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 1, pp. 7-23.

Lee, P.M. et S. Wahal (2002), Grandstanding, certification and the underpricing of venture backed IPOs, Document de recherche, 36 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Leleux, B.F. et D.F. Muzyka (2000), Courting the European growth firms: a survey of attitudes towards listing alternatives, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 1, pp. 41-59.

Lerner, J. (1994a), Venture capitalists and the decision to go public, *Journal of Financial Economics*, vol. 35, n° 3, pp. 293-316.

Lerner, J. (1994b), The syndication of venture capital investments, *Financial Management*, vol. 23, n° 3, pp. 16-27.

Lerner, J. (1995a), Venture capitalists and the oversight of private firms, *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, mars, pp. 301-318.

Lerner, J. (1995b), Pricing and financial resources: an analysis of the disk drive industry, 1980-1988, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 77, n° 4, pp. 585-598.

Lerner, J. (1999), The government as venture capitalist: the long-run impact of the SBIR Program, *The Journal of Business*, n° 72, juillet, pp. 285-318.

Lerner, J. (2002), Boom and bust in the venture capital industry and the impact on innovation, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 4^{ème} trimestre, pp. 25-39.

Lerner, J. et S.S. Kortum (2000), Assessing the contribution of venture capital to innovation, *Rand Journal of Economics*, vol. 31, n° 4.

Lerner, J. et A. Schoar (2002), The illiquidity puzzle: theory and evidence from private equity, Document de recherche n° W9146, septembre, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Leshchinskii, D. (2000), Venture capitalists as benevolents vultures: the role of network externalities in financing choice, Document de recherche, EFA 2001 Barcelona Meetings, mai, 35 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Lin, T.H. et R.L. Smith (1997), Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs, Document de recherche, 41 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Lindstrom, G. et C. Olofsson (2001), Early stage financing of NTBFs: an analysis of contributions from support actors, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 2, pp. 151-168.

Lockett, A. et M. Wright (1999), The syndication of private equity: evidence from the UK, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 4, pp. 303-324.

Lockett, A. et M. Wright (2002), Venture capital in Asia and the Pacific rim, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 3, pp. 183-195.

.....

25 avril 2003

.....

Lockett, A., M. Wright, H. Sapienza et S. Pruthi (2002), Venture capital investors, valuation and information: a comparative study of the US, Hong Kong, India and Singapore, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 3, pp. 237-252.

MacIntosh, J.G. (1997), Les sorties du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, Directeur général de la publication : Paul J.N. Harper, University of Calgary Press, pp. 309-398.

Manigart, S., K. Baeyens et W. Van Hyfte (2002), The survival of venture capital backed companies, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 2, pp. 103-124.

Manigart, S., K. Baeyens et I. Verschueren (2002), Financing and investment interdependencies in unquoted Belgian countries: the role of venture capital, Document de recherche n° 29, National Bank of Belgium, mai, 37 pages.

Manigart, S., V. Fried, H. Sapienza (2002), Venture capitalists in Asia: a comparison with the U.S and Europe, Document de recherche n° 2002/15, Vlerick Leuven Gent, septembre, 40 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Manigart, S., M.A. Korsgaard, R. Folger, H.J. Sapienza et K. Baeyens (2002), The impact of trust on private equity contracts, Document de recherche n° 2002/1, Vlerick Leuven Gent Management School, 22 pages.

Manigart, S., A. Lockett, M. Meuleman, M. Wright, H. Landström, H. Bruining, P. Desbrières et U. Hommel (2002), Why do European venture capital companies syndicate?, Document de recherche, Vlerick Leuven Management School and Ghent University, 38 pages.

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

Marion, A. (1995), Le financement de l'actif immatériel des nouvelles entreprises technologiques et innovantes, *Revue Internationale PME*, vol. 8, n° 3-4, pp. 205-231.

Marti, J. et M. Balboa (2000), Determinants of private equity fundraising in Western Europe, Document de recherche, University Complutense of Madrid and University of Alicante, juin, 37 pages.

Marx, L.M. (1998), Efficient venture capital financing combining debt and equity, *Review of Economic Design*, vol. 3, n° 4, pp. 371-387.

Mason, C.M. et R.T. Harrison (1996), The UK clearing banks and the informal venture capital market, *International Journal of Bank Marketing*, vol. 14, n° 1, pp. 5-14.

Maula, M. (2001), Corporate venture capital and the value-added for technology-based new firms, Thèse de doctorat, Helsinki University of Technology, décembre, 208 pages.

Mayer, C., K. Schoors et Y. Yafeh (2002), Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the UK, Document de recherche, University of Oxford, University of Ghent et Hebrew University of Jerusalem, 37 pages.

.....

25 avril 2003

.....

McGlue, D. (2002), The funding of venture capital in Europe: issues for public policy, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 1, pp. 45-58.

Meggison, W.L. (2002), Towards a global model of venture capital?, *Journal of Corporate Finance*, The University of Oklahoma, À paraître.

Meggison, W.L., K. Wang, W. Chua (2001), Signal power of technological and financial variables in venture capital, Document de recherche, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Milhaupt, C.J. (1997), The market for innovation in the United States and Japan: venture capital and the comparative corporate governance debate, *Northwestern University Law Review*, vol. 91, n° 3.

Moesel, D.D. et J.O. Fiet (2001), Embedded fitness landscapes - part 2: cognitive representation by venture capitalists, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 3, pp. 187-213.

Moesel, D.D., J.O. Fiet et L.W. Busenitz (2001), Embedded fitness landscapes - part 1: how a venture capitalist maps highly subjective risk, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 2, pp. 91-106.

Mueller, H.M. et R. Inderst (2002), The effect of capital market characteristics on the value of start-up firms, Document de recherche, EFA 2002 Berlin Meetings, 35 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Mull, R.H. (1994), Venture capital, private firms, and the capital acquisition process, *The Journal of Small Business Finance*, vol. 3, n° 3, pp. 229-248.

Murray, G. (1996), A synthesis of six exploratory, European case studies of successfully exited, venture capital-financed, new technology-based firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, été, pp. 41-60.

Murray, G. (1999), Early-stage venture capital funds, scale economies and public support, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 4, pp. 351-384.

Nishizawa, A. (1999), Executive forum: Japan's "credit crunch" and its consequences for venture finance, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 3, pp. 275-284.

Norton, E. (1995), Venture capital as an alternative means to allocate capital: an agency-theoretic view, *Entrepreneurship Theory and Practice*, hiver, pp. 19-29.

Norton, E. et B.H. Tenenbaum (1993), The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal, *Journal of Small Business Management*, pp. 32-41.

Nuechterlein, J.D. (2002), International venture capital: the role of start-up financing in the United States, Europe, and Asia, Copie d'un chapitre dans *Economic Strategy and National Security*, édité par P. DeSouza, 27 pages, disponible sur www.gvia.org/gvia_vc_outlook.pdf.

OECD, (1996), Venture capital and innovation, Document de recherche, OCDE/GD, disponible sur www.oecd.org/pdf/M000014000/M00014685.pdf.

.....

25 avril 2003

OECD, (1997), Government venture capital for technology-based Firms, Document de recherche OCDE/GD(97)201, disponible sur www.oecd.org/pdf/M000014000/M00014412.pdf.

Padilla, J.M. (2002), What's wrong with a washout?: Fiduciary duties of a venture capitalist investor in a washout financing, *Houston Business and Tax Law Journal*.

Papadimitriou, S. et P. Mourdoukoutas (2002), Bridging the start-up equity financing gap: three policy models, *European Business Review*, vol. 14, n° 2, pp. 104-110.

Parker, E. et P.T. Parker (1998), Venture capital investment: emerging force in the Southeast, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 4ème trimestre, pp. 36-47.

Peng, L. (2002), Building a venture capital index, Document de recherche, Yale Center for International Finance, août, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Pereiro, L.E. (2001), Tango and cash: entrepreneurial finance and venture capital in Argentina, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 4, pp. 291-308.

Piper, A. (2000), Finance in UK high technology small firms: an overview, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 2, pp. 143-153.

Pouget, J et É. Stephany (2002), Gouvernance de la relation capital risqueur-entrepreneur, 6^{ème} congrès francophone sur la PME, octobre, HEC, Montréal.

Randjelovic, J. (2001), Toward sustainability venture capital: how venture capitalists can realize benefits from investing in sustainability-oriented start-up businesses, Mémoire de maîtrise, The International Institute for Environmental Economics, septembre, 90 pages.

Reid, G.C. (1999), The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 4, pp. 285-302.

Repullo, R. et J. Suarez (2000), Venture capital finance: a security design approach, Document de recherche n° 2097, Centre of Economic Policy Research, 43 pages.

Rigaut, A. (2002), The development of venture capital fundraising en Europe: evidence across countries, prospects and policy issues, Mémoire de maîtrise des études économiques européennes, College of Europe, Bruges, 73 pages.

Riyanto, Y.E. et A. Schwenbacher (2002), On the strategic use of corporate venture financing for securing demand, Document de recherche, EFA 2002 Berlin Meetings, juin, 42 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Robbie, K., M. Wright et B. Chiplin (1997), The monitoring of venture capital firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 21, n°4, pp. 9-28.

Roberts, E.B. et D.E. Malone (2002), Policies and structures for spinning off new companies from research and development organizations, Document de recherche n° 3804.

Robin, H.G. (1997), Structuring a venture capital portfolio: an investor's perspective, Readings in Venture Capital, Association for Investment and Research (AIMR), pp. 13-18.

25 avril 2003

.....

Robin, H.G. (2001), Clients for alternative assets: institutional investors, 2001 CFA Level 1 Candidate Readings, Association for Investment and Research (AIMR), pp. 329-335.

Robinson, M. (1997), Le financement de l'entrepreneuriat au Canada par le capital de risque, Document de recherche d'Industrie Canada, Directeur général de la publication : Paul J.N. Harpern, University of Calgary Press, pp. 659-692.

Robinson, D.T. et T. Stuart (2002), Financial contracting in biotech strategic alliances, Document de recherche, Columbia University, août, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Rock, E.B. (2001), Greenhorns, yankees, and cosmopolitans: venture capital, IPOs, foreign firms, & U.S. markets, à paraître dans *Theoretical Inquiries in Law (Online Edition)*, vol. 2, n° 2, 31 pages.

Rock, E.B. (2002), Coming to America? Venture capital, corporate identity and U.S. securities law, Document de recherche n° 02-07, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic, avril, 28 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Rosenstein, J., A.V. Bruno, W.D. Bygrave et N.T. Taylor (1993), The CEO, venture capitalists and the board, *Journal of Business Venturing*, vol. 8, pp. 99-113.

Sahlman, W.A. (1994), Insights from the venture capital model of project governance, *Business Economics*, vol. 29, n° 3, juillet, pp. 35-37.

Sapienza, H.J. et A.K. Gupta (1994), Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction, *Academy of Management Journal*, vol. 7, n° 6, pp. 1618-1632.

Sapienza, H.J. et M.A. Korsgaard (1996), Procedural justice in entrepreneur-investor relations, *Academy of Management Journal*, vol. 39, pp. 544-574.

Sapienza, H.J., S. Manigart et W. Vermeir (1996), Venture capitalists governance and value-added in the four countries, *Journal of Business Venturing*, vol. 11, pp. 439-469.

Schertler, A. (2002a), Venture capitalists investment incentives under public equity schemes, Document de recherche n° 1117, Kiel, juillet, 23 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Schertler, A. (2002b), Comparative advantages of public loan and public equity schemes in venture capital markets, Document de recherche n° 1118, Kiel, juillet, 33 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Schertler, A. (2002c), Path dependencies in venture capital markets, Document de recherche n° 1120, Kiel, juillet, disponible sur www.ssrn.com.

Schilit, W.K. (1997), Venture catalysts or vulture capitalists?, Readings in Venture Capital, Association for Investment Management and Research, pp. 4-12.

Schmidt, K.M. (2001), Convertible securities and venture capital finance, Document de recherche n° 217, CESifo, juin, 35 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Schoefer, P. et R. Leitingner (2002), Framework for venture capital in the accession countries to the European Union, Document de recherche, EFMA 2002 London Meetings, 39 pages, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Schwiebacher, A. (2002a), Innovation and venture capital exits, Document de recherche, University of Namur, avril, 35 pages.

Schwiebacher, A. (2002b), An empirical analysis of venture capital exits in Europe and in the United States, Document de recherche, University of Namur, juillet, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Shepherd, D.A. et A. Zacharakis (1999), Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 3, pp. 197-217.

Shepherd, D.A. et A. Zacharakis (2001), The venture capitalist-entrepreneur relationship: Control, trust and confidence in co-operative behaviour, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 2, pp. 129-149.

Shirley, P. (1994), Venture capital, *Fiscal Studies*, vol. 15, n° 2, pp. 98-104.

Smart, G.H. (1999), Management assessment methods in venture capital: an empirical analysis of human capital valuation, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 1, pp. 59-82.

Smith, D.D. (1998), Venture capital contracting in the information age, *Journal of Small & Emerging Business Law*, vol. 2, 44 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Smith, D.G. (1999), Team production in venture capital investing, *Journal of Corporation Law*, vol. 24, n° 4, 27 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Smith, D.G. (2001), Control over exit in venture capital relationships, Document de recherche, EFMA 2001 Lugano Meetings, 17 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Smith, J.K., R.L. Smith et K. Williams (2000), The SEC's 'fair value' standard for mutual fund investment in restricted shares and other illiquid assets, Document de recherche n° 2000-39, Claremont Economics, novembre, 52 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Snee, H.R. (2000), The case for an enterprise development fund for wales, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 4, pp. 343-355.

Sohl, J.E. (1999), The early-stage equity in the USA, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 2, pp. 101-120.

Sorenson, O. et T. Stuart (2000), Syndication networks and the spatial distribution of Venture capital investments, Document de recherche, 49 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Stern, R. et T. Pouschine (1992), Junk equity, *Forbes*, mars, vol. 149, n° 5, pp. 40-43.

St-Pierre, J., R. Beaudoin et M. Desmarais (2002), Le financement des PME canadiennes: Satisfaction, accès, connaissance et besoins, Rapport rédigé pour Industrie Canada, février, 129 pages.

Suarez, J. (2000), Business creation and the stock market, Document de recherche n° 0009, CEMFI, juillet, 43 pages, disponible sur www.ssrn.com.

.....

25 avril 2003

.....

Sweeting, R.C. et C.F. Wong (1997), A UK "hands-off" venture capital firm and the handling of post-investment investor-investee relationships, *Journal of Management Studies*, vol. 34, n° 1, pp. 125-152.

Tacis (2001), Venture capital in Russia, support pour le développement de l'entrepreneuriat, Document de travail n° 9803, novembre, 11 pages.

The Canadian e-business opportunities roundtable (2001), Fast forward 2.0, Taking Canada to the next level, Boston Consulting Group (Canada), février, 11 pages.

Touati, P.-Y. (1999), Le capital de risque régional français: vocation économique – vocation financière, *Revue Internationale PME*, vol. 12, n° 3, pp. 91-106.

Trester, J.J. (2002), Venture capital contracting under asymmetric information, Document de recherche n° 94-06.

Triantis, G.G. (2001), Financial contract design in the world of venture capital, Document de recherche n° 115, University of Chicago, 18 pages.

Turnbull, S. (2002), Enhancing share price with superior investor protection, Document de recherche, EFMA 2002 London Meetings, mars, 15 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Tykvova, T. (2000), What do economists tell us about venture capital contracts?, Document de recherche n° 00-62, Centre for European Economic Research (ZEW), octobre, 31 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Tykvova, T. (2000), Venture capital in Germany and its impact on innovation, Document de recherche, EFMA 2000 Athens, Centre for European Economic Research (ZEW), août, 39 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Ueda, M. (2002), Banks versus venture capital, Document de recherche n° 3411, CEPR, juin, 34 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Upton, N. et W. Petty (2000), Venture capital investment and US family business, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 1, pp. 27-39.

Urbas, D. (2002), Programs to encourage venture capital activity: selected country studies, Civilian Research and Development Foundation (CRDF) aux États-Unis, mars, 21 pages.

Vaillancourt, F. (1997), Le financement de l'entrepreneuriat au Canada par le capital de risque, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, Directeur général de la publication : Paul J.N. Harper, University of Calgary Press, pp. 653-658.

Van Den Berghe, L.A.A. et A.P.D. Levrau (2002), The role of the venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective, à paraître dans *Corporate Governance: An International Review*, 25 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Van der Vlist, A., S. Gerking et H. Folmer (2000), What determines the success of states in the SBIR Programme?, Document de recherche n° 96/3, Tinbergen Institute, disponible sur www.tinbergen.nl.

25 avril 2003

.....

Van Osnabrugge, M. (2000), A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, n° 2, pp. 91-109.

Van Osnabrugge, M. et R.J. Robinson (2001), The influence of a venture capitalist's source of funds, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 1, pp. 25-39.

Vermeulen, E.P.M. (2001), Towards a new 'company' structure for high-tech start-ups in Europe, Document de recherche, 53 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Vinig, T.G.T. (2002), Determinant of successful technology sector, Document de recherche n° 2002-04, UVA, mai, 26 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Vinig, T.G.T. et M. De Haan (2002), How do venture capitalists screen business plans? Evidence from The Netherlands and the US, Document de recherche, 23 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Walsh, V., J. Niosi et P. Mustar (1995), Small-firm formation in biotechnology: a comparison of France, Britain and Canada, *Technovation*, vol. 15, n° 5, pp. 303-327.

Walz, U. et A. Bascha (2002), Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance, *Journal of Corporate Finance*. À paraître.

Wang, C.K. et V.Y.L. Sim (2001), Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 3, n° 4, pp. 337-358.

Wang, K., C.K. Wang et Q. Lu (2002), Differences in performance of independent and finance-affiliated venture capital firms, *Journal of Financial Research*. À paraître.

Wasserman, N. (2001), Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success, Document de recherche n° 01-02, Harvard NOM, mars, 45 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Weidig, T. (2002), Towards a risk model for venture capital funds: liquidity and performance forecasting, Document de recherche, 13 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Weidig, T. (2003), Risk model for venture capital funds, Document de recherche, 15 pages, disponible sur www.ssrn.com.

Wessner, C.W. (2002), Entrepreneurial finance and the new economy, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 4, n° 4, pp. 349-355.

Whincop, M.J. (2001), Entrepreneurial governance, Document de recherche, disponible sur www.ssrn.com.

Wright, M. et K. Robbie (1996), Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information, *Accounting and Business Research*, vol. 26, n° 2, pp. 153-168.

Wright, M. et K. Robbie (1998), Venture capitalist and private equity: a review and synthesis, *Journal of Business & Accounting*, vol. 25, n° 6, pp. 521-570.

25 avril 2003

.....

Zucker, L.G., M.R. Darby et M.B. Brewer (1999), Intellectual capital and the birth of U.S. biotechnology enterprises, Document de recherche n° W4653, NBER, avril, disponible sur www.ssrn.com.

Zucker, L.G., M.R. Darby et J.S. Armstrong (2001), Commercializing knowledge: university science, knowledge capture, and firm performance in biotechnology, Document de recherche n° W8499, NBER, octobre, disponible sur www.ssrn.com.

25 avril 2003

Thème 1 : Le rôle du capital de risque dans le développement économique, les formes juridiques et la provenance des investisseurs

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Sujet 1.1 : L'impact sur l'économie, sur la création d'emplois, sur l'innovation, sur la performance			
OCDE	1996	Présenter les actions entreprises par les principaux pays membres de l'OCDE afin de promouvoir l'innovation.	L'article fait le tour des principaux pays membres de l'OCDE (Europe, É.U., Japon, Canada et Corée) et discute des différentes façons de promouvoir l'innovation. L'industrie du CR et des anges financiers sont des moyens cités.
Amit, Brander et Zott	1997	Décrire et analyser l'industrie du CR au Canada.	Les SCR constituent un segment spécialisé du marché financier qui s'occupe principalement des nouvelles entreprises privées. Elles mettent l'accent surtout sur les industries ayant atteint un stade de développement entrepreneurial plus avancé. On note par ailleurs une prédominance des rachats par les initiés plutôt que des PAPÉ. L'asymétrie d'information est l'une des causes majeures de cette situation.
Schilit	1997	Définir le capital de risque et son utilisation, et étudier l'impact du CR sur l'entreprise financée et sur l'économie dans son ensemble.	Les SCR ne s'impliquent pas uniquement au niveau du financement. Elles permettent de catalyser l'entrepreneuriat qui est responsable de la croissance économique.
Zucker, Darby et Brewer	1999	Examiner les relations entre le capital intellectuel des scientifiques qui font des découvertes, la présence des programmes universitaires en bioscience, la présence du CR et les découvertes des entreprises en biotechnologie aux É.U.	Lorsque le capital intellectuel est considéré dans le modèle de régression, le nombre de SCR réduit la probabilité de découvertes.
Andersson	2000	Étudier les éléments favorables au développement des nouvelles économies dans les pays de l'OCDE.	L'auteur soutient que les nouvelles technologies de l'information et des communications vont se développer grâce, entre autres, au CR. L'auteur énumère aussi d'autres facteurs qui vont aider ce développement.
Baygan et Freudenberg	2000	Comparer les activités en capital de risque entre les pays membres de l'OCDE en tenant compte des flux internationaux de CR.	Les flux internationaux de capitaux améliorent l'efficacité du marché de CR au plan international, mais ils réduisent l'importance des facteurs de l'offre au profit de ceux de la demande. Ainsi, la créativité, l'innovation, la prise de risque et l'esprit d'entrepreneuriat peuvent attirer des fonds peu importe leur provenance. Les investissements en capital de risque sont en moyenne plus faibles lorsque les obstacles à l'entrepreneuriat sont élevés.
Gans et Stern	2000	Évaluer si la concentration du financement pour les PME orientées vers la recherche dans des secteurs de haute technologie est reliée aux contraintes de capital auxquelles sont soumises ces entreprises.	Les auteurs ont trouvé que la performance des projets est au maximum pour les technologies qui sont dans des secteurs industriels qui ont attiré des montants élevés de CR. Il y a donc une segmentation du marché pour attirer du CR.
Hauser	2000	Discuter du lien entre le CR et l'entrepreneuriat.	L'auteur soutient que le CR est nécessaire pour stimuler l'entrepreneuriat en Europe.
Hood	2000	Évaluer le développement du CR public en Écosse.	L'étude montre que le SDF (" <i>Scottish Development Finance</i> ") a contribué au développement économique de l'Écosse.
Kortum et Lerner	2000	Étudier l'influence du capital de risque sur le dépôt de brevets.	Une augmentation de l'activité de capital de risque dans une industrie est associée à un plus grand nombre de dépôts de brevet.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises.
Lerner et Kortum	2000	Examiner l'influence du CR sur les innovations protégées par des lettres patentes associées à 20 secteurs industriels différents au cours d'une période de 30 ans.	Il y a une relation positive entre les demandes de lettres patentes et le financement par CR.
Suarez	2000	Examiner l'influence des marchés boursiers sur la création d'entreprises.	Les coûts élevés d'accès aux marchés financiers découragent les PME (dû à la forte asymétrie d'information), mais la supervision d'un mentor (l'influence des SCR) permet de retarder l'introduction en bourse jusqu'au moment où les problèmes seront moins sévères. Cependant, vu que l'offre de capital est fixe, ceci force les SCR à introduire rapidement les PME à la bourse afin de récupérer leurs fonds et de les redistribuer vers de nouveaux projets. Malgré tout, il y a un effet bénéfique sur l'innovation et la création d'entreprises.
Tykvova (a)	2000	Voir si la croissance de l'industrie du CR en Allemagne a une influence sur l'innovation de la même ampleur de ce qui a été observé aux É.U.	L'auteur démontre que le CR a un impact significatif sur le nombre de lettres patentes.
Van der Vlist, Gerking et Folmer	2000	Analyser la distribution géographique des récipiendaires dans le cadre du programme SBIR ("Small Business Innovation Research").	Les prix dans le cadre du programme SBIR ("Small Business Innovation Research") sont généralement attribués aux entreprises qui sont au centre des activités d'innovation.
Randjelovic	2001	Étudier la relation entre le CR et les entreprises en démarrage oeuvrant dans la protection de l'environnement.	Les SCR oeuvrant dans le secteur de l'environnement sont plus fragiles financièrement que les SCR «normales». Il y a toutefois un grand potentiel pour le développement de l'environnement par le biais du CR.
Zucker, Darby et Armstrong	2001	Examiner les causes du succès de la commercialisation des connaissances	Le CR a un impact positif sur le succès des activités de commercialisation.
Armour	2002	Évaluer l'impact de la loi sur le CR au Royaume-Uni (du côté de l'offre et de la demande).	Les lois (réglementation sur les fonds de pension, sur les flux de capitaux entre les pays, les règles pour l'entrée en bourse, les formes organisationnelles de SCR, etc.) peuvent faciliter (ou entraver) le développement du CR.
Audretsch et Lehmann	2002	Analyser comment le financement par CR diffère de celui des banques.	Les entreprises petites et innovantes ont plus de chances de se financer par du CR que par des banques. De plus, le CR influence positivement la croissance des entreprises.
Ayayi	2002	Déterminer la structure de capital d'un entrepreneur en présence d'une SCR au tout début du projet ("venture") lorsque le contrat financier doit se négocier en contexte de sélection adverse.	L'auteur montre que les fonds propres permettent à la SCR de créer le plus de valeur ex ante, d'anticiper des profits élevés et d'augmenter considérablement la richesse sociale. Le financement par emprunt n'est pas optimal dans ce modèle. Ces résultats sont confirmés par l'expérience canadienne.
Belke, Fehn et Foster	2002	Voir l'impact du CR sur la performance du marché du travail pour différents pays membres de l'OCDE.	Il semble que le CR influence le marché de l'emploi : les pays qui ont le plus de CR sont aussi ceux qui ont la plus forte croissance de l'emploi relié à la production et le taux de chômage le plus bas.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Bottazzi et Da Rin	2002	Comparer l'industrie du CR en Europe à celui des É.U.	Les auteurs concluent que l'écart entre les deux pays (É.U. et Europe) est grand et s'accroît. Le CR a permis à des sociétés cotées sur un nouveau marché boursier d'améliorer leur situation financière. Cependant, l'industrie du CR européen a un effet limité sur la capacité à réunir des capitaux, à croître et à créer des emplois.
Callahan et Muegge	2002	Étudier l'influence du rôle des SCR dans le processus d'innovation.	Le CR peut favoriser d'innovation.
Dubocage et Rivaud-Danset	2002	Étudier comment la politique gouvernementale peut supporter le CR en France.	L'analyse des pratiques gouvernementales en France soulève plusieurs problèmes qui ne sont pas spécifiques à ce pays. Un exemple commun à la France et aux autres pays est le manque de compétences dans certains cas particuliers, tels les mégaprojets et les mégafonds.
Engel	2002	Évaluer l'impact du CR sur la croissance des emplois des entreprises nouvellement créées.	Le CR influence positivement la croissance des emplois.
Gordon	2002	Étudier les facteurs économiques qui sont responsables de la performance de l'économie américaine et de son avancement technologique.	Le CR est un des facteurs responsables de la performance de l'économie américaine.
Houben et Kakes	2002	Analyser la relation entre les aspects financiers et les technologies de l'information et des communications sur la performance macroéconomique.	Une comparaison entre différents pays révèle qu'un système financier orienté sur les marchés et un marché du CR bien développé sont les facteurs clés du développement de la nouvelle économie.
Keuschnigg (a)	2002	Proposer un modèle d'équilibre de CR, d'innovation et d'entrepreneurship.	Le CR influence positivement l'innovation et la croissance.
Koh et Koh	2002	Analyser l'évolution du marché du CR en Asie et à Singapour.	En comparant à l'industrie américaine, il y a un besoin urgent de créer des moteurs économiques de croissance.
Lawton	2002	Évaluer le rôle du gouvernement quant à l'utilisation du CR pour stimuler la croissance des entreprises et des emplois.	L'auteur suggère que les gouvernements des pays européens devraient enlever les barrières réglementaires mais devraient également fournir les informations nécessaires pour dissiper la peur du CR (et des SCR).
Lerner	2002	Comprendre les implications de l'effondrement des activités de capital de risque sur l'innovation.	Les programmes gouvernementaux et les politiques les plus efficaces sont ceux qui se concentrent sur l'amélioration à long terme des marchés privés plutôt que ceux qui essaient simplement d'offrir des fonds à court terme.
Meggison	2002	Voir l'évolution du marché de capital de risque et en particulier si le marché se dirige vers une globalisation ou une segmentation de son industrie.	Les principaux marchés nationaux en Europe et aux É.U. vont continuer d'être segmentés et le capital de risque sera encore plus important dans les pays où le système juridique est basé sur la "common law" que ceux basés sur le droit civil.
Mueller et Inderst	2002	Étudier l'influence du marché des capitaux sur la valeur des entreprises en démarrage.	L'offre de capital, le degré de compétition dans le marché des capitaux, les coûts d'entrée et la transparence de ces marchés sont des caractéristiques du marché des capitaux qui influencent les entreprises en démarrage. Les politiques gouvernementales (par exemple, l'impôt sur les gains en capital) qui peuvent influencer positivement le marché des capitaux ont aussi des impacts positifs sur les entreprises en démarrage. De plus, lorsque l'offre de capital est faible (élevée), les SCR ont plus (moins) tendance à sélectionner les projets.
Nuechterlein	2002	Étudier le rôle du financement sur les entreprises en démarrage aux É.U., en Europe et en Asie.	Les É.U. offrent l'environnement le plus favorable pour les entreprises en démarrage par rapport aux autres pays dans le monde, alors que le Royaume-Uni surpasse les pays européens. En Asie, Taiwan a pu bénéficier d'une culture entrepreneuriale et un

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			secteur très dynamique des petites entreprises.
Rigaut	2002	Trouver les éléments explicatifs de l'importante levée de fonds en Europe entre 1996 et 2000 et les raisons de son déclin en 2001, et procéder à une comparaison du marché européen au marché américain.	Les principaux déterminants de la levée de fonds en capital de risque sont : les dépenses en technologie de l'information, la rigidité du marché du travail et l'environnement réglementaire. Le capital de risque devrait continuer de jouer un rôle important sur l'innovation, la croissance économique et la création d'emplois en Europe. L'amélioration des environnements légal et fiscal est un facteur clé.
Ritano et Schwienbacher	2002	Étudier les conséquences du financement de l'innovation par des entreprises ("corporate venture capital").	Les auteurs soutiennent que ce type de financement ("corporate venture capital") influence positivement l'innovation, même si celle-ci est «dirigée» et qu'elle augmente la demande pour les produits de l'entreprise «mère». Les cas de Cisco et de Microsoft sont discutés.
Roberts et Malone	2002	Étudier les procédures d'essaimage ("spinn off") de nouvelles entreprises issues des universités, des laboratoires, des gouvernements et d'autres organisations spécialisées dans la R-D aux É.U. et au Royaume-Uni.	Le processus d'essaimage est grandement facilité lorsque le CR et l'esprit entrepreneurial sont présents. Les exemples de MIT et Stanford illustrent cette situation.
Vinig	2002	Utiliser une structure particulière ("path dependence and analysis of feedback structures") pour identifier les déterminants du succès du secteur technologique en Israël durant les années 90.	Le CR est l'une des composantes utilisées dans l'étude pour identifier les déterminants du succès du secteur technologique.
Chesbrough (b)	2003	Suggérer une théorie partielle des facteurs institutionnels nationaux qui pourrait expliquer la formation d'entreprises innovantes aux É.U. et au Japon.	Le marché des emplois nécessitant une formation technique, le marché du CR et les relations fournisseurs-clients sont les trois facteurs qui expliquent les différences observées entre les deux pays.
1.2 La structure de l'offre de capital (incluant les marchés privés et publics, l'offre de capital de risque			l'influence et le contrôle des gouvernements sur
Norton et Tenenbaum	1993	H1: Les actions privilégiées sont les instruments de financement les plus utilisés en matière de CR. H2: Les petites SCR et les SCR spécialisées (c'est-à-dire moins diversifiées) opteront davantage pour une mise en commun des fonds (principe de syndication).	Les deux hypothèses sont confirmées : les actions privilégiées sont les instruments de financement les plus utilisés en matière de CR et les SCR plus petites et moins diversifiées utilisent davantage les mises en commun des capitaux propres.
Berger et Udell	1994	Déterminer les raisons expliquant pourquoi les banques américaines ont délaissé les emprunts en faveur du financement par fonds propres vers la fin des années 90.	La réglementation, la taille des banques, les changements dans le risque et des effets macro-économiques sont les explications possibles de la modification du financement par emprunts vers le financement par fonds propres.
Bourdeau, Noël et Toulouse	1994	Dresser le portrait de l'industrie du CR au Québec.	L'article note une très forte concentration et un maillage très serré entre les gouvernements, les institutions bancaires et les mouvements syndicaux dans le réseau du CR au Québec. Ces institutions, qui sont à la fois partenaires mais aussi concurrentes, sont à la base du développement économique du Québec.
Engineer	1994	Commentaire sur l'article de Berger et Udell (1994) quant aux motivations des banques américaines à délaissé les emprunts en faveur du financement par fonds propres vers la fin des années 90.	Critique au niveau de la méthodologie et des résultats obtenus.
Gompers et Lerner	1994	Analyser la structure de rémunération dans les sociétés de personnes ("partnerships") aux É.U.	Le système de rémunération dépend de : la taille des fonds, l'âge des fonds, la performance réalisée et la spécialisation des fonds (axés sur les stades initiaux ou la haute technologie).

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Lerner (b)	1994	Étudier les causes de la syndication des investissements en CR.	Au cours des premières rondes de financement, les SCR bien établies cherchent à se syndiquer entre elles. C'est dans les rondes ultérieures que les SCR moins réputées sont intégrées. Quand les SCR bien établies s'impliquent dans les rondes ultérieures, c'est que les entreprises vont souvent bien.
Fiet	1995	Comparer les stratégies utilisées par les SCR pour se prémunir contre les risques à celles utilisées par les anges financiers.	Les anges financiers sont plus soucieux du potentiel du risque d'agence que de celui du marché, alors que c'est le contraire pour les SCR. Ceci s'explique par le fait que les SCR se sont déjà prémunies contre le risque d'agence avec des contrats. Cette différence dans les approches constitue une segmentation du marché du CR.
Freear et Sohl	1996	Présenter les besoins requis pour le démarrage des entreprises et les différentes sources disponibles.	Les auteurs décrivent deux moyens qui pourraient aider les entrepreneurs à réunir des capitaux : les anges financiers et l'Internet.
Gompers et Lerner	1996	Examiner les clauses contractuelles dans les ententes de partenariats des SCR.	Les clauses utilisées sont très différentes et hétérogènes. L'utilisation de clauses dépend de l'équilibre entre l'offre et la demande de CR, et l'intensité des problèmes d'agence.
Mason et Harrison	1996	Étudier l'influence des banques commerciales sur le marché du capital de risque.	Les banques commerciales ont intérêt à diriger les PME vers du financement par CR, surtout informel. Elles peuvent ainsi bénéficier d'un client plus crédible.
OCDE	1996	Présenter les actions entreprises par les principaux pays membres de l'OCDE afin de promouvoir l'innovation.	L'article fait le tour des principaux pays membres de l'OCDE (Europe, É.U., Japon, Canada et Corée) et discute des différentes façons de promouvoir l'innovation. L'industrie du CR et des anges financiers sont des moyens cités.
Amit, Brander et Zott	1997	Décrire et analyser l'industrie du CR au Canada.	Les SCR constituent un segment spécialisé du marché financier qui s'occupe principalement des nouvelles entreprises privées. Elles mettent l'accent surtout sur les industries ayant atteint un stade de développement entrepreneurial plus avancé. On note par ailleurs une prédominance des rachats par les initiés plutôt que des PAPÉ. L'asymétrie d'information est l'une des causes majeures de cette situation.
Anand et Galetovic	1997	Analyser la structure du marché de l'intermédiation financière lorsque les droits de propriété sur l'information sont faibles.	Le modèle prévoit que chaque intermédiaire (incluant les SCR) détient un pouvoir de marché limité sur l'information.
Best	1997	Décrire l'industrie du CR au Canada.	Au Canada, les fonds des travailleurs, les fonds gouvernementaux et les fonds des entreprises non-financières jouent un rôle important. Près de la moitié des sommes investies en CR est placée dans des fonds gouvernementaux. Contrairement à ce qui se passe aux É.U., il y a très peu de financement dédié aux entreprises en démarrage. Les SCR canadiennes accordent moins de priorité à la haute technologie que les É.U.
Fiet	1997	Évaluer les 2 types de réseaux de capital de risque : réseau formel (SCR) et informel (anges financiers).	Il y a une certaine segmentation du marché du capital de risque qui permet aux entrepreneurs à la recherche de fonds de recourir à au moins deux réseaux de financement.
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny	1997	Voir l'influence des lois sur la protection des investisseurs sur le marché des capitaux.	Les pays où il y a la plus faible protection légale des investisseurs ont les plus petits marchés des capitaux (des capitaux propres mais aussi des dettes). Les pays reposant sur la loi civile française sont les pires.
Milhaupt	1997	Comparer les relations entre la régie d'entreprise et l'innovation dans l'industrie du CR aux É.U. et	Les fonds américains sont plus gros, plus indépendants, détiennent plus de contrôle dans les

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		au Japon.	entreprises financées, sont davantage impliqués dans les entreprises financées, placent plus souvent à des stades initiaux et investissent plus dans la nouvelle économie que les fonds japonais. L'auteur relève 5 explications qui sont reliées aux différences de système de régie d'entreprise entre les pays et qui sont liées positivement à la croissance de l'offre et de la demande aux É.U.
OCDE	1997	Décrire les principaux programmes gouvernementaux des pays membres de l'OCDE dont l'objectif est d'aider au financement des entreprises technologiques.	Les interventions des gouvernements peuvent se faire à 3 niveaux : directement sur l'offre de capital, par des incitatifs financiers ou par une réglementation. L'article fait l'état de la situation quant à ces interventions et présente 6 principes qui doivent être considérés par les gouvernements pour implanter de tels programmes. Ces principes sont : sa conception ("design"), la possibilité que le programme amène quelque chose de plus dans le marché ("additionality"), sa gestion (du programme), ses procédures d'accès, sa transparence et son évaluation.
Robbie, Wright et Chiplin	1997	Analyser le suivi ("monitoring") des SCR par différents intervenants au Royaume-Uni.	La compétition accrue dans un marché à maturité incite de plus en plus les investisseurs à surveiller les SCR. Cette surveillance est axée surtout sur les rendements et les besoins d'informer les investisseurs par les SCR.
Robin	1997	Identifier les facteurs que les investisseurs doivent prendre en compte pour bien gérer un portefeuille d'investissements en capital de risque.	Les investisseurs doivent tenir compte des 3 facteurs suivants pour bien gérer un portefeuille d'investissement en CR : la diversification, la répartition temporelle ("timing") des rendements et le capital investi par rapport au capital redistribué.
Vaillancourt	1997	Décrire et analyser les aspects institutionnels, les dépenses fiscales et la répercussion sur la création d'emplois des fonds de capital de risque des travailleurs.	L'auteur souligne trois points importants. D'abord, les fonds en capital de risque des travailleurs ont d'autres objectifs qu'uniquement la rentabilité. Ensuite, l'acquisition d'une participation à ce type de fonds permet d'avoir accès à des crédits d'impôt sur le revenu ce qui augmente, du point de vue du gouvernement, les dépenses fiscales. Enfin, l'influence de ce type de fonds sur la création d'emplois est plutôt mitigée.
Black et Gilson	1998	Comparaison de la vitalité de l'industrie du CR aux É.U. à d'autres pays.	La vitalité du CR dans des systèmes centrés sur les marchés boursiers (É.U.) est meilleure que celle dans un système centré sur les banques (Allemagne ou Japon). L'article présente les différentes raisons possibles d'une telle situation et modélise les contrats explicites et implicites entre les investisseurs et la SCR, et entre la SCR et l'entreprise.
Gompers	1998	Examiner les tendances récentes dans le marché du capital de risque.	Les SCR mobilisent de plus en plus des sommes d'argent importantes, ce qui se traduit par des fonds d'investissement plus gros. Cette forte mobilisation provoque une pression accrue pour trouver des investissements rentables. Étant donné les montants disponibles, des projets à des stades avancés ou internationaux sont préconisés.
Gompers et Lerner	1998	Examiner les déterminants (les facteurs macro-économiques, réglementaires ou de performance) de l'offre de capital de risque (" <i>fundraising</i> ").	Une augmentation dans la demande de CR, une diminution des impôts sur les gains en capital, un assouplissement de la réglementation sur les fonds de pension, une hausse des dépenses en R-D tant de la part des industries que du milieu académique, la performance et la réputation du fonds ont tous un impact positif sur les engagements à des nouveaux

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			fonds de CR.
Gompers et Lerner (a)	1998	Examiner l'effet positif des entrées de capitaux dans l'industrie du CR sur les évaluations.	Les auteurs concluent que les sommes engagées sont reliées positivement à l'évaluation des nouveaux investissements. Cette relation tient même si le modèle considère des mesures additionnelles de contrôle sur les entreprises financées et la performance du marché boursier. Le succès de ces investissements ne semble pas expliquer cette relation.
Karlgard	1998	Comparer les anges financiers aux SCR.	Les anges "sérieux" peuvent concurrencer les SCR formelles.
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny	1998	Analyser les différences entre pays en ce qui concerne les lois pour la protection des actionnaires et des créiteurs, l'origine de ces lois et leur mise en application.	Les pays dont le système juridique est basé sur la "common law" ont la plus forte protection légale des actionnaires, alors que les pays où le système juridique est basé sur la loi civile française ont la plus faible protection légale des actionnaires. Les pays scandinaves se trouvent au milieu. La concentration de la propriété dans les plus grandes compagnies est reliée négativement à la protection des investisseurs.
Lau	1998	Étudier la structure du marché canadien.	Les fonds des travailleurs créés par le gouvernement dominent le marché du CR au Canada, mais les fonds privés indépendants et les fonds de pension réussissent à réunir de plus en plus d'argent depuis quelques années.
Parker et Parker	1998	Décrire la structure et l'évolution de l'industrie du CR aux É.U. et spécialement dans le Sud-Est du pays.	La croissance du CR dans le Sud-Est des É.U. a été favorisée par le développement économique de la région, par des politiques gouvernementales favorables à l'investissement en CR et par l'émergence des nouvelles SCR. On prévoit que le CR sera de plus en plus utile pour l'émergence de nouvelles industries et technologies dans la région.
Smith	1998	Examiner le problème de sélection adverse du point de vue de l'entrepreneur qui «engage» une SCR afin de l'aider à améliorer l'entreprise.	La réputation de la SCR joue un rôle important et l'information disponible sur l'Internet aide les entrepreneurs.
Aernoudt	1999	Étudier les actions prises par l'Union européenne en matière de CR en réaction à son retard par rapport aux É.-U.	L'auteur souligne que de nouveaux programmes destinés à financer directement les fonds de CR ou à améliorer les conditions d'accès au financement ont été mis en œuvre. Ces programmes sont généralement plus efficaces que les programmes classiques de subvention.
Duffy	1999	Présenter les formes de SCR, le fonctionnement du marché du capital de risque et les tendances récentes.	Il y a de plus en plus de sources de capital de risque. La SCR typique est un partenariat de 3 à 6 investisseurs où l'argent est surtout orienté vers les entreprises de haute technologie en démarrage.
Gannon	1999	Étudier l'évolution du marché du capital de risque au Canada.	Le marché de capital de risque au Canada évolue tranquillement mais d'une façon soutenue.
Gompers et Lerner	1999	Informers sur les différentes dimensions du CR et prévoir l'avenir de ce type de financement.	L'offre de capital de risque va probablement continuer d'augmenter. En fait, l'industrie du CR semble être cyclique. Les innovations technologiques ainsi que le développement des agglomérations régionales sont parmi les déterminants majeurs de l'offre de CR aux É.U. Plusieurs aspects restent à découvrir. Il sera intéressant de voir jusqu'à quel point le modèle de CR américain peut s'appliquer et réussir à travers le monde.
Korn	1999	Expliquer le fonctionnement du marché de capital en ligne "offroad".	Il y a une augmentation de l'offre en capital de risque grâce à l'existence d'un marché en ligne ("offroad") qui vient en compétition avec les

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			approches traditionnelles.
Murray	1999	Étudier l'importance du marché en CR qui finance les entreprises en démarrage.	La part du CR destinée aux entreprises en démarrage reste encore très faible. En fait, ce sont les petites SCR qui investissent dans les stades initiaux de développement.
Nishizawa	1999	Décrire les effets de la crise financière japonaise sur le secteur des petites entreprises, expliquer pourquoi les autres sources de capitaux propres pour les nouvelles entreprises ne sont pas apparues et montrer les différentes politiques gouvernementales qui ont été appliquées récemment pour aider les entreprises en démarrage.	Le MITI (<i>"The Ministry of International Trade and Industry"</i>) japonais utilise tous les moyens possibles pour aider les nouvelles entreprises japonaises. Il semble que les effets escomptés ne seraient toutefois pas observables à court terme étant donné le manque d'investisseurs expérimentés qui peuvent intervenir dans ce créneau.
Touati	1999	Étudier la constitution du modèle original de CR régional français.	L'offre régionale de fonds propres est encore restreinte. Toutefois, la synergie entre les capitaux publics et privés offre un nouveau paradigme pour le développement régional en France.
Anand et Galetovic	2000	Étudier la séquence du financement des activités de R-D dans un environnement où les droits de propriété sur les connaissances peuvent être définis.	Quand les droits de propriété peuvent être fortement respectés, la recherche est toujours financée par le CR. Autrement, le modèle prédit que les projets peuvent être financés soit par CR ou par des entreprises, ou tout simplement les projets demeurent sans financement. Si la compétition est forte, les projets ont de fortes chances de trouver du financement.
Baygan et Freudenberg	2000	Comparer les activités en capital de risque entre les pays membres de l'OCDE en tenant compte des flux internationaux de CR.	Les flux internationaux de capitaux améliorent l'efficacité du marché de CR au plan international, mais ils réduisent l'importance des facteurs de l'offre au profit de ceux de la demande. Ainsi, la créativité, l'innovation, la prise de risque et l'esprit d'entrepreneuriat peuvent attirer des fonds peu importe leur provenance. Les investissements en capital de risque sont en moyenne plus faibles lorsque les obstacles à l'entrepreneuriat sont élevés.
Cetindamar et Jacobsson	2000	Analyser l'évolution de l'industrie du CR en Suède.	Un changement structurel a été observé dans l'industrie du CR en Suède où une diversité des investissements s'est matérialisée, mais l'industrie n'a pas encore atteint une maturité.
Cumming et MacIntosh	2000	Comparer les stratégies de sortie au Canada à celles des É.U.	Les dessaisissement partiels au Canada sont davantage reliés aux PAPÉ, aux ventes secondaires ou lorsque la valeur boursière est élevée par rapport à la valeur comptable de l'investissement, alors qu'ils sont davantage reliés aux rachats ou lorsque les montants impliqués sont élevés aux É.U. Les auteurs concluent que les différences proviennent des environnements légaux et institutionnels entre les deux pays.
Dahlstrand et Cetindamar	2000	Étudier le financement de l'innovation en Suède.	Les auteurs montrent l'importance de 3 acteurs dans le développement d'un système de financement de l'innovation. Ces acteurs sont : le gouvernement, l'industrie du CR et les investisseurs stratégiques (<i>"competent acquirers"</i>).
Denny	2000	Voir comment augmenter l'offre de CR au Royaume-Uni.	Plusieurs solutions sont proposées par l'auteur pour essayer d'augmenter l'offre de CR au Royaume-Uni.
Harrison et Mason	2000	Étudier les complémentarités des marchés de CR formel et informel.	Les 4 formes de complémentarité possible entre le CR formel et le CR informel soulevées par les auteurs sont : le co-investissement, les investissements par étapes dans les entreprises, les investissements par les anges financiers dans les

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			fonds de CR formel et les références de projets.
Heidrick et Keddie	2000	Faire la recension des "meilleures pratiques" en matière de CR aux É.U.	Les « bonnes pratiques » en matière de financement par CR sont reliées aux initiatives suivantes : le programme SBIC, les incitatifs fiscaux, les gains réalisés sur des projets, l'exemption d'impôt pour des titres financiers publics et la loi pour la diminution des charges fiscales des contribuables en 1997.
Hood	2000	Évaluer le développement du CR public en Écosse.	L'étude montre que le SDF (" <i>Scottish Development Finance</i> ") a contribué au développement économique de l'Écosse.
Infometrics Ltd.	2000	Présenter l'évolution du marché du capital de risque en Nouvelle-Zélande.	Le marché du CR en Nouvelle-Zélande est encore relativement jeune, mais en croissance. De plus, il tend à se segmenter.
Jeng et Wells	2000	Identifier les facteurs déterminants de la mobilisation de fonds.	Les déterminants de la levée de fonds en capital de risque sont : les PAPÉ, la rigidité du marché du travail, les normes de divulgation des rapports financiers, les fonds de pension privés, la croissance du PIB, la croissance de la capitalisation du marché et les programmes gouvernementaux. Les PAPÉ sont les plus importants vecteurs de l'investissement en capital de risque.
Keuschnigg et Nielsen	2000	Analyser l'influence des lois de l'impôt sur le marché du CR.	Les programmes gouvernementaux considérés sont : l'imposition sur les différences dans les salaires et sur les revenus, les reports de pertes, les taux progressifs et les subventions à l'entrepreneuriat.
Kiholm Smith, Smith et Williams	2000	Identifier les lois et règlements qui limitent les fonds communs de placement à investir dans le CR.	Les auteurs font le tour des différentes politiques et réglementations qui empêchent les gestionnaires de fonds communs de placement à investir dans ces titres. Un problème important est la détermination de la valeur.
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises.
Marti et Balbao	2000	Identifier les principaux facteurs de la mobilisation de fonds dans les pays où l'information sur les rendements réalisés est rare et asymétrique.	Plus les montants investis sont élevés, plus il est facile pour les gestionnaires de fonds de mobiliser de nouveaux fonds. Les dessaisissements (incluant PAPÉ et radiation), évalués aux coûts, ont un impact négatif sur la mobilisation de nouveaux fonds.
Piper	2000	Faire une recension des articles sur le financement des petites entreprises de haute technologie au Royaume-Uni.	L'auteur présente des barrières relatives au financement des petites entreprises de haute technologie au Royaume-Uni. Des initiatives du secteur public et du secteur privé sont toutefois soulignées.
Snee	2000	Évaluer la pertinence d'un fonds de développement d'entreprises au Pays de Galles.	L'auteur montre qu'en l'absence d'un secteur privé, le fonds de développement est justifié pour améliorer l'allocation des ressources.
Sorenson et Stuart	2000	Analyser comment les réseaux de SCR ont influencé le comportement des échanges d'informations.	Les « espaces » géographique et industriel représentent des barrières naturelles dans l'échange d'information sur les opportunités d'investissement. La syndication des investissements permet l'expansion de ces espaces.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Balboa et Marti	2001	Identifier les facteurs clés reliés au CR lorsque l'information est asymétrique et rare.	Les sommes réunies par les SCR dépendent des capacités d'investissements des gestionnaires de fonds : plus les fonds investis augmentent, plus il y aura des collectes de fonds auprès des différents investisseurs (hausse de l'offre). Ces forts investissements reflètent les moments où l'information circule le plus. Lorsque les dessaisissements sont importants, les effets inverses sont observés.
Bascha et Walz	2001	Étudier les différences de comportement et les mécanismes de contrôle utilisés par les SCR selon les différents types de fonds.	Les SCR privées tendent à exiger un rendement plus élevé que les SCR publiques. Les SCR privées ont tendance à se refinancer par des fonds à durée déterminée ("closed-end"). L'importance (en nombre et en qualité) des acteurs publics en Allemagne est l'une des causes de l'utilisation peu fréquente des titres convertibles et de la domination des partenariats «silencieux» ("silent partnerships") comme instruments financiers. L'utilisation des titres convertibles dépend de la sévérité des problèmes d'agence.
Chu et Hisrich	2001	Étudier l'émergence du CR à Hong Kong.	Dans le cadre du développement de son CR, les autorités d'Hong Kong doivent dorénavant concentrer leurs efforts sur les investissements à long terme des entreprises en démarrage du secteur de la haute-technologie.
Clendenning & Associates	2001	Présenter les éléments reliés au financement par actions des PME canadiennes tels le capital de risque, le PAPÉ et les placements subséquents de titres, afin de diriger les recherches futures d'Industrie Canada dans ce domaine.	L'analyse révèle que les questions touchant le capital de risque, les PAPÉ et les appels subséquents à l'épargne sont importantes pour le développement des PME. La structure du marché du capital de risque au Canada, le comportement et l'expertise en gestion des investisseurs canadiens en CR, la participation des investisseurs institutionnels du Canada, le régime fiscal, et l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain sont autant de facteurs qui peuvent compromettre la compétitivité des PME canadiennes.
Cumming (a)	2001	Déterminer la forme des contrats optimaux en contexte de syndication des ententes entre les SCR.	L'auteur développe un modèle selon lequel, sous des conditions particulières, les premières SCR ("lead" ou "inside") utilisent des actions privilégiées et les autres SCR ("follow-on" ou "outside") utilisent de la dette convertible. Ce modèle est confirmé par un échantillon des compagnies canadiennes.
Fulghieri et Sevilir	2001	Développer un modèle de la forme organisationnelle et des activités d'innovation lorsque l'intégration, le financement par CR et les alliances stratégiques sont déterminés d'une façon endogène en réponse aux pressions causées par la «course à la R-D» et aux contraintes financières.	Les auteurs exposent les conditions selon lesquelles chacune des formes organisationnelles émerge (intégrées, non intégrées, alliances, indépendance, capital de risque corporatif).
Haar	2001	Analyser les problèmes de financement par les sociétés biotechnologiques en Europe.	Vu les problèmes importants au niveau de l'asymétrie d'information dans le secteur de la biotechnologie, les marchés financiers traditionnels ne peuvent pas bien fonctionner et c'est à ce niveau que le CR devrait être efficace. Cependant, les programmes de CR qui ont uniquement cherché à réduire les coûts de financement n'obtiennent pas le succès escompté. Ils doivent aussi mettre en place des mécanismes de marché pour allouer les ressources. Une ouverture à l'allocation outre frontière, comme il est question en Europe, peut se

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			faire mais doit être accompagnée d'une harmonisation des lois, des règlements et des politiques économiques.
Hyytinen et Pajarinen	2001	Comparer les systèmes financiers des pays nordiques.	Plusieurs ressemblances ont été notées entre les pays nordiques. De plus, le capital de risque dans ces pays manque encore de maturité lorsqu'il est comparé à ce qui se passe dans les autres pays européens.
Jo	2001	Analyser l'influence de l'Internet sur l'industrie du capital de risque.	L'auteur reconnaît l'influence de l'Internet sur l'industrie et se questionne sur le fait que cette tendance durera ou tout simplement disparaîtra avec le temps.
Keuschnigg et Nielsen	2001	Évaluer théoriquement l'impact des politiques du gouvernement sur les investissements en CR.	Parmi les trois politiques gouvernementales suivantes : augmenter les investissements dans la formation en entrepreneuriat, subventionner les équipements et subventionner la production, seuls les services efficaces ("cost effective government services") améliorent la richesse du pays, alors que les trois mesures influencent positivement l'entrepreneuriat.
Pereiro	2001	Comparer les caractéristiques du marché du CR en Argentine à d'autres pays, dont les É.U.	L'étude montre que ça prend en moyenne plus d'argent pour l'entrepreneur argentin pour démarrer une nouvelle entreprise que pour un entrepreneur américain, que les paramètres opérationnels du marché du CR argentin correspondent aux normes internationales et que les anges financiers argentins investissent plus par entreprise que ceux des autres pays.
Robin	2001	Déterminer l'importance des actifs «alternatifs» ("alternative assets") et les intervenants impliqués dans ce marché.	Les fonds de pension publics sont les plus grands participants dans le marché des investissements «alternatifs». Les investisseurs institutionnels placent dans ces actifs afin d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des investissements traditionnels.
Rock	2001	Étudier le phénomène des compagnies qui ne font pas de PAPÉ sur leur propre marché domestique.	Le capital de risque peut se développer spécialement dans des conditions qui permettent aux SCR de procéder à des sorties par PAPÉ. L'auteur soutient que cela peut se faire ailleurs que sur le marché domestique.
Tacis	2001	Présenter la situation du CR en Russie.	La majorité des sommes investies dans les fonds de CR en Russie vient directement de l'étranger. De plus, il y a un manque de CR pour les industries de haute technologie. Le gouvernement essaie de mettre en place des mesures visant à favoriser la demande ainsi que l'offre en CR.
The Canadian e-business opportunities roundtable	2001	Voir comment le Canada pourrait atteindre un niveau économique supérieur (un des moyens est le CR).	Pour compenser les lacunes de l'industrie du capital de risque, il faudrait augmenter l'investissement des fonds de pension américains, favoriser le capital de risque étranger et améliorer les règlements d'engagement des fonds.
Vermeulen	2001	Comparer le marché du capital de risque européen au marché américain.	L'auteur note un écart important entre les deux marchés et pour combler le retard du marché européen, il est suggéré de faire tomber les obstacles institutionnels, légaux, fiscaux et culturels qui imposent des coûts significatifs sur les entreprises en démarrage. L'influence du gouvernement pour résoudre ces problèmes est fortement souligné.
Aoki et Dinc	2002	Discuter des différentes pratiques financières qui peuvent exister dans le monde. Le marché américain du CR constitue une de ces «pratiques	Les auteurs procèdent à la description de ces différentes pratiques et illustrent le tout par des exemples.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		financières».	
Armour	2002	Évaluer l'impact de la loi sur le CR au Royaume-Uni (du côté de l'offre et de la demande).	Les lois (réglementation sur les fonds de pension, sur les flux de capitaux entre les pays, les règles pour l'entrée en bourse, les formes organisationnelles de SCR, etc.) peuvent faciliter (ou entraver) le développement du CR.
Audretsch et Lehmann	2002	Analyser comment le financement par CR diffère de celui des banques.	Les entreprises petites et innovantes ont plus de chances de se financer par du CR que par des banques. De plus, le CR influence positivement la croissance des entreprises.
Axiss Australia	2002	Présenter la situation de l'industrie du CR en Australie.	Le capital de risque en Australie a connu une évolution constante pendant la période 1996-2000. La plupart des investissements ont été dirigés vers les secteurs du service, de la technologie d'information/logiciel et la santé/bioscience. On dénote par ailleurs une certaine volonté à favoriser les stades initiaux de développement.
Aylward	2002	Analyser l'industrie du CR dans des pays en voie de développement.	Plusieurs facteurs critiques à la performance de l'industrie et à son organisation sont identifiés.
Barnes et McCarthy	2002	Examiner l'hypothèse selon laquelle les jeunes SCR introduisent les entreprises plus tôt à la bourse que les SCR plus âgées afin de se bâtir plus rapidement une réputation et réunir plus facilement des fonds par la suite.	Les auteurs confirment leur hypothèse dans le marché anglais (bourse de Londres) et ajoutent que la forte sous-évaluation est causée par le fait que les nouvelles entreprises introduites à la bourse sont jeunes et non à cause des caractéristiques des SCR.
Bottazzi et Da Rin	2002	Comparer l'industrie du CR en Europe à celui des É.U.	Les auteurs concluent que l'écart entre les deux pays (É.U. et Europe) est grand et s'accroît. Le CR a permis à des sociétés cotées sur un nouveau marché boursier d'améliorer leur situation financière. Cependant, l'industrie du CR européen a un effet limité sur la capacité à réunir des capitaux, à croître et à créer des emplois.
Brander, Amit et Antweiler	2002	Modéliser et tester 2 raisons possibles de syndication : sélection des projets et compétence complémentaire en management.	Les investissements issus de syndication enregistrent des rendements plus élevés qu'en l'absence de syndication.
Brush, Carter, Greene, Hart et Gateway	2002	Analyser le rôle des femmes sur l'offre et la demande de CR.	Un cadre d'analyse est proposé pour expliquer les rôles que peuvent jouer les femmes au niveau de l'offre et de la demande de CR.
Bruton, Ahlstrom et Singh	2002	Étudier l'émergence de l'industrie du CR à Singapour et la spécificité de son évolution.	L'environnement institutionnel, et particulièrement l'environnement réglementaire, créé par le gouvernement explique les différences observées au sein de l'industrie du CR entre la région de Singapour et celle du reste de l'Asie.
Chang, Shipp et Wang	2002	Étudier le rôle du programme ATP ("Advanced Technology Program") aux É.U.	Le programme ATP ("Advanced Technology Program") permet de financer les stades initiaux du développement des projets technologiques (incluant les dépenses de R-D), mais encourage également la collaboration et les échanges d'informations entre les entreprises et différents organismes.
Choi	2002	Étudier l'influence des lois sur le développement des marchés des titres financiers.	L'auteur soutient qu'il faudrait mettre en place une réglementation visant à mieux régir la compétition entre les SCR au plan international plutôt que d'adopter des lois destinées à protéger les entreprises contre la concurrence.
Ciendenning & Associates	2002	Présenter le profil de financement des PME canadiennes (incluant le financement par le capital de risque).	Les PME canadiennes ont accès à plusieurs sources de CR. Seulement 2 % des PME questionnées ont toutefois cherché à obtenir du financement par actions en 2001. Le montant total des investissements en CR est encore élevé en 2001, même s'il y a eu une diminution par rapport à

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Cumming (a)	2002	Analyser les instruments utilisés par les SCR américaines pour financer les entreprises canadiennes.	l'année précédente. Les faits saillants de l'année 2001 sont : les investisseurs étrangers ont joué un rôle essentiel puisqu'ils ont participé au tiers des investissements annuels totaux de CR, plus de la moitié des sommes a été investie dans des entreprises à un stade initial de leur croissance, les entreprises du secteur des technologies d'information continuent d'attirer une part importante du CR et le nombre de premier appel public à l'épargne (PAPE) a connu une diminution par rapport à l'année précédente.
Cumming (d)	2002	Examiner les moyens de financement utilisés par les SCR au Canada.	Les SCR américaines recourent à plusieurs formes de financement lorsqu'elles investissent au Canada, alors que la forme d'investissement largement utilisée dans les projets américains est les actions privilégiées convertibles. Les règles fiscales peuvent influencer les choix d'instruments de financement par les SCR américaines.
Cumming et Fleming	2002	Étudier l'impact des lois et de la structure financière sur le financement des compagnies privées.	L'auteur observe que les actions privilégiées sont peu utilisées au Canada alors qu'elles sont la forme la plus utilisée aux É.U., et il y a eu des changements quant à la composition des outils de financement au Canada. Le type de SCR et le type d'entreprise ne semblent pas expliquer ces différences entre le Canada et les É.U. Quant au changement des formes de financement observé au Canada, des différences dans les problèmes d'agence seraient un facteur explicatif.
Cumming et MacIntosh (a)	2002	Analyser les rendements et les coûts d'agence associés aux investissements des fonds en capital de risque des travailleurs ("Labour Sponsored Venture Capital Corporation").	Les auteurs soulignent l'importance des facteurs légaux et institutionnels dans le dessaisissement des investissements des SCR. Le co-investissement (lorsque plusieurs fonds de CR investissent dans une entreprise) est la forme la plus commune en Australie. Les auteurs ont trouvé que le co-investissement influence le choix des investissements (les investissements en haute technologie sont moins probables lorsque le financement se fait par co-investissement) et les stratégies de sortie (les PAPÉ sont moins probables et donc les sorties «privées» et partielles sont plus probables lorsque le financement se fait par co-investissement). Lorsque le système légal protège davantage le droit des actionnaires, les SCR financent plus les entreprises de haute technologie et les PAPÉ sont plus fréquents.
Cumming et MacIntosh (c)	2002	Analyser la relation entre les stratégies de sortie, la qualité de l'équipe entrepreneuriale, la nature des actifs et la durée de l'investissement.	Les résultats confirment les hypothèses, c'est-à-dire que les fonds en capital de risque des travailleurs ("Labour Sponsored Venture Capital Corporation") ont des rendements inférieurs et des coûts d'agence supérieurs à ceux des fonds privés de CR. Les auteurs ont observé que la venue de ce type de fonds a été néfaste sur l'industrie car l'offre totale a diminué. Des facteurs macroéconomiques (performance boursière, taux d'intérêt, variation du PIB) ont aussi influencé l'offre de CR.
Dietz	2002	Analyser la segmentation du marché entre le CR et les banques.	Les stratégies de sortie utilisées au Canada diffèrent de celles aux É.U., et les contraintes légales et institutionnelles sont responsables de ces différences.
			Les projets risqués vont vers le capital de risque, alors que les projets peu risqués vont vers les

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			banques.
D'Souza et Lai	2002	Analyser l'intégration des marchés financiers et la répartition du CR dans une institution financière.	Les auteurs discutent des conséquences de l'implication des institutions financières dans l'industrie du CR, particulièrement au niveau de la liquidité des marchés financiers, et comment elles doivent gérer ce risque.
Dzienkowski et Peroni	2002	Examiner les pratiques légales selon lesquelles les cabinets d'avocats participent aux fonds propres de leurs clients.	Les auteurs exposent deux années de recherche sur ce sujet et présentent les résultats à la lumière de différentes lois et codes d'éthique.
Equinox Management Consultants Ltd.	2002	Procéder à une recension de la littérature afin d'identifier les imperfections, les anomalies et les échecs potentiels du marché des capitaux.	Des lacunes existent aussi bien pour le financement par dettes que pour le financement par capitaux propres. En matière de capital de risque, l'offre semble être suffisante. Toutefois, les fonds mobilisés par personne sont très faibles par rapport à la moyenne des pays industrialisés. Par ailleurs, il est difficile de mobiliser des capitaux à partir des marchés publics (PAPÉ).
Fisch	2002	Étudier comment les règlements actuels peuvent aider les entreprises à rechercher du financement via l'Internet.	L'auteur évalue les possibilités pour les PME de substituer le financement direct, incluant celui des anges financiers et des SCR, pour du financement via l'Internet. La perte des bénéfiques (issus des activités de supervision) doit être comparée à la baisse potentielle de performance.
Georgakopoulos	2002	Examiner comment les lois sur la propriété favorise les entreprises.	Certaines lois favorisent le CR en permettant aux entrepreneurs de céder une partie importante du contrôle. C'est une étape vers une dispersion de la propriété, mais cette situation risque de redonner le contrôle à l'entrepreneur après le PAPÉ (trop grande dispersion de la propriété pour restreindre les activités de l'entrepreneur). L'article présente d'autres conséquences liées à ces situations.
Gerke	2002	Examiner le rôle des investisseurs privés dans le financement des PME.	L'auteur explique les raisons selon lesquelles le CR est associé à la faillite du système financier. L'asymétrie d'information et l'absence de marché spécialisé tel le NASDAQ en Europe sont des causes importantes. Deux solutions émergent : des intermédiaires en information et l'aide du gouvernement pour améliorer l'accès au marché.
Gilson et Schizer	2002	Examiner l'influence de la loi de l'impôt sur la structure du CR (caractérisée surtout par l'utilisation des titres convertibles).	L'utilisation des titres convertibles en contexte de rémunération des efforts de gestion permet un report des impôts. L'avantage de cette «subvention», contrairement aux autres formes de subvention, est qu'elle permet de "contourner la bureaucratie".
Gompers	2002	Étudier la structure, l'évolution et la performance du financement en CR par des entreprises non financières.	Les investissements en CR des entreprises non financières ("corporate venture capital") se concentrent souvent dans une industrie particulière. De plus, les investissements provenant des entreprises non financières connaissent plus de succès que les investissements réalisés par les SCR indépendantes. Il semble que les grandes entreprises non financières ont beaucoup appris des «meilleures pratiques» du secteur du CR indépendant.
Harding	2002	Étudier le rôle de la politique gouvernementale en vue d'aider les entreprises innovantes et à forte croissance.	L'auteur soutient que les politiques visant à stimuler la demande de CR sont plus efficaces pour surmonter les asymétries d'information présentes dans le marché du CR que celles stimulant l'offre.
Himmelberg, Hubbard et Love	2002	Estimer les relations entre la protection des investisseurs externes, les propriétaires et le coût	Plus la protection des investisseurs est faible, plus élevée est la concentration de propriété des

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		marginal du capital.	capitaux propres et plus élevé est le coût du capital.
Inderst et Müller	2002	Étudier la relation entre les contrats optimaux de CR et la structure du marché.	Les droits et les pouvoirs des SCR et des entreprises financées par ces dernières dépendent de la structure du marché. La performance et la probabilité de réussite des entreprises financées par CR dépendent ainsi de l'offre et de la demande en capital de risque.
Jones et Rhodes-Kropf	2002	Établir la relation entre le risque et le coût du capital sur le marché du capital de risque.	La compétition entre les SCR ne consiste pas à trouver les meilleurs projets mais à trouver le plus de projets, étant donné que cela réduit le risque non systématique de la SCR.
Keuschnigg (b)	2002	Analyser les problèmes d'information ("risque moral") entre les SCR et chacun des projets financés en contexte de portefeuille.	Les implications fiscales influencent (1) l'intensité de la supervision par la SCR sur chacun de ses projets et (2) le nombre de projets financés.
Keuschnigg et Nielsen	2002	Proposer un modèle de financement des entreprises en démarrage en présence de risque moral et voir l'influence des impôts sur les gains en capital sur l'offre de financement.	Une politique plus favorable sur l'imposition des gains en capital pourrait inciter les SCR à s'impliquer davantage.
Khanna et Palepu	2002	Présenter un cadre d'analyse pour comprendre comment les décisions stratégiques des entreprises dépendent du contexte institutionnel.	Les économies basées sur des groupes diversifiés d'entreprises qui dominent le secteur privé, tel que celles des pays en voie de développement, accomplissent les mêmes fonctions (incluant le CR) que les institutions présentes dans les économies plus développées et diversifiées.
Koh et Koh	2002	Analyser l'évolution du marché du CR en Asie et à Singapour.	En comparant à l'industrie américaine, il y a un besoin urgent de créer des moteurs économiques de croissance.
Lawton	2002	Évaluer le rôle du gouvernement quant à l'utilisation du CR pour stimuler la croissance des entreprises et des emplois.	L'auteur suggère que les gouvernements des pays européens devraient enlever les barrières réglementaires mais devraient également fournir les informations nécessaires pour dissiper la peur du CR (et des SCR).
Lerner	2002	Comprendre les implications de l'effondrement des activités de capital de risque sur l'innovation.	Les programmes gouvernementaux et les politiques les plus efficaces sont ceux qui se concentrent sur l'amélioration à long terme des marchés privés plutôt que ceux qui essaient simplement d'offrir des fonds à court terme.
Lerner et Schoar	2002	Recourir à la théorie de la liquidité afin d'étudier les conséquences du financement provenant de bailleurs de fonds qui n'ont aucun problème de liquidité.	Un bailleur qui n'a aucun problème de liquidité permet à la PME d'augmenter ses chances de réunir du financement ultérieurement tout en réduisant le coût de ces fonds. L'importance de ces bailleurs sera d'autant plus critique qu'il y a des asymétries d'information. Le bailleurs «aux poches profondes» réduit les conséquences négatives imposées par l'information asymétrique en continuant d'investir dans la PME (éviter des pressions externes). Les tests réalisés confirment les hypothèses du modèle.
Manigart, Lockett, Meuleman, Wright, Landström, Bruining, Desbrières et Hommel	2002	Déterminer les causes de la syndication des SCR européennes.	Le désir de partager le risque et de diversifier le portefeuille sont des raisons de la syndication plus fréquente que le simple désir d'accéder à de ressources additionnelles. Les raisons basées sur les ressources sont plus importantes pour les SCR qui n'agissent pas comme responsables du syndicat que pour celles qui sont responsables du syndicat. L'intensité de la syndication est plus élevée pour les jeunes SCR et pour les SCR spécialisées à un stade de développement spécifique. Les stratégies de syndication sont similaires entre les pays européens mais différentes par rapport à ce qui se

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Schertler (a)	2002	Analyser l'impact des programmes par fonds propres publics sur le financement des entreprises en démarrage par les SCR et leur aide aux équipes de gestion.	l'expérience sont nécessaires pour aider les entreprises de haute technologie. Le manque d'expérience et des échecs successifs peuvent nuire considérablement au marché. Les programmes particuliers du gouvernement axés sur le financement par fonds propres permettent aux SCR expérimentées de réduire l'intensité de leur aide auprès des équipes de gestion. Ces programmes permettent aussi à des SCR peu expérimentées d'intégrer le marché.
Schertler (b)	2002	Analyser le choix de financement par les SCR entre les programmes gouvernementaux axés sur la dette ou ceux axés sur les capitaux propres.	Une sélection naturelle se réalise : les SCR expérimentées vont préférer les financements par dettes qui les amènent à assurer moins de support à l'entreprise financée alors que les SCR inexpérimentées vont privilégier le financement par actions pour pénétrer le marché et constituer leur expérience.
Schoeffer et Leitinger	2002	Analyser l'industrie du CR dans les pays européens des régions de l'Est et Central.	Sur la base d'un cadre légal, social et économique, et selon la présence d'un esprit entrepreneurial, les auteurs suggèrent des moyens pour aider et encourager le CR dans ces régions.
Schwiebacher (b)	2002	Comparaison des comportements entre les SCR américaines et européennes.	La principale ressemblance entre les E.U. et l'Europe est au niveau de l'intensité de la supervision. Les différences importantes sont au niveau : de la durée avant la sortie (la vente est la plus utilisée (" <i>trade sale</i> ") en Europe), de l'utilisation des titres convertibles, du remplacement du gestionnaire initial et de la syndication. Les principales causes de ces différences sont la faible liquidité des marchés financiers européens et le fait que la vente est moins risquée pour les jeunes SCR.
St-Pierre, Beaudoin et Desmarais	2002	Étudier les différentes sources de financement disponibles aux PME canadiennes selon divers aspects tels que l'accès, les difficultés encourues lors de la prospection de financement et la satisfaction face aux services obtenus.	Concernant le financement par capitaux propres, le rapport souligne qu'une bonne partie des entrepreneurs refuse de partager le contrôle de leur entreprise, ce qui explique pourquoi ce financement est peu sollicité au Canada. De même, les entrepreneurs canadiens s'intéressent peu au financement public. Ce sont plutôt les jeunes entrepreneurs (moins de 40 ans) qui sont plus susceptibles de solliciter des capitaux propres que les autres.
Ueda	2002	Modéliser le choix de financement de la part de l'entrepreneur : les banques ou le CR.	La crainte de l'entrepreneur de se faire voler son projet par la SCR et le fait que les SCR peuvent mieux évaluer l'entreprise influencent le choix de financement. L'auteur suggère qu'une meilleure protection de la propriété intellectuelle peut favoriser l'industrie du CR.
Urbas	2002	Décrire les programmes pour encourager les activités de CR dans quelques pays (Canada, Inde, Japon, État de New York, Singapour, Taiwan, Royaume-Uni).	L'auteur note des différences au niveau des problèmes rencontrés et de l'efficacité des programmes.
Wang, Wang et Lu	2002	Examiner les différences d'investissements entre les SCR dites «indépendantes» et celles reliées aux institutions financières, toutes cotées à la bourse de Singapour.	Les auteurs notent des différences quant aux mécanismes de gestion interne et de la formation des employés des SCR. Les différences soulevées quant aux investissements se résument : à la préférence du secteur industriel, à la durée des investissements, au nombre de membres sur le conseil d'administration, à la syndication, à la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse et aux rendements à long terme. Les auteurs concluent

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			que les SCR indépendantes génèrent plus de valeur.
Weidig	2002	Proposer un outil de gestion du risque des investissements dans des fonds de CR.	L'auteur expose quelques outils et conditions pour mieux prévoir la performance et la liquidité des investissements dans des fonds de CR.
Wesser	2002	Étudier le rôle du gouvernement pour aider et soutenir la nouvelle économie.	Les programmes gouvernementaux peuvent jouer un rôle dans le développement de projets technologiques à haut risque que les investisseurs ne financent pas.
Astebro	2003	Analyser les rendements réalisés sur différents investissements reliés à l'innovation.	Parmi les différents investissements analysés, le rendement annuel avant impôt est 24% pour des investissements dans des fonds en CR spécialisés dans les premières phases de développement des entreprises.
Baygan (a)	2003	Analyser l'industrie du capital de risque au Royaume-Uni.	L'auteur compare les flux d'investissements en capital de risque au Royaume-Uni à ceux des principaux pays membres de l'OCDE. Différentes statistiques complètent la discussion. Un résumé des interventions faites par le gouvernement afin de promouvoir l'industrie est ajouté et l'article conclut avec certaines recommandations d'actions.
Baygan (b)	2003	Analyser l'industrie du capital de risque en Corée.	L'auteur compare les flux d'investissements en capital de risque en Corée à ceux des principaux pays membres de l'OCDE. Différentes statistiques complètent la discussion. Un résumé des interventions faites par le gouvernement afin de promouvoir l'industrie est ajouté et l'article conclut avec certaines recommandations d'actions.
Baygan (c)	2003	Analyser l'industrie du capital de risque en Israël.	L'auteur compare les flux d'investissements en capital de risque en Israël à ceux des principaux pays membres de l'OCDE. Différentes statistiques complètent la discussion. Un résumé des interventions faites par le gouvernement afin de promouvoir l'industrie est ajouté et l'article conclut avec certaines recommandations d'actions.
Baygan (d)	2003	Analyser l'industrie du capital de risque au Canada.	L'auteur compare les flux d'investissements en capital de risque du Canada à ceux des principaux pays membres de l'OCDE. Différentes statistiques complètent la discussion. Un résumé des interventions du gouvernement canadien afin de promouvoir l'industrie est ajouté et l'article conclut avec certaines recommandations d'actions.
Chemmanur et Chen	2003	Modéliser le choix de l'entrepreneur entre les anges financiers et les SCR.	Le choix dépend de 4 facteurs : lequel entre les anges financiers et les SCR peut générer le plus de valeur, l'asymétrie de l'information, les coûts de la recherche d'information et les efforts de l'entrepreneur. Le modèle à l'équilibre contient plusieurs rondes de financement, les contrats impliquant les anges financiers diffèrent de ceux impliquant les SCR, et les projets financés par les anges financiers diffèrent de ceux financés par les SCR.
Gilson	2003	Identifier les éléments principaux des modèles contractuels américains, chercher à voir si ce modèle peut être appliqué à d'autres pays dans la mise en place d'un marché du capital de risque et souligner le rôle que devrait avoir le gouvernement dans ce projet.	Les 3 points principaux de tous les contrats sont : l'incertitude, l'asymétrie d'information et les problèmes d'agence. Des mécanismes de surveillance et des incitatifs sont très utilisés aux É.U. Les contrats implicites ont une importance considérable grâce au maintien de la réputation. Cette approche a été analysée via 3 programmes gouvernementaux dont celui en Allemagne qui n'a pas fonctionné, celui en Israël qui fonctionne assez

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			bien et celui au Chili qui vient tout juste de débiter.
Weidig	2003	Élaborer un modèle basé sur la gestion du risque pour les fonds de CR et les «fonds de fonds».	Les modèles d'évaluation en contexte de fonds spécialisés en CR sont difficiles à mettre en pratique étant donné l'influence de l'équipe de gestion du fonds et l'incertitude des flux monétaires.
1.3 Les formes juridiques : objectifs et mission des SCR			
Bourdeau, Noël et Toulouse	1994	Dresser le portrait de l'industrie du CR au Québec.	L'article note une très forte concentration et un maillage très serré entre les gouvernements, les institutions bancaires et les mouvements syndicaux dans le réseau du CR au Québec. Ces institutions, qui sont à la fois partenaires mais aussi concurrentes, sont à la base du développement économique du Québec.
Fox	1996	Évaluer le programme de l'US Agency for International Development sur les investissements en fonds propres.	Le programme devrait être abandonné pour différentes raisons, dont le faible taux de succès des projets.
Wright et Robbie	1996	Comprendre le comportement en contexte de décision d'investissement des SCR afin de se prémunir contre les problèmes potentiels de sélection adverse.	Les principaux résultats sont : les SCR utilisent beaucoup d'information comptable mais aussi de l'information non comptable, il y a des différences quant à l'évaluation et elles dépendent de la forme juridique de la SCR et des stades de développement, les techniques utilisées par rapport aux analyses d'investissement diffèrent aussi.
Best	1997	Décrire l'industrie du CR au Canada.	Au Canada, les fonds des travailleurs, les fonds gouvernementaux et les fonds des entreprises non-financières jouent un rôle important. Près de la moitié des sommes investies en CR est placée dans des fonds gouvernementaux. Contrairement à ce qui se passe aux É.U., il y a très peu de financement dédié aux entreprises en démarrage. Les SCR canadiennes accordent moins de priorité à la haute technologie que les É.U.
MacIntosh	1997	Comparer les stratégies de sortie des SCR au Canada à celles des É.U.	Beaucoup de différences sont constatées entre le Canada et les É.U. quant aux stratégies de sortie des SCR et à la rentabilité de ces stratégies. Ces différences peuvent être expliquées par : la compétence des SCR, la liquidité du marché, la fiscalité, les types et la taille des investissements.
Vaillancourt	1997	Décrire et analyser les aspects institutionnels, les dépenses fiscales et la répercussion sur la création d'emplois des fonds de capital de risque des travailleurs.	L'auteur souligne trois points importants. D'abord, les fonds en capital de risque des travailleurs ont d'autres objectifs qu'uniquement la rentabilité. Ensuite, l'acquisition d'une participation à ce type de fonds permet d'avoir accès à des crédits d'impôt sur le revenu ce qui augmente, du point de vue du gouvernement, les dépenses fiscales. Enfin, l'influence de ce type de fonds sur la création d'emplois est plutôt mitigée.
Black et Gilson	1998	Comparaison de la vitalité de l'industrie du CR aux É.U. à d'autres pays.	La vitalité du CR dans des systèmes centrés sur les marchés boursiers (É.U.) est meilleure que celle dans un système centré sur les banques (Allemagne ou Japon). L'article présente les différentes raisons possibles d'une telle situation et modélise les contrats explicites et implicites entre les investisseurs et la SCR, et entre la SCR et l'entreprise.
Gompers et Lerner	1998	Examiner les déterminants (les facteurs macro-économiques, réglementaires ou de performance) de l'offre de capital de risque ("fundraising").	Une augmentation dans la demande de CR, une diminution des impôts sur les gains en capital, un assouplissement de la réglementation sur les fonds de pension, une hausse des dépenses en R-D tant de la part des industries que du milieu académique,

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			la performance et la réputation du fonds ont tous un impact positif sur les engagements à des nouveaux fonds de CR.
Gompers et Lerner (b)	1998	Étudier les transactions des différentes formes de CR.	Les investissements en CR par des corporations ("corporate venture capital") sont aussi performants et plus stables que ceux faits par des SCR indépendantes. Cette relation est plus forte lorsqu'il y a des intérêts stratégiques.
Lau	1998	Étudier la structure du marché canadien.	Les fonds des travailleurs créés par le gouvernement dominent le marché du CR au Canada, mais les fonds privés indépendants et les fonds de pension réussissent à réunir de plus en plus d'argent depuis quelques années.
Parker et Parker	1998	Décrire la structure et l'évolution de l'industrie du CR aux É.U. et spécialement dans le Sud-Est du pays.	La croissance du CR dans le Sud-Est des É.U. a été favorisée par le développement économique de la région, par des politiques gouvernementales favorables à l'investissement en CR et par l'émergence des nouvelles SCR. On prévoit que le CR sera de plus en plus utile pour l'émergence de nouvelles industries et technologies dans la région.
Touati	1999	Étudier la constitution du modèle original de CR régional français.	L'offre régionale de fonds propres est encore restreinte. Toutefois, la synergie entre les capitaux publics et privés offre un nouveau paradigme pour le développement régional en France.
Doran et Bannock	2000	Étudier l'importance des fonds de CR qui se spécialisent dans une région déterminée.	Les auteurs concluent que les fonds de CR spécialisés dans une région peuvent être une occasion additionnelle d'investissement rentable pour les fonds du secteur public.
Ferjani	2000	Développer et valider un modèle de processus de décision des SCR québécoises, et déterminer l'influence de la structure de propriété des SCR sur le processus de décision d'investissement.	L'auteur identifie 5 phases dans le processus d'investissement (l'origine des projets, la sélection, l'évaluation, la structuration, les activités post-investissement). Le modèle proposé explique globalement la réalité des SCR. Finalement, l'auteur remarque que la structure de propriété des SCR n'a pas d'impact considérable sur le processus décisionnel utilisé.
Ferjani, Mathieu et Beaudoin	2000	Déterminer l'influence de la structure de propriété sur le processus décisionnel de 3 SCR québécoises.	Les 5 étapes retenues dans le processus décisionnel sont : l'origine de la demande de financement, la sélection, l'évaluation, la structuration et les activités post-investissement. Les différences notées entre les SCR sont expliquées par leur mission (et par conséquent, par leurs critères d'investissement). Cependant, peu importe leur mission, les 3 SCR analysées utilisent les actions ordinaires comme instrument de financement, évaluent la qualité de l'équipe managériale avant d'investir et le dessaisissement est total.
Heidrick et Keddie	2000	Faire la recension des "meilleures pratiques" en matière de CR aux É.U.	Les « bonnes pratiques » en matière de financement par CR sont reliées aux initiatives suivantes : le programme SBIC, les incitatifs fiscaux, les gains réalisés sur des projets, l'exemption d'impôt pour des titres financiers publics et la loi pour la diminution des charges fiscales des contribuables en 1997.
Snee	2000	Évaluer la pertinence d'un fonds de développement d'entreprises au Pays de Galles.	L'auteur montre qu'en l'absence d'un secteur privé, le fonds de développement est justifié pour améliorer l'allocation des ressources.
Bascha et Walz	2001	Étudier les différences de comportement et les mécanismes de contrôle utilisés par les SCR selon les différents types de fonds.	Les SCR privées tendent à exiger un rendement plus élevé que les SCR publiques. Les SCR privées ont tendance à se refinancer par des fonds à durée

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			déterminée (" <i>closed-end</i> "). L'importance (en nombre et en qualité) des acteurs publics en Allemagne est l'une des causes de l'utilisation peu fréquente des titres convertibles et de la domination des partenariats «silencieux» (" <i>silent partnerships</i> ") comme instruments financiers. L'utilisation des titres convertibles dépend de la sévérité des problèmes d'agence.
Clendenning & Associates	2001	Présenter les éléments reliés au financement par actions des PME canadiennes tels le capital de risque, le PAPÉ et les placements subséquents de titres, afin de diriger les recherches futures d'Industrie Canada dans ce domaine.	L'analyse révèle que les questions touchant le capital de risque, les PAPÉ et les appels subséquents à l'épargne sont importantes pour le développement des PME. La structure du marché du capital de risque au Canada, le comportement et l'expertise en gestion des investisseurs canadiens en CR, la participation des investisseurs institutionnels du Canada, le régime fiscal, et l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain sont autant de facteurs qui peuvent compromettre la compétitivité des PME canadiennes.
Cumming	2001	Déterminer les facteurs qui affectent la taille du portefeuille (d'entreprises) de la SCR.	Les déterminants de la taille du portefeuille d'entreprises d'une SCR sont : les caractéristiques des fonds de CR (type de fonds, durée de vie du fonds, la possibilité de levée de fonds), les caractéristiques des entreprises financées (stades de développement, technologie utilisée) et la nature des transactions financières (rondes de financement (" <i>staging</i> "), syndication, structure du capital).
Fulghieri et Sevilir	2001	Développer un modèle de la forme organisationnelle et des activités d'innovation lorsque l'intégration, le financement par CR et les alliances stratégiques sont déterminés d'une façon endogène en réponse aux pressions causées par la «course à la R-D» et aux contraintes financières.	Les auteurs exposent les conditions selon lesquelles chacune des formes organisationnelles émerge (intégrées, non intégrées, alliances, indépendance, capital de risque corporatif).
Klausner et Litvak	2001	Faire une synthèse des clauses trouvées dans les contrats de financement utilisés par les SCR et des ententes entre les associés-investisseurs ("partners") dans les sociétés en nom collectif spécialisées dans le CR (" <i>limited partnerships</i> ").	Les auteurs procèdent à la synthèse.
Maula	2001	Étudier les valeurs ajoutées des entreprises financées par des SCR non financières (" <i>corporate venture</i> ") aux entreprises financées et les facteurs déterminant ces valeurs ajoutées.	L'acquisition des ressources, l'acquisition de la connaissance et la réputation de la SCR sont les 3 moyens de créer de la valeur auprès des entreprises qui profitent du financement par CR. Par ailleurs, le bénéfice qu'on peut retirer de la réputation de la SCR dépend de l'intensité de la relation entre cette dernière et l'entreprise financée.
Randjelovic	2001	Étudier la relation entre le CR et les entreprises en démarrage oeuvrant dans la protection de l'environnement.	Les SCR oeuvrant dans le secteur de l'environnement sont plus fragiles financièrement que les SCR «normales». Il y a toutefois un grand potentiel pour le développement de l'environnement par le biais du CR.
Robin	2001	Déterminer l'importance des actifs «alternatifs» (" <i>alternative assets</i> ") et les intervenants impliqués dans ce marché.	Les fonds de pension publics sont les plus grands participants dans le marché des investissements «alternatifs». Les investisseurs institutionnels placent dans ces actifs afin d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des investissements traditionnels.
Van Osnabrugge et Robinson	2001	Étudier l'influence de la provenance des fonds sur la structure et les stratégies des SCR.	Les auteurs soulignent que les SCR «captives» et les SCR «indépendantes» ont des comportements différents et une organisation différente, et que cela

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			peut affecter leur performance et même leur survie.
Armour	2002	Évaluer l'impact de la loi sur le CR au Royaume-Uni (du côté de l'offre et de la demande).	Les lois (réglementation sur les fonds de pension, sur les flux de capitaux entre les pays, les règles pour l'entrée en bourse, les formes organisationnelles de SCR, etc.) peuvent faciliter (ou entraver) le développement du CR.
Cumming (d)	2002	Examiner les moyens de financement utilisés par les SCR au Canada.	L'auteur observe que les actions privilégiées sont peu utilisées au Canada alors qu'elles sont la forme la plus utilisée aux É.U., et il y a eu des changements quant à la composition des outils de financement au Canada. Le type de SCR et le type d'entreprise ne semblent pas expliquer ces différences entre le Canada et les É.U. Quant au changement des formes de financement observé au Canada, des différences dans les problèmes d'agence seraient un facteur explicatif.
Gompers	2002	Étudier la structure, l'évolution et la performance du financement en CR par des entreprises non financières.	Les investissements en CR des entreprises non financières (" <i>corporate venture capital</i> ") se concentrent souvent dans une industrie particulière. De plus, les investissements provenant des entreprises non financières connaissent plus de succès que les investissements réalisés par les SCR indépendantes. Il semble que les grandes entreprises non financières ont beaucoup appris des «meilleures pratiques» du secteur du CR indépendant.
Manigart, Baeyens et Van Hyfte	2002	Étudier le taux de survie des entreprises belges financées par CR après le dessaisissement de la SCR.	Les entreprises financées par CR ne démontrent pas une plus grande probabilité de survie que les entreprises non financées par CR. Cependant, les entreprises financées par les 2 organismes gouvernementaux spécialisés en CR les plus anciennes ont une plus forte probabilité de survie que celles financées par les autres organismes gouvernementaux.
Mayer, Schoors et Yafeh	2002	Comparer les sources de financement et les activités d'investissement des fonds de CR en Allemagne, Israël, Japon et R.-U. Les sources de fonds diffèrent entre les pays selon le type de marché, ce qui affectent le type d'investissement.	Les différences d'investissement sont reliées à la provenance des sommes pour constituer les SCR : les SCR financées par des banques et des fonds de pension investissent plus dans les stades avancés que les SCR financées par des particuliers ou des entreprises. Différentes tendances sont observées selon les pays (Allemagne, Israël, Japon et Royaume-Uni).
Meggison	2002	Voir l'évolution du marché de capital de risque et en particulier si le marché se dirige vers une globalisation ou une segmentation de son industrie.	Les principaux marchés nationaux en Europe et aux É.U. vont continuer d'être segmentés et le capital de risque sera encore plus important dans les pays où le système juridique est basé sur la "common law" que ceux basés sur le droit civil.
Urbas	2002	Décrire les programmes pour encourager les activités de CR dans quelques pays (Canada, Inde, Japon, État de New York, Singapour, Taiwan, Royaume-Uni).	L'auteur note des différences au niveau des problèmes rencontrés et de l'efficacité des programmes.
Wang, Wang et Lu	2002	Examiner les différences d'investissements entre les SCR dites «indépendantes» et celles reliées aux institutions financières, toutes cotées à la bourse de Singapour.	Les auteurs notent des différences quant aux mécanismes de gestion interne et de la formation des employés des SCR. Les différences soulevées quant aux investissements se résument : à la préférence du secteur industriel, à la durée des investissements, au nombre de membres sur le conseil d'administration, à la syndication, à la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse et aux rendements à long terme. Les auteurs concluent que les SCR indépendantes génèrent plus de

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			valeur.
1.4 L'adéquation entre l'offre et la demande de CR			
Berger et Udell	1994	Déterminer les raisons expliquant pourquoi les banques américaines ont délaissé les emprunts en faveur du financement par fonds propres vers la fin des années 90.	La réglementation, la taille des banques, les changements dans le risque et des effets macro-économiques sont les explications possibles de la modification du financement par emprunts vers le financement par fonds propres .
Engineer	1994	Commentaire sur l'article de Berger et Udell (1994) quant aux motivations des banques américaines à délaissé les emprunts en faveur du financement par fonds propres vers la fin des années 90.	Critique au niveau de la méthodologie et des résultats obtenus.
Shirley	1994	Comparer le financement par dette au financement par fonds propres (" <i>equity capital</i> ") et examiner l'influence des incitatifs fiscaux.	Le financement par dettes est préférable et permettrait d'atteindre l'objectif voulu qui est de mettre à la disposition des PME du capital pour financer leur expansion .
Marion	1995	Étudier le comportement financier des nouvelles entreprises technologiques et innovantes compte tenu des spécificités de leurs actifs.	Les dépenses en actifs intangibles des entreprises technologiques et innovantes devraient être d'abord financées par l'autofinancement, et le solde devrait être comblé par les capitaux propres externes. Pour attirer des investisseurs, ces entreprises doivent bâtir leur réputation et inspirer confiance .
Fox	1996	Évaluer le programme de l'US Agency for International Development sur les investissements en fonds propres.	Le programme devrait être abandonné pour différentes raisons, dont le faible taux de succès des projets .
Gompers et Lerner	1996	Examiner les clauses contractuelles dans les ententes de partenariats des SCR.	Les clauses utilisées sont très différentes et hétérogènes. L'utilisation de clauses dépend de l'équilibre entre l'offre et la demande de CR, et l' intensité des problèmes d'agence .
Gompers	1998	Examiner les tendances récentes dans le marché du capital de risque.	Les SCR mobilisent de plus en plus des sommes d'argent importantes, ce qui se traduit par des fonds d'investissement plus gros. Cette forte mobilisation provoque une pression accrue pour trouver des investissements rentables. Étant donné les montants disponibles, des projets à des stades avancés ou internationaux sont préconisés .
Gompers et Lerner	1998	Examiner les déterminants (les facteurs macro-économiques, réglementaires ou de performance) de l'offre de capital de risque (" <i>fundraising</i> ").	Une augmentation dans la demande de CR, une diminution des impôts sur les gains en capital, un assouplissement de la réglementation sur les fonds de pension, une hausse des dépenses en R-D tant de la part des industries que du milieu académique, la performance et la réputation du fonds ont tous un impact positif sur les engagements à des nouveaux fonds de CR.
Gompers et Lerner (a)	1998	Examiner l'effet positif des entrées de capitaux dans l'industrie du CR sur les évaluations.	Les auteurs concluent que les sommes engagées sont reliées positivement à l'évaluation des nouveaux investissements. Cette relation tient même si le modèle considère des mesures additionnelles de contrôle sur les entreprises financées et la performance du marché boursier. Le succès de ces investissements ne semble pas expliquer cette relation .
Baygan et Freudenberg	2000	Comparer les activités en capital de risque entre les pays membres de l'OCDE en tenant compte des flux internationaux de CR.	Les flux internationaux de capitaux améliorent l'efficacité du marché de CR au plan international, mais ils réduisent l'importance des facteurs de l'offre au profit de ceux de la demande. Ainsi, la créativité, l'innovation, la prise de risque et l'esprit d'entrepreneuriat peuvent attirer des fonds peu importe leur provenance. Les investissements en

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Infometrics Ltd.	2000	Présenter l'évolution du marché du capital de risque en Nouvelle-Zélande.	capital de risque sont en moyenne plus faibles lorsque les obstacles à l'entrepreneuriat sont élevés. Le marché du CR en Nouvelle-Zélande est encore relativement jeune, mais en croissance. De plus, il tend à se segmenter.
Suarez	2000	Examiner l'influence des marchés boursiers sur la création d'entreprises.	Les coûts élevés d'accès aux marchés financiers découragent les PME (dû à la forte asymétrie d'information), mais la supervision d'un mentor (l'influence des SCR) permet de retarder l'introduction en bourse jusqu'au moment où les problèmes seront moins sévères. Cependant, vu que l'offre de capital est fixe, ceci force les SCR à introduire rapidement les PME à la bourse afin de récupérer leurs fonds et de les redistribuer vers de nouveaux projets. Malgré tout, il y a un effet bénéfique sur l'innovation et la création d'entreprises
Ciendenning & Associates	2001	Présenter les éléments reliés au financement par actions des PME canadiennes tels le capital de risque, le PAPÉ et les placements subséquents de titres, afin de diriger les recherches futures d'Industrie Canada dans ce domaine.	L'analyse révèle que les questions touchant le capital de risque, les PAPÉ et les appels subséquents à l'épargne sont importantes pour le développement des PME. La structure du marché du capital de risque au Canada, le comportement et l'expertise en gestion des investisseurs canadiens en CR, la participation des investisseurs institutionnels du Canada, le régime fiscal, et l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain sont autant de facteurs qui peuvent compromettre la compétitivité des PME canadiennes.
Hyytinen et Pajarinen	2001	Comparer les systèmes financiers des pays nordiques.	Plusieurs ressemblances ont été notées entre les pays nordiques. De plus, le capital de risque dans ces pays manque encore de maturité lorsqu'il est comparé à ce qui se passe dans les autres pays européens.
Kanniainen et Keuschnigg	2001	Évaluer l'impact de la rareté des ressources managériales sur le succès des entreprises en démarrage et l'importance des formes d'aide des SCR.	Le portefeuille optimal d'une SCR dépend, dans un premier temps, positivement du nombre d'entreprises disponibles dans le marché. Cette hausse de la taille des portefeuilles des SCR est accompagnée d'une baisse de la qualité des services offerts auprès de ces entreprises et d'un taux de faillite élevé de celles-ci. À long terme, l'offre de capital de risque augmente, causée par les rendements ex ante attrayants, et le nombre d'entreprises financées par CR diminue, ce qui permet de spécialiser leurs portefeuilles, d'améliorer leur implication auprès des entreprises et ainsi de réduire leur taux de faillite.
Keuschnigg et Nielsen	2001	Évaluer théoriquement l'impact des politiques du gouvernement sur les investissements en CR.	Parmi les trois politiques gouvernementales suivantes : augmenter les investissements dans la formation en entrepreneuriat, subventionner les équipements et subventionner la production, seuls les services efficaces ("cost effective government services") améliorent la richesse du pays, alors que les trois mesures influencent positivement l'entrepreneuriat.
Lindstrom et Olofsson	2001	Analyser l'accès au financement des entreprises technologiques en phase initiale de développement et les aides des investisseurs.	Non seulement les SCR participent au financement mais elles offrent de l'aide de diverses natures. Il s'avère que les entreprises de haute technologie et à forte croissance font face à un problème de financement plus grand que dans le cas des autres

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Tacis	2001	Présenter la situation du CR en Russie.	entreprises. L'incertitude et l'émergence du marché justifient ces problèmes. En fait, ce sont les entreprises visant surtout la croissance qui sont les plus favorisées par les SCR et les anges financiers. La majorité des sommes investies dans les fonds de CR en Russie vient directement de l'étranger. De plus, il y a un manque de CR pour les industries de haute technologie. Le gouvernement essaie de mettre en place des mesures visant à favoriser la demande ainsi que l'offre en CR.
Triantis	2001	Présenter les particularités et les déterminants des contrats en matière de capital de risque.	Le caractère distinctif du capital de risque est sa grande utilisation des titres financiers convertibles. Selon l'auteur, un modèle basé sur les asymétries d'information est incomplet pour expliquer les formes de contrats.
Armour	2002	Évaluer l'impact de la loi sur le CR au Royaume-Uni (du côté de l'offre et de la demande).	Les lois (réglementation sur les fonds de pension, sur les flux de capitaux entre les pays, les règles pour l'entrée en bourse, les formes organisationnelles de SCR, etc.) peuvent faciliter (ou entraver) le développement du CR.
Balboa et Marti	2002	Analyser les facteurs qui influencent l'offre et la demande de financement par actions (incluant le CR) au niveau de 16 pays européens.	Les facteurs économiques considérés sont la taille du marché domestique, l'accessibilité au marché financier pour les entreprises en croissance, les règlements sur l'imposition des gains en capital et le climat social. Les auteurs ont trouvé que la taille du marché domestique (montant investi lors de l'année précédente) et l'accessibilité au marché financier pour les entreprises en croissance ont des impacts significatifs sur les montants collectés.
Brush, Carter, Greene, Hart et Gatewood	2002	Analyser le rôle des femmes sur l'offre et la demande de CR.	Un cadre d'analyse est proposé pour expliquer les rôles que peuvent jouer les femmes au niveau de l'offre et de la demande de CR.
Clendenning & Associates	2002	Présenter le profil de financement des PME canadiennes (incluant le financement par le capital de risque).	Les PME canadiennes ont accès à plusieurs sources de CR. Seulement 2 % des PME questionnées ont toutefois cherché à obtenir du financement par actions en 2001. Le montant total des investissements en CR est encore élevé en 2001, même s'il y a eu une diminution par rapport à l'année précédente. Les faits saillants de l'année 2001 sont : les investisseurs étrangers ont joué un rôle essentiel puisqu'ils ont participé au tiers des investissements annuels totaux de CR, plus de la moitié des sommes a été investie dans des entreprises à un stade initial de leur croissance, les entreprises du secteur des technologies d'information continuent d'attirer une part importante du CR et le nombre de premier appel public à l'épargne (PAPE) a connu une diminution par rapport à l'année précédente.
Equinox Management Consultants Ltd.	2002	Procéder à une recension de la littérature afin d'identifier les imperfections, les anomalies et les échecs potentiels du marché des capitaux.	Des lacunes existent aussi bien pour le financement par dettes que pour le financement par capitaux propres. En matière de capital de risque, l'offre semble être suffisante. Toutefois, les fonds mobilisés par personne sont très faibles par rapport à la moyenne des pays industrialisés. Par ailleurs, il est difficile de mobiliser des capitaux à partir des marchés publics (PAPE).
Gromb et Scharfstein	2002	Comparer les moyens de financement entre les nouvelles entreprises ("entrepreneurship") et celles issues d'entreprises établies ("intrapreneurship").	Un modèle théorique est développé et les conditions qui supportent chacun des types d'entreprises ("entrepreneurship" et "intrapreneurship") sont exposées.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Harding	2002	Étudier le rôle de la politique gouvernementale en vue d'aider les entreprises innovantes et à forte croissance.	L'auteur soutient que les politiques visant à stimuler la demande de CR sont plus efficaces pour surmonter les asymétries d'information présentes dans le marché du CR que celles stimulant l'offre.
Inderst et Müller	2002	Étudier la relation entre les contrats optimaux de CR et la structure du marché.	Les droits et les pouvoirs des SCR et des entreprises financées par ces dernières dépendent de la structure du marché. La performance et la probabilité de réussite des entreprises financées par CR dépendent ainsi de l'offre et de la demande en capital de risque.
Lerner	2002	Comprendre les implications de l'effondrement des activités de capital de risque sur l'innovation.	Les programmes gouvernementaux et les politiques les plus efficaces sont ceux qui se concentrent sur l'amélioration à long terme des marchés privés plutôt que ceux qui essaient simplement d'offrir des fonds à court terme.
Mayer, Schoors et Yafeh	2002	Comparer les sources de financement et les activités d'investissement des fonds de CR en Allemagne, Israël, Japon et R.-U. Les sources de fonds diffèrent entre les pays selon le type de marché, ce qui affectent le type d'investissement.	Les différences d'investissement sont reliées à la provenance des sommes pour constituer les SCR : les SCR financées par des banques et des fonds de pension investissent plus dans les stades avancés que les SCR financées par des particuliers ou des entreprises. Différentes tendances sont observées selon les pays (Allemagne, Israël, Japon et Royaume-Uni).
McGlue	2002	Définir les objectifs et les champs d'intervention des gouvernements, le niveau de risque accepté et les instruments à utiliser en vue de la promotion du CR.	L'étude conclut que le CR n'est pas toujours la forme de financement la plus appropriée pour toutes les petites entreprises. Le CR en Europe devrait être complété par d'autres formes de financement.
St-Pierre, Beaudoin et Desmarais	2002	Étudier les différentes sources de financement disponibles aux PME canadiennes selon divers aspects tels que l'accès, les difficultés encourues lors de la prospection de financement et la satisfaction face aux services obtenus.	Concernant le financement par capitaux propres, le rapport souligne qu'une bonne partie des entrepreneurs refuse de partager le contrôle de leur entreprise, ce qui explique pourquoi ce financement est peu sollicité au Canada. De même, les entrepreneurs canadiens s'intéressent peu au financement public. Ce sont plutôt les jeunes entrepreneurs (moins de 40 ans) qui sont plus susceptibles de solliciter des capitaux propres que les autres.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Thème 2 : Le fonctionnement du marché du capital de risque : décision de financement, mesure de risque, aspects contractuels

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
2.1 Les critères d'investissement et le processus décisionnel des SCR			
Bogle et Reuber	1992	Identifier les problèmes potentiels d'obtention du financement par CR des entreprises du secteur de la biotechnologie.	Les auteurs concluent que les SCR préfèrent surtout financer des entreprises ayant atteint des stades avancés. Les SCR oeuvrant dans le secteur de la biotechnologie accordent beaucoup d'importance à l'expérience et aux qualités personnelles de l'entrepreneur, et recherchent une équipe de gestion compétente. Il semble que les entreprises de biotechnologie manquent encore de ces compétences au Canada.
Fausnaugh et Hofer	1993	Déduire la représentation conceptuelle et les critères de décision utilisés par une SCR grâce à des techniques de mise en correspondance cognitive (" <i>cognitive mapping techniques</i> ").	L'étude révèle que 6 sources d'information sont utilisées par les SCR pour évaluer les entreprises. Parmi ces 6 sources, les 4 qui servent à caractériser l'entrepreneur sont : le plan d'affaires, la première rencontre de la SCR avec l'entrepreneur et son équipe, les entrevues avec les tierces personnes et les interactions avec l'équipe de gestion. De ces entrevues, 7 catégories de concepts représentant les caractéristiques de l'entrepreneur se dégagent.
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes : Est ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Carter et Van Auken	1994	Étudier l'importance du stade de développement (de l'entreprise financée) pour les investisseurs potentiels et son lien avec les critères d'évaluation des projets.	Les SCR ont une préférence particulière quant au stade de développement des entreprises à financer. Les SCR qui investissent dans les stades de développement initiaux se soucient plus de la liquidité de leur placement que de la gestion des risques. Elles exercent plus de contrôle sur l'entreprise financée, sont plus susceptibles de remplacer le dirigeant de l'entreprise et favorisent davantage le dessaisissement via un PAPÉ.
Fried et Hisrich	1994	Développer un modèle de processus de décision d'investissement des SCR.	Les auteurs concluent à un modèle de décision d'investissement des SCR à 6 étapes qui sont : la provenance des demandes (" <i>originating</i> "), la sélection spécifique, la sélection générique, la 1ère phase d'évaluation, la 2ème phase d'évaluation et la conclusion de l'entente.
Knight	1994	Analyser les critères utilisés par les SCR au Canada et les comparer à ceux utilisés ailleurs, notamment aux É.U.	Les critères utilisés par les SCR au Canada sont similaires à ceux utilisés aux É.U.. Par contre, les investissements en haute technologie ne sont pas aussi favorisés au Canada qu'aux É.U., et la haute technologie est même considérée comme un critère négatif dans plusieurs régions du Canada.
Korsan	1994	Modéliser la prise de décision d'un investissement par le modèle Mathematica en CR selon le niveau d'aversion au risque.	La théorie de l'utilité jumelée au logiciel Mathematica permettent de prendre de meilleures décisions.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Mull	1994	Déterminer les raisons qui expliquent pourquoi des SCR et des PME privées, caractérisées par un fort potentiel de croissance interagissent, déterminer la nature des gains que chaque groupe obtient à travers cette association, le profil des entreprises qui reçoivent du financement par CR et les mécanismes utilisés dans ce processus de financement.	Les entreprises financées par CR démontrent un taux de croissance élevé, plus grand que prévu et supérieur à celui des entreprises non financées par CR. Une faible valeur des actifs tangibles, une plus faible rentabilité et une durée d'existence plus courte sont les autres déterminants significatifs pour l'obtention du financement. L'utilisation des actions privilégiées convertibles est reliée positivement à un risque croissant de l'entreprise : les entreprises financées par CR utilisent plus ces titres que les entreprises non financées par CR.
Jain et Kini	1995	Déterminer les valeurs ajoutées du financement par CR en comparant la performance au moment du PAPÉ des entreprises financées par CR à celle des entreprises non financées par CR.	Les entreprises financées par une SCR démontrent une performance opérationnelle plus élevée que celle des entreprises non financées par CR. Le marché évalue positivement les influences des SCR car le prix à l'émission des entreprises financées par CR est supérieur à celui des entreprises non financées par CR. La qualité de la supervision ("monitoring") des SCR est reliée positivement à la performance opérationnelle après l'introduction en bourse.
Murray	1996	Déterminer les conditions de succès des entreprises financées par les SCR.	Les principaux traits communs des entreprises qui ont réussi sont reliés à la compétence et aux antécédents exceptionnels de l'entrepreneur, et à la position compétitive de leur produit dans un marché en croissance.
Wright et Robbie	1996	Comprendre le comportement en contexte de décision d'investissement des SCR afin de se prémunir contre les problèmes potentiels de sélection adverse.	Les principaux résultats sont : les SCR utilisent beaucoup d'information comptable mais aussi de l'information non comptable, il y a des différences quant à l'évaluation et elles dépendent de la forme juridique de la SCR et des stades de développement, les techniques utilisées par rapport aux analyses d'investissement diffèrent aussi.
Amit, Brander et Zott	1997	Décrire et analyser l'industrie du CR au Canada.	Les SCR constituent un segment spécialisé du marché financier qui s'occupe principalement des nouvelles entreprises privées. Elles mettent l'accent surtout sur les industries ayant atteint un stade de développement entrepreneurial plus avancé. On note par ailleurs une prédominance des rachats par les initiés plutôt que des PAPÉ. L'asymétrie d'information est l'une des causes majeures de cette situation.
Best	1997	Décrire l'industrie du CR au Canada.	Au Canada, les fonds des travailleurs, les fonds gouvernementaux et les fonds des entreprises non-financières jouent un rôle important. Près de la moitié des sommes investies en CR est placée dans des fonds gouvernementaux. Contrairement à ce qui se passe aux É.U., il y a très peu de financement dédié aux entreprises en démarrage. Les SCR canadiennes accordent moins de priorité à la haute technologie que les É.U.
Gardella	1997	Étudier les 6 aspects du processus de sélection et de structuration des investissements.	Pour réussir, un investissement en CR requiert des SCR expérimentées et proactives, disciplinées mais assez flexibles et ayant des ressources en capital suffisantes.
Robin	1997	Identifier les facteurs que les investisseurs doivent prendre en compte pour bien gérer un portefeuille d'investissements en capital de risque.	Les investisseurs doivent tenir compte des 3 facteurs suivants pour bien gérer un portefeuille d'investissement en CR : la diversification, la répartition temporelle ("timing") des rendements et le capital investi par rapport au capital redistribué.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Schilit	1997	Définir le capital de risque et son utilisation, et étudier l'impact du CR sur l'entreprise financée et sur l'économie dans son ensemble.	Les SCR ne s'impliquent pas uniquement au niveau du financement. Elles permettent de catalyser l'entrepreneuriat qui est responsable de la croissance économique.
Parker et Parker	1998	Décrire la structure et l'évolution de l'industrie du CR aux É.U. et spécialement dans le Sud-Est du pays.	La croissance du CR dans le Sud-Est des É.U. a été favorisée par le développement économique de la région, par des politiques gouvernementales favorables à l'investissement en CR et par l'émergence des nouvelles SCR. On prévoit que le CR sera de plus en plus utile pour l'émergence de nouvelles industries et technologies dans la région.
Bliss	1999	Présenter le processus de prise de décision des SCR polonaises.	Plusieurs critères de décision utilisés par les SCR polonaises diffèrent de ceux utilisés par les SCR dans les pays industrialisés.
Feeney, Haines Jr. et Riding	1999	Analyser les critères de rejet ou d'acceptation des investisseurs privés.	Les critères de décision des investisseurs privés reposent sur l'ensemble de l'occasion d'affaires ainsi que sur les dirigeants de l'entreprise.
Gompers et Lerner	1999	Informers sur les différentes dimensions du CR et prévoir l'avenir de ce type de financement.	L'offre de capital de risque va probablement continuer d'augmenter. En fait, l'industrie du CR semble être cyclique. Les innovations technologiques ainsi que le développement des agglomérations régionales sont parmi les déterminants majeurs de l'offre de CR aux É.U. Plusieurs aspects restent à découvrir. Il sera intéressant de voir jusqu'à quel point le modèle de CR américain peut s'appliquer et réussir à travers le monde.
Landry	1999	Proposer une méthode d'évaluation des investissements potentiels et identifier les investissements attractifs.	Les investissements en capital de risque doivent respecter les critères d'investissement et satisfaire la stratégie de portefeuille des investisseurs individuels.
Murray	1999	Étudier l'importance du marché en CR qui finance les entreprises en démarrage.	La part du CR destinée aux entreprises en démarrage reste encore très faible. En fait, ce sont les petites SCR qui investissent dans les stades initiaux de développement.
Shepherd et Zacharakis	1999	Démontrer les possibilités de l'analyse conjointe dans la prise de décision des investissements des SCR.	Les auteurs démontrent comment cette approche peut aider à comprendre le processus décisionnel des SCR.
Smart	1999	Examiner les méthodes utilisées par les SCR pour évaluer le capital humain de l'entreprise à financer.	Le modèle proposé explique 70% de la variance de l'exactitude des évaluations du capital humain.
Anand et Galetovic	2000	Étudier la séquence du financement des activités de R-D dans un environnement où les droits de propriété sur les connaissances peuvent être définis.	Quand les droits de propriété peuvent être fortement respectés, la recherche est toujours financée par le CR. Autrement, le modèle prédit que les projets peuvent être financés soit par CR ou par des entreprises, ou tout simplement les projets demeurent sans financement. Si la compétition est forte, les projets ont de fortes chances de trouver du financement.
Doran et Bannock	2000	Étudier l'importance des fonds de CR qui se spécialisent dans une région déterminée.	Les auteurs concluent que les fonds de CR spécialisés dans une région peuvent être une occasion additionnelle d'investissement rentable pour les fonds du secteur public.
Duffresne	2000	Déterminer l'influence des SCR sur le développement organisationnel des PME.	La principale hypothèse de la recherche, à l'effet que l'intervention de la SCR stimule le développement organisationnel des PME, est partiellement confirmée. Le manque de représentativité de l'échantillon et les variables agrégées utilisées peuvent expliquer les faibles résultats obtenus.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Ferjani	2000	Développer et valider un modèle de processus de décision des SCR québécoises, et déterminer l'influence de la structure de propriété des SCR sur le processus de décision d'investissement.	L'auteur identifie 5 phases dans le processus d'investissement (l'origine des projets, la sélection, l'évaluation, la structuration, les activités post-investissement). Le modèle proposé explique globalement la réalité des SCR. Finalement, l'auteur remarque que la structure de propriété des SCR n'a pas d'impact considérable sur le processus décisionnel utilisé.
Ferjani, Mathieu et Beaudoin	2000	Déterminer l'influence de la structure de propriété sur le processus décisionnel de 3 SCR québécoises.	Les 5 étapes retenues dans le processus décisionnel sont : l'origine de la demande de financement, la sélection, l'évaluation, la structuration et les activités post-investissement. Les différences notées entre les SCR sont expliquées par leur mission (et par conséquent, par leurs critères d'investissement). Cependant, peu importe leur mission, les 3 SCR analysées utilisent les actions ordinaires comme instrument de financement, évaluent la qualité de l'équipe managériale avant d'investir et le dessaisissement est total.
Heidrick et Keddie	2000	Faire la recension des "meilleures pratiques" en matière de CR aux É.U.	Les « bonnes pratiques » en matière de financement par CR sont reliées aux initiatives suivantes : le programme SBIC, les incitatifs fiscaux, les gains réalisés sur des projets, l'exemption d'impôt pour des titres financiers publics et la loi pour la diminution des charges fiscales des contribuables en 1997.
Infometrics Ltd.	2000	Présenter l'évolution du marché du capital de risque en Nouvelle-Zélande.	Le marché du CR en Nouvelle-Zélande est encore relativement jeune, mais en croissance. De plus, il tend à se segmenter.
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises.
Manigart, Waele, Wright, Robbie, Desbrières, Sapienza et Beckman	2000	Analyser les différentes approches et informations utilisées au niveau de l'évaluation ("valuation").	Les résultats de l'étude montrent des différences sur l'information utilisée pour les méthodes de pré-évaluation et d'évaluation par les SCR venant de 5 pays différents. La réputation et les contacts sont plus importants dans les économies basées sur les réseaux (France, Belgique) que dans les économies basées sur le marché (Royaume-Uni, ÉU).
Van Osnabrugge	2000	Comparer le processus de décision des SCR (marché formel) à celui des anges financiers (marché informel).	Dans l'objectif de réduire les problèmes d'agence à toutes les étapes du financement, les anges financiers adoptent l'approche des « contrats incomplets » alors que les SCR ont recours à l'approche « principal-agent ».
Brush, Carter, Gatewood, Greene et Hart	2001	Examiner les relations entre le CR et les entreprises gérées par des femmes.	Les auteurs établissent un portrait des entreprises gérées par des femmes qui ont obtenu du CR. Une comparaison entre ces entreprises et celles gérées par des entrepreneurs masculins est aussi réalisée.
Clendenning & Associates	2001	Présenter les éléments reliés au financement par actions des PME canadiennes tels le capital de risque, le PAPÉ et les placements subséquents de titres, afin de diriger les recherches futures d'Industrie Canada dans ce domaine.	L'analyse révèle que les questions touchant le capital de risque, les PAPÉ et les appels subséquents à l'épargne sont importantes pour le développement des PME. La structure du marché du capital de risque au Canada, le comportement et l'expertise en gestion des investisseurs canadiens

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			en CR, la participation des investisseurs institutionnels du Canada, le régime fiscal, et l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain sont autant de facteurs qui peuvent compromettre la compétitivité des PME canadiennes.
Cumming	2001	Déterminer les facteurs qui affectent la taille du portefeuille (d'entreprises) de la SCR.	Les déterminants de la taille du portefeuille d'entreprises d'une SCR sont : les caractéristiques des fonds de CR (type de fonds, durée de vie du fonds, la possibilité de levée de fonds), les caractéristiques des entreprises financées (stades de développement, technologie utilisée) et la nature des transactions financières (rondes de financement (" <i>staging</i> "), syndication, structure du capital).
Cumming (a)	2001	Déterminer la forme des contrats optimaux en contexte de syndication des ententes entre les SCR.	L'auteur développe un modèle selon lequel, sous des conditions particulières, les premières SCR ("lead" ou "inside") utilisent des actions privilégiées et les autres SCR ("follow-on" ou "outside") utilisent de la dette convertible. Ce modèle est confirmé par un échantillon des compagnies canadiennes.
De Clercq, Goulet, Kumpulainen et Mäkelä	2001	Analyser les stratégies de portefeuille des SCR.	Les SCR ont tendance à se spécialiser dans une industrie donnée, à diversifier géographiquement leur portefeuille d'entreprises et à diversifier les investissements selon différents stades de croissance.
Erikson et Nerdrum	2001	Évaluer la capacité entrepreneuriale des dirigeants fondateurs des entreprises.	Les auteurs proposent un modèle d'analyse de la capacité entrepreneuriale (définie comme étant la capacité à identifier de nouvelles opportunités, de collecter et de coordonner des ressources rares) des dirigeants fondateurs.
Greene, Brush, Hart et Saporito	2001	Voir si le sexe de l'entrepreneur peut avoir une influence sur l'obtention de financement en CR.	Les résultats de l'étude suggèrent quelques éléments explicatifs du faible nombre d'entreprises dirigées par des femmes qui ont obtenu du CR.
Kaplan et Strömberg	2001	Comparer les contrats et les actions des principaux (les SCR) dans le monde réel à ce qui se passe dans la théorie sur les contrats de financement.	Les 3 moyens utilisés par les SCR pour mitiger les conflits d'agence, et qui sont aussi suggérés par la théorie, sont : une gestion minutieuse du contrat, une sélection pré-investissement et des activités de surveillance.
Meggison, Wang et Chua	2001	Étudier la force de signalisation des facteurs traditionnels et technologiques, et leur stabilité.	Les auteurs concluent que les facteurs traditionnels (par exemple, la sous-évaluation et la réputation des souscripteurs) ont plus de pouvoir de signalisation et sont plus stables, alors que les facteurs technologiques, comme le personnel en R-D, ont plus d'effets à long terme.
Moesel et Fiet	2001	Étudier le processus de décision des SCR investissant aux stades de démarrage.	Les SCR utilisent la représentation cognitive pour évaluer le risque de l'entreprise. Le processus est itératif jusqu'à ce qu'une interprétation stable soit obtenue.
Moesel, Fiet et Busenitz	2001	Étudier comment les SCR évaluent les risques des entreprises.	Le modèle de la représentation cognitive est expliqué et utilisé afin de comprendre comment les SCR évaluent le risque des nouvelles entreprises à fort potentiel de croissance.
Randjelovic	2001	Étudier la relation entre le CR et les entreprises en démarrage oeuvrant dans la protection de l'environnement.	Les SCR oeuvrant dans le secteur de l'environnement sont plus fragiles financièrement que les SCR «normales». Il y a toutefois un grand potentiel pour le développement de l'environnement par le biais du CR.
Tacis	2001	Présenter la situation du CR en Russie.	La majorité des sommes investies dans les fonds de CR en Russie vient directement de l'étranger. De plus, il y a un manque de CR pour les industries de haute technologie. Le gouvernement essaie de

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			mettre en place des mesures visant à favoriser la demande ainsi que l'offre en CR.
Axiss Australia	2002	Présenter la situation de l'industrie du CR en Australie.	Le capital de risque en Australie a connu une évolution constante pendant la période 1996-2000. La plupart des investissements ont été dirigés vers les secteurs du service, de la technologie d'information/logiciel et la santé/bioscience. On dénote par ailleurs une certaine volonté à favoriser les stades initiaux de développement.
Brander, Amit et Antweiler	2002	Modéliser et tester 2 raisons possibles de syndication : sélection des projets et compétence complémentaire en management.	Les investissements issus de syndication enregistrent des rendements plus élevés qu'en l'absence de syndication.
Callahan et Muegge	2002	Étudier l'influence du rôle des SCR dans le processus d'innovation.	Le CR peut favoriser d'innovation.
Dietz	2002	Analyser la segmentation du marché entre le CR et les banques.	Les projets risqués vont vers le capital de risque, alors que les projets peu risqués vont vers les banques.
Dix et Gandelman	2002	Présenter un modèle de choix entre conserver ses résultats de R-D «dans son laboratoire» versus démarrer une entreprise.	Les auteurs concluent qu'en contexte d'asymétrie d'information, les projets de «bonne qualité» sont financés par les SCR, alors que ceux de «moins bonne qualité» demeurent en laboratoire. Les auteurs identifient deux types de risque : le risque de qualité intrinsèque ("intrinsic quality risk") et le risque externe ("external shock risk"). Plus le risque de qualité intrinsèque d'un projet est élevé et plus la supervision est difficile, plus le projet est susceptible d'être financé à l'externe.
Douglas et Shepherd	2002	Étudier les différences de perception entre les investisseurs potentiels et l'entreprise quant au potentiel de financement d'un projet en Australie.	Les nouvelles entreprises sont souvent perçues comme étant mieux organisées au plan marketing et de la gestion, que sur le plan technologique. Par ailleurs, les investisseurs et les entrepreneurs perçoivent différemment le moment idéal d'implication ("readiness") de la SCR dans le projet (sur les plans technologique, marketing, management, tous domaines confondus).
Gompers	2002	Étudier la structure, l'évolution et la performance du financement en CR par des entreprises non financières.	Les investissements en CR des entreprises non financières ("corporate venture capital") se concentrent souvent dans une industrie particulière. De plus, les investissements provenant des entreprises non financières connaissent plus de succès que les investissements réalisés par les SCR indépendantes. Il semble que les grandes entreprises non financières ont beaucoup appris des «meilleures pratiques» du secteur du CR indépendant.
Hall	2002	Chercher une preuve de la présence d'un écart financier ("finance gap") dans le cas de la R-D.	L'auteur conclut que les projets de R-D sont confrontés à des coûts de financement très élevés qui sont partiellement mitigés par les SCR. Ainsi, le CR ne résout pas tous les problèmes, surtout dans les pays où les marchés des capitaux ne sont pas très développés. Les auteurs suggèrent que le gouvernement s'intéresse davantage au financement à la phase pré-démarrage.
Inderst et Müller	2002	Étudier la relation entre les contrats optimaux de CR et la structure du marché.	Les droits et les pouvoirs des SCR et des entreprises financées par ces dernières dépendent de la structure du marché. La performance et la probabilité de réussite des entreprises financées par CR dépendent ainsi de l'offre et de la demande en capital de risque.
Jones et Rhodes-Kropf	2002	Établir la relation entre le risque et le coût du capital sur le marché du capital de risque.	La compétition entre les SCR ne consiste pas à trouver les meilleurs projets mais à trouver le plus

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Kari	2002	Utiliser la méthode d'évaluation des options réelles ("real option valuation") en contexte de financement par CR et déterminer les conditions selon lesquelles cette approche devrait être utilisée.	de projets, étant donné que cela réduit le risque non systématique de la SCR. Les points principaux qui se dégagent de l'étude sont : le processus d'investissement en CR aboutit la plupart du temps à des évaluations imprécises, la méthode d'évaluation basée sur les options réelles ("real options valuation") ne doit être employée qu'à des endroits précis dans le processus d'investissement en CR et sous des conditions particulières, et la méthode n'est pas exempte d'erreur.
Lockett et Wright	2002	Présenter une vue d'ensemble du marché du CR en Asie et dans les pays qui longent le Pacifique.	Des différences sont trouvées au niveau des points suivants : le contexte de l'investissement en CR, la sélection, l'évaluation, l'aide, les valeurs ajoutées et les stratégies de sortie.
Lockett, Wright, Sapienza et Pruthi	2002	Comparer les approches utilisées pour l'évaluation et les sources d'information utilisées par les SCR des É.U., d'Hong Kong, de l'Inde et de Singapour.	Les résultats de l'étude montrent des différences significatives en ce qui a trait à l'évaluation des actifs, aux rendements avant intérêts et amortissements, aux sources d'information utilisées, à la vérification diligente ("due diligence"), aux informations sur les ventes et le produit ainsi que sur l'entrepreneur.
Mueller et Inderst	2002	Étudier l'influence du marché des capitaux sur la valeur des entreprises en démarrage.	L'offre de capital, le degré de compétition dans le marché des capitaux, les coûts d'entrée et la transparence de ces marchés sont des caractéristiques du marché des capitaux qui influencent les entreprises en démarrage. Les politiques gouvernementales (par exemple, l'impôt sur les gains en capital) qui peuvent influencer positivement le marché des capitaux ont aussi des impacts positifs sur les entreprises en démarrage. De plus, lorsque l'offre de capital est faible (élevée), les SCR ont plus (moins) tendance à sélectionner les projets.
Nuechterlein	2002	Étudier le rôle du financement sur les entreprises en démarrage aux ÉU, en Europe et en Asie.	Les É.U. offrent l'environnement le plus favorable pour les entreprises en démarrage par rapport aux autres pays dans le monde, alors que le Royaume-Uni surpasse les pays européens. En Asie, Taiwan a pu bénéficier d'une culture entrepreneuriale et un <u>secteur très dynamique des petites entreprises</u> .
Schwienbacher (b)	2002	Comparaison des comportements entre les SCR américaines et européennes.	La principale ressemblance entre les É.U. et l'Europe est au niveau de l'intensité de la supervision. Les différences importantes sont au niveau : de la durée avant la sortie (la vente est la plus utilisée ("trade sale") en Europe), de l'utilisation des titres convertibles, du remplacement du gestionnaire initial et de la syndication. Les principales causes de ces différences sont la faible liquidité des marchés financiers européens et le fait que la vente est moins risquée pour les jeunes SCR.
Ueda	2002	Modéliser le choix de financement de la part de l'entrepreneur : les banques ou le CR.	La crainte de l'entrepreneur de se faire voler son projet par la SCR et le fait que les SCR peuvent mieux évaluer l'entreprise influencent le choix de financement. L'auteur suggère qu'une meilleure protection de la propriété intellectuelle peut favoriser l'industrie du CR.
Vinig et De Haan	2002	Analyser le processus de sélection sur la base du plan d'affaires aux É.U. et au Pays Bas.	Les auteurs présentent et comparent les différents critères utilisés par les SCR américaines et celles des Pays Bas.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Chemmanur et Chen	2003	Modéliser le choix de l'entrepreneur entre les anges financiers et les SCR.	Le choix dépend de 4 facteurs : lequel entre les anges financiers et les SCR peut générer le plus de valeur, l'asymétrie de l'information, les coûts de la recherche d'information et les efforts de l'entrepreneur. Le modèle à l'équilibre contient plusieurs rondes de financement, les contrats impliquant les anges financiers diffèrent de ceux impliquant les SCR, et les projets financés par les anges financiers diffèrent de ceux financés par les SCR.
2.2 L'évaluation des risques (identification, estimation et mitigation)			
Carter et Van Auken	1994	Étudier l'importance du stade de développement (de l'entreprise financée) pour les investisseurs potentiels et son lien avec les critères d'évaluation des projets.	Les SCR ont une préférence particulière quant au stade de développement des entreprises à financer. Les SCR qui investissent dans les stades de développement initiaux se soucient plus de la liquidité de leur placement que de la gestion des risques. Elles exercent plus de contrôle sur l'entreprise financée, sont plus susceptibles de remplacer le dirigeant de l'entreprise et favorisent davantage le dessaisissement via un PAPÉ .
Fiet	1995	Comparer les stratégies utilisées par les SCR pour se prémunir contre les risques à celles utilisées par les anges financiers.	Les anges financiers sont plus soucieux du potentiel du risque d'agence que de celui du marché, alors que c'est le contraire pour les SCR. Ceci s'explique par le fait que les SCR se sont déjà prémunies contre le risque d'agence avec des contrats. Cette différence dans les approches constitue une segmentation du marché du CR .
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises.
Moesel et Fiet	2001	Étudier le processus de décision des SCR investissant aux stades de démarrage.	Les SCR utilisent la représentation cognitive pour évaluer le risque de l'entreprise. Le processus est itératif jusqu'à ce qu'une interprétation stable soit obtenue.
Moesel, Fiet et Busenitz	2001	Étudier comment les SCR évaluent les risques des entreprises.	Le modèle de la représentation cognitive est expliqué et utilisé afin de comprendre comment les SCR évaluent le risque des nouvelles entreprises à fort potentiel de croissance.
Dix et Gandelman	2002	Présenter un modèle de choix entre conserver ses résultats de R-D «dans son laboratoire» versus démarrer une entreprise.	Les auteurs concluent qu'en contexte d'asymétrie d'information, les projets de «bonne qualité» sont financés par les SCR, alors que ceux de «moins bonne qualité» demeurent en laboratoire. Les auteurs identifient deux types de risque : le risque de qualité intrinsèque ("intrinsic quality risk") et le risque externe ("external shock risk"). Plus le risque de qualité intrinsèque d'un projet est élevé et plus la supervision est difficile, plus le projet est susceptible d'être financé à l'externe.
Jones et Rhodes-Kropf	2002	Établir la relation entre le risque et le coût du capital sur le marché du capital de risque.	La compétition entre les SCR ne consiste pas à trouver les meilleurs projets mais à trouver le plus de projets, étant donné que cela réduit le risque non systématique de la SCR.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
2.3 Les aspects contractuels en CR et leurs répercussions sur les PME			
Crocker et Reynolds	1993	Vérifier la pertinence d'un contrat laissé volontairement incomplet.	Les auteurs démontrent qu'il est souvent plus efficace de laisser les contrats de financement «incomplets». Ce type de contrat permet de minimiser les divers coûts liés aux contrats rigides advenant des modifications contractuelles.
Norton et Tenenbaum	1993	H1: Les actions privilégiées sont les instruments de financement les plus utilisés en matière de CR. H2: Les petites SCR et les SCR spécialisées (c'est-à-dire moins diversifiées) opéreront davantage pour une mise en commun des fonds (principe de syndication).	Les deux hypothèses sont confirmées : les actions privilégiées sont les instruments de financement les plus utilisés en matière de CR et les SCR plus petites et moins diversifiées utilisent davantage les mises en commun des capitaux propres.
Admati et Pfleiderer	1994	Examiner le rôle des SCR pour régler les problèmes d'agence.	Les auteurs suggèrent que le contrat optimal pour régler les problèmes d'agence est de type «à fraction fixe». Ce dernier équivaut au principe de co-assurance dont le but est de responsabiliser les 2 parties impliquées.
Barney, Busenitz, Fiet et Moesel	1994	Déterminer les facteurs qui influencent le contrat d'alliance et la relation entre les SCR et les dirigeants.	Les contrats limitant les comportements opportunistes (managérial et compétitif) sont utilisés quand il y a des obstacles à la surveillance et quand les rendements des nouvelles entreprises en démarrage sont élevés.
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tourment autour des questions suivantes : Est ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Mull	1994	Déterminer les raisons qui expliquent pourquoi des SCR et des PME privées, caractérisées par un fort potentiel de croissance interagissent, déterminer la nature des gains que chaque groupe obtient à travers cette association, le profil des entreprises qui reçoivent du financement par CR et les mécanismes utilisés dans ce processus de financement.	Les entreprises financées par CR démontrent un taux de croissance élevé, plus grand que prévu et supérieur à celui des entreprises non financées par CR. Une faible valeur des actifs tangibles, une plus faible rentabilité et une durée d'existence plus courte sont les autres déterminants significatifs pour l'obtention du financement. L'utilisation des actions privilégiées convertibles est reliée positivement à un risque croissant de l'entreprise : les entreprises financées par CR utilisent plus ces titres que les entreprises non financées par CR.
Trester	1994	Analyser l'impact de l'asymétrie d'information sur le contrat de financement.	En contexte d'asymétrie d'information, le financement par dettes est impossible et seul le financement par actions privilégiées est possible. Une étude empirique confirme ces résultats : le financement par actions privilégiées est utilisé lors des premiers stades de développement (où l'asymétrie d'information est très élevée) et le financement par dettes est utilisé lors des stades plus avancés (où l'asymétrie d'information est faible).
Norton	1995	Étudier comment la SCR peut se prémunir contre le problème d'agence à travers le processus de décision de financement.	L'auteur souligne que la théorie d'agence peut expliquer les pratiques utilisées tout au long des étapes du processus de financement qui sont : trouver des fonds, sélectionner les projets,

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			structurer les termes d'investissement, superviser l'investissement et planifier la sortie.
Bergemann et Hege	1998	Présenter un modèle dynamique afin d'examiner les méthodes utilisées par les SCR pour régler les problèmes d'agence.	Le contrat optimal est un contrat «à responsabilité partagée» où la part de chacun varie dans le temps et selon le risque encouru. Des mécanismes de surveillance (" <i>monitoring</i> ") et de remplacements occasionnels du dirigeant améliorent l'efficacité du contrat de financement.
Black et Gilson	1998	Comparaison de la vitalité de l'industrie du CR aux É.U. à d'autres pays.	La vitalité du CR dans des systèmes centrés sur les marchés boursiers (É.U.) est meilleure que celle dans un système centré sur les banques (Allemagne ou Japon). L'article présente les différentes raisons possibles d'une telle situation et modélise les contrats explicites et implicites entre les investisseurs et la SCR, et entre la SCR et l'entreprise.
Hellmann	1998	Étudier pourquoi et sous quelles conditions les entrepreneurs abandonnent volontairement le contrôle de leur entreprise.	Les entrepreneurs qui ont des contraintes d'argent peuvent abandonner le contrôle même si le changement dans la gestion donne lieu à une perte de bénéfice sur le plan personnel plus grande que le gain monétaire pour la compagnie.
Marx	1998	Trouver la structure de contrat optimal en contexte de capital de risque.	Le modèle proposé par l'auteur démontre que les contrats combinant à la fois le financement par dettes et le financement par fonds propres sont plus efficaces que ceux utilisant uniquement le financement par dettes ou par fonds propres.
Reid	1999	Vérifier la pertinence de la théorie de l'agence pour le financement des petites entreprises.	Les résultats de l'étude confirment la pertinence du modèle principal-agent pour expliquer le financement par CR des petites entreprises matures au Royaume-Uni. Par ailleurs, le terme perçu le plus important dans le contrat est la structure du capital.
Bascha	2000	Expliquer pourquoi les SCR utilisent différentes formes de financement.	L'auteur présente les conditions théoriques selon lesquelles différentes combinaisons de financement sont utilisées.
Cornelli et Yosha	2000	Examiner les avantages du financement par étape et de la dette convertible.	Le rang prioritaire au plan juridique favorise le financement par dette convertible comme mécanisme de protection contre les comportements non optimaux à court terme de l'entrepreneur.
Kaplan et Strömberg	2000	Comparer les caractéristiques des contrats dans la pratique à ce qui est prévu dans les études académiques.	Les caractéristiques des contrats de financement ressemblent à ce que les théories sur le contrôle et la sélection prédisent. Les contrats réels et les théories s'accordent sur les caractéristiques suivantes : (1) les titres convertibles sont les instruments financiers les plus utilisés, (2) les droits de vote, les droits sur les flux monétaires, le contrôle des rondes de financement et autres droits sont fréquemment conditionnels à des mesures de performances financière et non financière, (3) la SCR obtient le plein contrôle si la compagnie ne performe pas, et (4) souvent, les SCR incluent des provisions pour se prévaloir d'un problème de "hold-up" potentiel avec l'entreprise et l'investisseur.
Repullo et Suarez	2000	Expliquer l'impact du risque moral sur la forme des contrats de financement et sur des contributions de l'entrepreneur et de la SCR.	Les titres financiers convertibles sont souvent les plus utilisés puisqu'ils sont bien adaptés à l'environnement caractérisé par des financements par étape et au problème de risque moral quant aux efforts de l'entrepreneur et de la SCR.
Tykova (b)	2000	Étudier les contrats de financement du point de vue des économistes.	Les contrats influencent le comportement des SCR et des entrepreneurs. Les clauses principales de ces contrats sont la supervision intensive, la procédure d'évaluation, l'implication active de la

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			SCR, des rondes de financement, le choix des moyens de financement tels que les titres convertibles, la syndication et la période d'investissement.
Bascha	2001	Expliquer pourquoi les SCR utilisent du financement convertible ou des combinaisons de financement par actions et options sur les actions.	Le financement par titres convertibles permet une meilleure divulgation des informations ("incentive compatible venture capital contracts") de chacun des participants qu'une combinaison dette et fonds propres.
Bascha et Walz	2001	Étudier les différences de comportement et les mécanismes de contrôle utilisés par les SCR selon les différents types de fonds.	Les SCR privées tendent à exiger un rendement plus élevé que les SCR publiques. Les SCR privées ont tendance à se refinancer par des fonds à durée déterminée ("closed-end"). L'importance (en nombre et en qualité) des acteurs publics en Allemagne est l'une des causes de l'utilisation peu fréquente des titres convertibles et de la domination des partenariats «silencieux» ("silent partnerships") comme instruments financiers. L'utilisation des titres convertibles dépend de la sévérité des problèmes d'agence.
Garmaise	2001	Construire un modèle de financement de la PME selon lequel l'investisseur externe a plus d'expertise dans l'évaluation de projets que l'entrepreneur.	Les auteurs démontrent que les deux parties se limitent à de la dette et des options sur actions ("junior equity call option"), où la préférence est les options sur actions.
Hellmann	2001	Trouver des explications sur l'utilisation des titres convertibles.	La principale caractéristique des titres convertibles est de créer différents droits sur les flux monétaires en contexte de PAPÉ et d'acquisitions. L'article explique comment les titres convertibles offrent un compromis optimal entre le besoin de distribuer des flux monétaires aux SCR et le désir de réaliser une sortie efficace.
Kaplan et Strömberg	2001	Comparer les contrats et les actions des principaux (les SCR) dans le monde réel à ce qui se passe dans la théorie sur les contrats de financement.	Les 3 moyens utilisés par les SCR pour mitiger les conflits d'agence, et qui sont aussi suggérés par la théorie, sont : une gestion minutieuse du contrat, une sélection pré-investissement et des activités de surveillance.
Klausner et Litvak	2001	Faire une synthèse des clauses trouvées dans les contrats de financement utilisés par les SCR et des ententes entre les associés-investisseurs ("partners") dans les sociétés en nom collectif spécialisées dans le CR ("limited partnerships").	Les auteurs procèdent à la synthèse.
Schmidt	2001	Justifier l'utilisation des titres convertibles dans les contrats de financement.	Un financement par des titres convertibles est plus efficace et permet une meilleure répartition des flux monétaires qu'un financement combinant dettes et actions ordinaires.
Smith	2001	Analyser les clauses contractuelles afin de voir comment les conflits quant à la stratégie de sortie peuvent être résolus.	Les auteurs concluent que les parties négocient leur contrat afin de laisser assez de liberté à l'entrepreneur au début et d'accentuer la menace de sortie à mesure que le temps s'écoule.
Triantis	2001	Présenter les particularités et les déterminants des contrats en matière de capital de risque.	Le caractère distinctif du capital de risque est sa grande utilisation des titres financiers convertibles. Selon l'auteur, un modèle basé sur les asymétries d'information est incomplet pour expliquer les formes de contrats.
Wasserman	2001	Étudier la première fois que le fondateur se défait du contrôle (première génération).	Les rondes de financement sont une des causes importantes du départ des fondateurs.
Whincop	2001	Analyser sur une base théorique la régie d'entreprise des PME dans la recherche de financement.	L'auteur conclut que le contrat négocié entre la SCR et l'entrepreneur est «mis sur la tablette» et une ambiance de coopération est d'abord privilégiée. Si des problèmes surviennent, le contrat jouera un rôle plus important.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Ayayi	2002	Déterminer la structure de capital d'un entrepreneur en présence d'une SCR au tout début du projet ("venture") lorsque le contrat financier doit se négocier en contexte de sélection adverse.	L'auteur montre que les fonds propres permettent à la SCR de créer le plus de valeur ex ante, d'anticiper des profits élevés et d'augmenter considérablement la richesse sociale. Le financement par emprunt n'est pas optimal dans ce modèle. Ces résultats sont confirmés par l'expérience canadienne.
Bergemann et Hege	2002	Expliquer le financement par CR dans un environnement multi-période où la durée et le montant des investissements sont inconnus.	Le modèle permet d'expliquer pourquoi les rondes de financement sont optimales et pourquoi les montants investis sont de plus en plus importants. Une approche de «benchmarking» permet l'atteinte de l'excellence à chaque ronde et réduit les coûts d'agence. D'autres conflits et leurs résolutions sont explorés.
Bigus (a)	2002	Analyser le problème de la qualité de l'information ("risque moral") dans une décision de financement par CR.	Le contrôle demandé par l'investisseur externe (la SCR) dépend de la qualité et des habiletés de l'entrepreneur. Une qualité supérieure sera associée à un plus grand contrôle de l'investisseur qui veut profiter de la situation. Pour mitiger cette expropriation du contrôle, des instruments financiers (dette unique ou une combinaison d'outils de financement est préférable à du capital actions uniquement) et la syndication peuvent être utilisés.
Bigus (b)	2002	Expliquer pourquoi le financement par étapes (rondes de financement) favorise les comportements opportunistes de la part de l'entrepreneur.	La solution pour empêcher ou réduire un comportement opportuniste est un partage des coûts. Ceci peut se faire par un financement par actions ("residual claims") dont les revenus dépendent de la performance des étapes précédentes.
Bratton	2002	Examiner les aspects contractuels en CR, notamment quant à la possibilité de remplacer les gestionnaires et de la protection du contrat proprement dit.	Les ententes contractuelles ont évolué et se sont améliorées, mais elles sont toujours incomplètes et imparfaites. L'auteur souligne que certains de ces contrats occasionnent des préjudices aux entrepreneurs.
Casamatta	2002	Analyser les efforts conjoints de l'entrepreneur et d'un consultant pour améliorer la productivité d'un investissement.	Le financement est endogène au modèle et l'apparition des SCR est la solution à ce problème de «gestion des efforts». Si le montant à financer est faible, le capital-actions est un moyen optimal de financement, autrement un financement par dette convertible est préférable.
Cestone	2002	Développer un modèle d'allocation des droits sur les flux monétaires et le contrôle dans les contrats de financement.	L'auteur conclut que l'entrepreneur devrait garder le contrôle lorsque l'instrument de financement est très risqué.
Cornelius et Cooper	2002	Utiliser la théorie des jeux afin d'examiner la relation entre les clauses contractuelles dans les ententes de CR à chacune des étapes d'investissement et les influences des deux parties dans le choix de ces clauses.	Les résultats de leur modèle ont été testés. L'article conclut que les préférences des parties impliquées ne se sont pas transformées dans les clauses, ce qui vient naturellement en contradiction avec les prévisions du modèle. Une analyse plus en profondeur est faite.
Cumming (c)	2002	Analyser la considération pratique des problèmes de sélection adverse auprès d'investissements en CR.	Les contrats de financement révèlent des informations quant à la nature de l'incertitude à laquelle font face les SCR.
Cumming (b)	2002	Analyser les contrats et les stratégies de sortie dans le marché européen	Les contrats financiers sont très hétérogènes quant aux droits sur les flux monétaires et sur le contrôle. La stratégie de sortie et les rendements réalisés par la SCR dépendent de ces droits et des caractéristiques des entreprises.
Cumming et MacIntosh (b)	2002	Modéliser la durée des investissements en CR selon les types d'entrepreneur afin de réduire les asymétries informationnelles entre la SCR et les nouveaux acquéreurs, et de maximiser les gains	Les auteurs concluent que la durée est influencée par le stade de développement de l'entreprise, le capital disponible dans l'industrie et si la stratégie de sortie a été planifiée en cas d'offre non sollicitée.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		en capital.	Ces résultats s'appliquent autant aux É.U. qu'au Canada.
DeMarzo et Fishman	2002	Déterminer les conditions optimales d'obtention d'un contrat.	Un contrat optimal à long terme entre l'entrepreneur et les investisseurs peut être produit par une combinaison de contrats de dettes conventionnelles à long terme où les paiements aux investisseurs sont faits à des intervalles réguliers. Même si la rentabilité de l'investissement considéré est indépendante de celle de l'investissement précédent, le contrat optimal nécessite plus d'investissements si les flux monétaires historiques sont élevés.
Gilson et Schizer	2002	Examiner l'influence de la loi de l'impôt sur la structure du CR (caractérisée surtout par l'utilisation des titres convertibles).	L'utilisation des titres convertibles en contexte de rémunération des efforts de gestion permet un report des impôts. L'avantage de cette «subvention», contrairement aux autres formes du subvention, est qu'elle permet de "contourner la bureaucratie".
Hart	2002	Étudier comment la structure de capital d'une entreprise peut évoluer.	L'article présente l'importance du contrôle même au tout début de la vie de l'entreprise.
Houben	2002	Présenter des explications de la forte utilisation des actions privilégiées convertibles et rachetables.	Le partage des droits sur les flux monétaires et le contrôle sont les arguments en faveur de cet instrument de financement. De plus, il permet une divulgation efficace de l'information et un effort optimal des deux parties.
Hsu	2002	Analyser les rondes de financement selon une approche des titres contingents ("contingent claims").	Selon cette approche, les rondes de financement offrent à la SCR un moyen de mitiger les risques d'agence, particulièrement celui d'avoir un comportement trop conservateur de la part de l'entrepreneur. Les rondes de financement semblent être plus utilisées lorsque la croissance du marché est faible, lorsque les montants d'investissements augmentent d'une ronde à l'autre, ou lorsque l'entreprise financée est jeune.
Inderst et Müller	2002	Étudier la relation entre les contrats optimaux de CR et la structure du marché.	Les droits et les pouvoirs des SCR et des entreprises financées par ces dernières dépendent de la structure du marché. La performance et la probabilité de réussite des entreprises financées par CR dépendent ainsi de l'offre et de la demande en capital de risque.
Kaplan et Strömberg	2002	Analyser les investissements faits par des SCR.	Les principaux résultats sont : plus les risques internes et externes sont élevés, plus la SCR a des droits élevés sur le contrôle et les flux monétaires, les activités de supervision et la forme de l'aide sont définies dans le contrat, la complexité de l'entreprise influence la rémunération (plus c'est complexe, plus la rémunération sera fixe).
Manigart, Korsgaard, Folger, Sapienza et Baeyens	2002	Étudier l'impact de la confiance sur les contrats de CR.	La confiance a un impact sur les types de contrats désirés par les entrepreneurs, mais pas ceux désirés par les SCR. La confiance et le contrôle ont des rôles complémentaires si les problèmes d'agence sont importants. Si les problèmes d'agence sont peu importants, ils sont des substituts.
Padilla	2002	Présenter le côté négatif du financement par CR.	L'auteur souligne que les SCR investissent dans des entreprises qui ont un grand besoin d'argent et ceci est fait à des prix très bas. De plus, il arrive souvent que les fondateurs sont congédiés et que le contrôle est dilué (effet "washout"). L'auteur considère l'environnement légal de ces situations étant donné que tout récemment, trois poursuites

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Robinson et Stuart	2002	Analyser des clauses contractuelles d'alliance stratégique.	judiciaires, réglées hors cour, ont été intentées par des entrepreneurs «lessivés». La forme de participation dans les alliances stratégiques ressemble à ce qui est préconisé par les SCR : actions privilégiées convertibles, place au conseil d'administration, bons de souscription et provisions anti-dilution.
Schwienbacher (a)	2002	Étudier le choix des différentes stratégies de sortie (principalement entre le PAPÉ et la vente ("trade sale")) des SCR pour un projet d'un produit innovant.	L'utilisation d'une combinaison optimale entre la dette et le financement par actions peut partiellement mitiger une manipulation de la part de l'entrepreneur pour faire en sorte que le PAPÉ soit la stratégie de sortie choisie.
Schwienbacher (b)	2002	Comparaison des comportements entre les SCR américaines et européennes.	La principale ressemblance entre les E.U. et l'Europe est au niveau de l'intensité de la supervision. Les différences importantes sont au niveau : de la durée avant la sortie (la vente est la plus utilisée ("trade sale") en Europe), de l'utilisation des titres convertibles, du remplacement du gestionnaire initial et de la syndication. Les principales causes de ces différences sont la faible liquidité des marchés financiers européens et le fait que la vente est moins risquée pour les jeunes SCR.
Van den Berghe et Levrau	2002	Examiner le rôle du CR dans la régie d'entreprise.	Les auteurs présentent différentes pratiques de régie d'entreprise et procèdent à une comparaison entre le secteur de la haute technologie et le secteur traditionnel.
Chemmanur et Chen	2003	Modéliser le choix de l'entrepreneur entre les anges financiers et les SCR.	Le choix dépend de 4 facteurs : lequel entre les anges financiers et les SCR peut générer le plus de valeur, l'asymétrie de l'information, les coûts de la recherche d'information et les efforts de l'entrepreneur. Le modèle à l'équilibre contient plusieurs rondes de financement, les contrats impliquant les anges financiers diffèrent de ceux impliquant les SCR, et les projets financés par les anges financiers diffèrent de ceux financés par les SCR.
Walz et Bascha	2003	Étudier la relation entre la stratégie de sortie et le type de contrat de financement.	Les auteurs démontrent, qu'en présence de titres convertibles, la stratégie de sortie peut être planifiée dans le contrat.
2.4 Les déterminants de l'implication des SCR dans les PME			
Rosenstein, Bruno, Bygrave et Taylor	1993	Évaluer les valeurs ajoutées créées par les SCR et leur influence sur le conseil d'administration de l'entreprise financée.	La taille du conseil d'administration augmente suite au premier investissement en capital de risque. Quand la SCR est classée parmi les 20 meilleures, il y a une plus grande représentativité de la SCR dans la composition du conseil d'administration. Les entrepreneurs perçoivent très positivement les avis provenant des 20 meilleures SCR. Les rôles créant une plus grande valeur sont : rôle de conseiller, rôle d'interface avec les investisseurs, surveillance des performances opérationnelle et financière, recrutement ou remplacement du directeur général et aide en cas de crise à court terme. L'aide a une plus grande valeur pour les entreprises se trouvant au stade de démarrage que pour celles se trouvant à des stades plus avancés.
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes :

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			Est ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Sapienza et Gupta	1994	Examiner l'impact des risques d'agence et de l'incertitude dans l'accomplissement des tâches (" <i>task uncertainty</i> ") sur la relation SCR-entrepreneur.	La fréquence des interactions dépend du niveau de convergence des objectifs des 2 parties, du niveau d'expérience de l'entrepreneur, du stade de développement de l'entreprise et de son degré d'innovation technique.
Gompers	1995	Évaluer l'influence des asymétries d'information selon le stade de développement et le niveau technologique des investissements.	Il y a une augmentation des coûts d'agence lorsqu'il y a moins d'actifs tangibles, une possibilité de croissance supérieure et que les actifs deviennent plus spécialisés. Les SCR concentrent leurs investissements dans les compagnies de haute technologie et au stade initial de développement, où les asymétries d'information sont au maximum. Une diminution du pourcentage des actifs tangibles dans l'industrie, un plus grand ratio { <i>valeur au marché/valeur au livre</i> } et une plus grande intensité des activités de R-D donnent lieu à une plus grande surveillance de la part des SCR. Les SCR collectent périodiquement des informations et gardent l'option de cesser le financement si le projet a peu de chance de déboucher sur un PAPÉ.
Lerner (a)	1995	Déterminer les facteurs influençant la présence de la SCR sur le conseil d'administration de l'entreprise.	La représentativité de la SCR au conseil d'administration augmente au même moment où il y a des changements d'administrateurs. La distance physique entre la PME et la SCR est un déterminant important de l'implication des SCR dans le conseil d'administration.
Sapienza, Manigart et Vermeir	1996	La forme d'implication de la SCR et l'importance de son engagement dans l'entreprise financée dépendent de l'incertitude, des problèmes d'agence potentiels, de l'expérience et des besoins de la PME	Les SCR perçoivent l'implication stratégique comme leur rôle le plus important. Cette implication se présente sous forme de conseils financiers et d'affaires. Les rôles interpersonnels suivent en importance.
Cable et Shane	1997	Étudier l'approche du «dilemme du prisonnier» dans la relation entre l'entrepreneur et la SCR.	L'approche du «dilemme du prisonnier» explique davantage la relation entre l'entrepreneur et la SCR que la théorie d'agence.
Sweeting et Wong	1997	Démontrer comment une SCR bien établie qui a connu des succès peut adopter une approche "hand-off".	Les approches "hand-off" peuvent être couronnées de succès. La confiance mutuelle est un des éléments les plus vitaux pour le succès d'une relation "hand-off" et cela requiert une consolidation de la relation.
Reid	1999	Vérifier la pertinence de la théorie de l'agence pour le financement des petites entreprises.	Les résultats de l'étude confirment la pertinence du modèle principal-agent pour expliquer le financement par CR des petites entreprises matures au Royaume-Uni. Par ailleurs, le terme perçu le plus important dans le contrat est la structure du capital.
Kaplan et Strömberg	2000	Comparer les caractéristiques des contrats dans la pratique à ce qui est prévu dans les études académiques.	Les caractéristiques des contrats de financement ressemblent à ce que les théories sur le contrôle et la sélection prédisent. Les contrats réels et les théories s'accordent sur les caractéristiques suivantes : (1) les titres convertibles sont les instruments financiers les plus utilisés, (2) les droits de vote, les droits sur les flux monétaires, le contrôle des rondes de financement et autres droits

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			sont fréquemment conditionnels à des mesures de performances financière et non financière, (3) la SCR obtient le plein contrôle si la compagnie ne performe pas, et (4) souvent, les SCR incluent des provisions pour se prévaloir d'un problème de "hold-up" potentiel avec l'entreprise et l'investisseur.
Barry	2001	Étudier les causes de la valeur ajoutée des SCR et les déterminants de la performance de ce type de financement.	Les SCR ajoutent de la valeur à l'entreprise financée. De plus, la performance de ce type de financement est risquée et dépend de la variabilité des rendements entre les types d'investissements, de l'étape d'investissement, du montant investi et de la détection du moment propice ("market timing"). La diversification de portefeuille peut influencer ces rendements.
Kannianen et Keuschnigg	2001	Évaluer l'impact de la rareté des ressources managériales sur le succès des entreprises en démarrage et l'importance des formes d'aide des SCR.	Le portefeuille optimal d'une SCR dépend, dans un premier temps, positivement du nombre d'entreprises disponibles dans le marché. Cette hausse de la taille des portefeuilles des SCR est accompagnée d'une baisse de la qualité des services offerts auprès de ces entreprises et d'un taux de faillite élevé de celles-ci. À long terme, l'offre de capital de risque augmente, causée par les rendements ex ante attractifs, et le nombre d'entreprises financées par CR diminue, ce qui permet de spécialiser leurs portefeuilles, d'améliorer leur implication auprès des entreprises et ainsi de réduire leur taux de faillite.
Kaplan et Strömberg	2001	Comparer les contrats et les actions des principaux (les SCR) dans le monde réel à ce qui se passe dans la théorie sur les contrats de financement.	Les 3 moyens utilisés par les SCR pour mitiger les conflits d'agence, et qui sont aussi suggérés par la théorie, sont : une gestion minutieuse du contrat, une sélection pré-investissement et des activités de surveillance.
Maula	2001	Étudier les valeurs ajoutées des entreprises financées par des SCR non financières ("corporate venture") aux entreprises financées et les facteurs déterminant ces valeurs ajoutées.	L'acquisition des ressources, l'acquisition de la connaissance et la réputation de la SCR sont les 3 moyens de créer de la valeur auprès des entreprises qui profitent du financement par CR. Par ailleurs, le bénéfice qu'on peut retirer de la réputation de la SCR dépend de l'intensité de la relation entre cette dernière et l'entreprise financée.
Shepherd et Zacharakis	2001	Étudier l'importance de la confiance dans la relation entre la SCR et l'entreprise financée.	Une communication ouverte et fréquente permet d'établir une confiance entre les deux parties.
Cumming et MacIntosh (b)	2002	Modéliser la durée des investissements en CR selon les types d'entrepreneur afin de réduire les asymétries informationnelles entre la SCR et les nouveaux acquéreurs, et de maximiser les gains en capital.	Les auteurs concluent que la durée est influencée par le stade de développement de l'entreprise, le capital disponible dans l'industrie et si la stratégie de sortie a été planifiée en cas d'offre non sollicitée. Ces résultats s'appliquent autant aux É.U. qu'au Canada.
Dessein	2002	Modéliser le partage du contrôle comme un signal de préférence commune ("congruent preferences").	Le contrôle exercé par un investisseur externe (par exemple une SCR) augmente si l'entrepreneur est bien informé ou si l'information reçue par l'investisseur contient beaucoup de «bruit». Cette hausse de contrôle entraîne moins d'implication directe. Ces résultats théoriques confirment ce qui est observé dans les alliances en biotechnologie et dans les contrats de CR.
Kaplan et Strömberg	2002	Analyser les investissements faits par des SCR.	Les principaux résultats sont : plus les risques internes et externes sont élevés, plus la SCR a des droits élevés sur le contrôle et les flux monétaires, les activités de supervision et la forme de l'aide sont définies dans le contrat, la complexité de l'entreprise influence la rémunération (plus c'est complexe, plus

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			la rémunération sera fixe).
Lockett et Wright	2002	Présenter une vue d'ensemble du marché du CR en Asie et dans les pays qui longent le Pacifique.	Des différences sont trouvées au niveau des points suivants : le contexte de l'investissement en CR, la sélection, l'évaluation, l'aide, les valeurs ajoutées et les stratégies de sortie.
Manigart, Korsgaard, Folger, Sapienza et Baeyens	2002	Étudier l'impact de la confiance sur les contrats de CR.	La confiance a un impact sur les types de contrats désirés par les entrepreneurs, mais pas ceux désirés par les SCR. La confiance et le contrôle ont des rôles complémentaires si les problèmes d'agence sont importants. Si les problèmes d'agence sont peu importants, ils sont des substituts.
Bhide	2003	Analyser la décision d'investissement dans un environnement où l'information est incomplète.	Les investisseurs ayant un contrôle direct ont une plus grande tolérance à un environnement où l'information est incomplète que les investisseurs qui délèguent les activités de supervision. La tolérance est plus faible si la délégation du contrôle se fait par l'entremise d'une équipe de superviseurs.
2.5 Les mécanismes de contrôle (contrôle de l'investissement du point de vue de la SCR)			
Rosenstein, Bruno, Bygrave et Taylor	1993	Évaluer les valeurs ajoutées créées par les SCR et leur influence sur le conseil d'administration de l'entreprise financée.	La taille du conseil d'administration augmente suite au premier investissement en capital de risque. Quand la SCR est classée parmi les 20 meilleures, il y a une plus grande représentativité de la SCR dans la composition du conseil d'administration. Les entrepreneurs perçoivent très positivement les avis provenant des 20 meilleures SCR. Les rôles créant une plus grande valeur sont : rôle de conseiller, rôle d'interface avec les investisseurs, surveillance des performances opérationnelle et financière, recrutement ou remplacement du directeur général et aide en cas de crise à court terme. L'aide a une plus grande valeur pour les entreprises se trouvant au stade de démarrage que pour celles se trouvant à des stades plus avancés.
Barney, Busenitz, Fiet et Moesel	1994	Déterminer les facteurs qui influencent le contrat d'alliance et la relation entre les SCR et les dirigeants.	Les contrats limitant les comportements opportunistes (managérial et compétitif) sont utilisés quand il y a des obstacles à la surveillance et quand les rendements des nouvelles entreprises en démarrage sont élevés.
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes : Est-ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Carter et Van Auken	1994	Étudier l'importance du stade de développement (de l'entreprise financée) pour les investisseurs potentiels et son lien avec les critères d'évaluation des projets.	Les SCR ont une préférence particulière quant au stade de développement des entreprises à financer. Les SCR qui investissent dans les stades de développement initiaux se soucient plus de la liquidité de leur placement que de la gestion des risques. Elles exercent plus de contrôle sur l'entreprise financée, sont plus susceptibles de remplacer le dirigeant de l'entreprise et favorisent

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			davantage le dessaisissement via un PAPÉ.
Lerner (b)	1994	Étudier les causes de la syndication des investissements en CR.	Au cours des premières rondes de financement, les SCR bien établies cherchent à se syndiquer entre elles. C'est dans les rondes ultérieures que les SCR moins réputées sont intégrées. Quand les SCR bien établies s'impliquent dans les rondes ultérieures, c'est que les entreprises vont souvent bien.
Sahlman	1994	Examiner les procédures de régie d'entreprise adoptées par les SCR.	L'auteur décrit les principaux aspects du CR qui sont : l'engagement du capital, le taux de rendement élevé et l'existence d'une certaine rémunération des SCR. Pour promouvoir la relation entre la SCR et l'entrepreneur, on utilise souvent les actions privilégiées convertibles. Les fonds de CR sont par ailleurs organisés en sociétés en nom collectif à durée de vie limitée ("limited partnership").
Fiet	1995	Comparer les stratégies utilisées par les SCR pour se prémunir contre les risques à celles utilisées par les anges financiers.	Les anges financiers sont plus soucieux du potentiel du risque d'agence que de celui du marché, alors que c'est le contraire pour les SCR. Ceci s'explique par le fait que les SCR se sont déjà prémunies contre le risque d'agence avec des contrats. Cette différence dans les approches constitue une segmentation du marché du CR.
Jain et Kini	1995	Déterminer les valeurs ajoutées du financement par CR en comparant la performance au moment du PAPÉ des entreprises financées par CR à celle des entreprises non financées par CR.	Les entreprises financées par une SCR démontrent une performance opérationnelle plus élevée que celle des entreprises non financées par CR. Le marché évalue positivement les influences des SCR car le prix à l'émission des entreprises financées par CR est supérieur à celui des entreprises non financées par CR. La qualité de la supervision ("monitoring") des SCR est reliée positivement à la performance opérationnelle après l'introduction en bourse.
Norton	1995	Étudier comment la SCR peut se prémunir contre le problème d'agence à travers le processus de décision de financement.	L'auteur souligne que la théorie d'agence peut expliquer les pratiques utilisées tout au long des étapes du processus de financement qui sont : trouver des fonds, sélectionner les projets, structurer les termes d'investissement, superviser l'investissement et planifier la sortie.
Sapienza et Korsgaard	1996	Voir l'importance de la théorie de la «justice procédurale» sur la relation entrepreneur-investisseur et sur l'impact de la gestion des flux d'information générés par l'entrepreneur sous la forme de rétroaction.	Les auteurs concluent quant à l'importance de la rétroaction dans le temps afin de promouvoir des relations positives entre les investisseurs et les entrepreneurs, et à l'utilité de la théorie de la «justice procédurale» comme cadre d'analyse pour la compréhension des relations inter-organisationnelles des nouvelles entreprises.
Sweeting et Wong	1997	Démontrer comment une SCR bien établie qui a connu des succès peut adopter une approche "hand-off".	Les approches "hand-off" peuvent être couronnées de succès. La confiance mutuelle est un des éléments les plus vitaux pour le succès d'une relation "hand-off" et cela requiert une consolidation de la relation.
Bergemann et Hege	1998	Présenter un modèle dynamique afin d'examiner les méthodes utilisées par les SCR pour régler les problèmes d'agence.	Le contrat optimal est un contrat «à responsabilité partagée» où la part de chacun varie dans le temps et selon le risque encouru. Des mécanismes de surveillance (" <i>monitoring</i> ") et de remplacements occasionnels du dirigeant améliorent l'efficacité du contrat de financement.
Hellmann	1998	Étudier pourquoi et sous quelles conditions les entrepreneurs abandonnent volontairement le contrôle de leur entreprise.	Les entrepreneurs qui ont des contraintes d'argent peuvent abandonner le contrôle même si le changement dans la gestion donne lieu à une perte de bénéfice sur le plan personnel plus grande que le

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			gain monétaire pour la compagnie.
Marx	1998	Trouver la structure de contrat optimal en contexte de capital de risque.	Le modèle proposé par l'auteur démontre que les contrats combinant à la fois le financement par dettes et le financement par fonds propres sont plus efficaces que ceux utilisant uniquement le financement par dettes ou par fonds propres.
Lockett et Wright	1999	Déterminer les causes de la syndication des SCR.	Les résultats de l'étude indiquent que les SCR se syndicalisent surtout pour des besoins de mitigation de risque que de partage d'information ou de gestion des investissements.
Smith	1999	Étudier la relation entre la SCR et l'entrepreneur selon l'approche d'une équipe de travail ("team production").	La notion de «travail en équipe» est représentée par : les rondes de financement et l'investissement nécessaire («au plus juste»).
Cornelli et Yosha	2000	Examiner les avantages du financement par étape et de la dette convertible.	Le rang prioritaire au plan juridique favorise le financement par dette convertible comme mécanisme de protection contre les comportements non optimaux à court terme de l'entrepreneur.
Kaplan et Strömberg	2000	Comparer les caractéristiques des contrats dans la pratique à ce qui est prévu dans les études académiques.	Les caractéristiques des contrats de financement ressemblent à ce que les théories sur le contrôle et la sélection prédisent. Les contrats réels et les théories s'accordent sur les caractéristiques suivantes : (1) les titres convertibles sont les instruments financiers les plus utilisés, (2) les droits de vote, les droits sur les flux monétaires, le contrôle des rondes de financement et autres droits sont fréquemment conditionnels à des mesures de performances financière et non financière, (3) la SCR obtient le plein contrôle si la compagnie ne performe pas, et (4) souvent, les SCR incluent des provisions pour se prévaloir d'un problème de "hold-up" potentiel avec l'entreprise et l'investisseur.
Repullo et Suarez	2000	Expliquer l'impact du risque moral sur la forme des contrats de financement et sur des contributions de l'entrepreneur et de la SCR.	Les titres financiers convertibles sont souvent les plus utilisés puisqu'ils sont bien adaptés à l'environnement caractérisé par des financements par étape et au problème de risque moral quant aux efforts de l'entrepreneur et de la SCR.
Upton et Petty	2000	Étudier le financement lors de la succession dans les entreprises familiales.	Les SCR sont intéressées au financement en contexte de succession (2e génération), sous la forme de dettes ou de titres financiers privilégiés assortis de garanties ou de privilèges de conversion. Dans leur évaluation, les SCR sont surtout intéressées aux qualifications des successeurs en plus du plan d'affaires.
Bascha et Walz	2001	Étudier les différences de comportement et les mécanismes de contrôle utilisés par les SCR selon les différents types de fonds.	Les SCR privées tendent à exiger un rendement plus élevé que les SCR publiques. Les SCR privées ont tendance à se refinancer par des fonds à durée déterminée ("closed-end"). L'importance (en nombre et en qualité) des acteurs publics en Allemagne est l'une des causes de l'utilisation peu fréquente des titres convertibles et de la domination des partenariats «silencieux» ("silent partnerships") comme instruments financiers. L'utilisation des titres convertibles dépend de la sévérité des problèmes d'agence.
Hellmann	2001	Trouver des explications sur l'utilisation des titres convertibles.	La principale caractéristique des titres convertibles est de créer différents droits sur les flux monétaires en contexte de PAPÉ et d'acquisitions. L'article explique comment les titres convertibles offrent un compromis optimal entre le besoin de distribuer des flux monétaires aux SCR et le désir de réaliser une

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			sortie efficace.
Kaplan et Strömberg	2001	Comparer les contrats et les actions des principaux (les SCR) dans le monde réel à ce qui se passe dans la théorie sur les contrats de financement.	Les 3 moyens utilisés par les SCR pour mitiger les conflits d'agence, et qui sont aussi suggérés par la théorie, sont : une gestion minutieuse du contrat, une sélection pré-investissement et des activités de surveillance.
Shepherd et Zacharakis	2001	Étudier l'importance de la confiance dans la relation entre la SCR et l'entreprise financée.	Une communication ouverte et fréquente permet d'établir une confiance entre les deux parties.
Triantis	2001	Présenter les particularités et les déterminants des contrats en matière de capital de risque.	Le caractère distinctif du capital de risque est sa grande utilisation des titres financiers convertibles. Selon l'auteur, un modèle basé sur les asymétries d'information est incomplet pour expliquer les formes de contrats.
Bergemann et Hege	2002	Expliquer le financement par CR dans un environnement multi-période où la durée et le montant des investissements sont inconnus.	Le modèle permet d'expliquer pourquoi les rondes de financement sont optimales et pourquoi les montants investis sont de plus en plus importants. Une approche de «benchmarking» permet l'atteinte de l'excellence à chaque ronde et réduit les coûts d'agence. D'autres conflits et leurs résolutions sont explorés.
Bigus (a)	2002	Analyser le problème de la qualité de l'information ("risque moral") dans une décision de financement par CR.	Le contrôle demandé par l'investisseur externe (la SCR) dépend de la qualité et des habiletés de l'entrepreneur. Une qualité supérieure sera associée à un plus grand contrôle de l'investisseur qui veut profiter de la situation. Pour mitiger cette expropriation du contrôle, des instruments financiers (dette unique ou une combinaison d'outils de financement est préférable à du capital actions uniquement) et la syndication peuvent être utilisés.
Bigus (b)	2002	Expliquer pourquoi le financement par étapes (rondes de financement) favorise les comportements opportunistes de la part de l'entrepreneur.	La solution pour empêcher ou réduire un comportement opportuniste est un partage des coûts. Ceci peut se faire par un financement par actions ("residual claims") dont les revenus dépendent de la performance des étapes précédentes.
Brander, Amit et Antweiler	2002	Modéliser et tester 2 raisons possibles de syndication : sélection des projets et compétence complémentaire en management.	Les investissements issus de syndication enregistrent des rendements plus élevés qu'en l'absence de syndication.
Dessein	2002	Modéliser le partage du contrôle comme un signal de préférence commune ("congruent preferences").	Le contrôle exercé par un investisseur externe (par exemple une SCR) augmente si l'entrepreneur est bien informé ou si l'information reçue par l'investisseur contient beaucoup de «bruit». Cette hausse de contrôle entraîne moins d'implication directe. Ces résultats théoriques confirment ce qui est observé dans les alliances en biotechnologie et dans les contrats de CR.
Houben	2002	Présenter des explications de la forte utilisation des actions privilégiées convertibles et rachetables.	Le partage des droits sur les flux monétaires et le contrôle sont les arguments en faveur de cet instrument de financement. De plus, il permet une divulgation efficace de l'information et un effort optimal des deux parties.
Hsu	2002	Analyser les rondes de financement selon une approche des titres contingents ("contingent claims").	Selon cette approche, les rondes de financement offrent à la SCR un moyen de mitiger les risques d'agence, particulièrement celui d'avoir un comportement trop conservateur de la part de l'entrepreneur. Les rondes de financement semblent être plus utilisées lorsque la croissance du marché est faible, lorsque les montants d'investissements augmentent d'une ronde à l'autre, ou lorsque l'entreprise financée est jeune.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Manigart, Korsgaard, Folger, Sapienza et Baeyens	2002	Étudier l'impact de la confiance sur les contrats de CR.	La confiance a un impact sur les types de contrats désirés par les entrepreneurs, mais pas ceux désirés par les SCR. La confiance et le contrôle ont des rôles complémentaires si les problèmes d'agence sont importants. Si les problèmes d'agence sont peu importants, ils sont des substituts.
Schwiebacher (a)	2002	Étudier le choix des différentes stratégies de sortie (principalement entre le PAPE et la vente ("trade sale") des SCR pour un projet d'un produit innovant.	L'utilisation d'une combinaison optimale entre la dette et le financement par actions peut partiellement mitiger une manipulation de la part de l'entrepreneur pour faire en sorte que le PAPE soit la stratégie de sortie choisie.
Schwiebacher (b)	2002	Comparaison des comportements entre les SCR américaines et européennes.	La principale ressemblance entre les E.U. et l'Europe est au niveau de l'intensité de la supervision. Les différences importantes sont au niveau : de la durée avant la sortie (la vente est la plus utilisée ("trade sale") en Europe), de l'utilisation des titres convertibles, du remplacement du gestionnaire initial et de la syndication. Les principales causes de ces différences sont la faible liquidité des marchés financiers européens et le fait que la vente est moins risquée pour les jeunes SCR.
Bhide	2003	Analyser la décision d'investissement dans un environnement où l'information est incomplète.	Les investisseurs ayant un contrôle direct ont une plus grande tolérance à un environnement où l'information est incomplète que les investisseurs qui délèguent les activités de supervision. La tolérance est plus faible si la délégation du contrôle se fait par l'entremise d'une équipe de superviseurs.
2.6 L'investissement dans une PME en tant que composante d'un portefeuille de titres financiers			
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes : Est-ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Gompers et Lerner	1999	Informers sur les différentes dimensions du CR et prévoir l'avenir de ce type de financement.	L'offre de capital de risque va probablement continuer d'augmenter. En fait, l'industrie du CR semble être cyclique. Les innovations technologiques ainsi que le développement des agglomérations régionales sont parmi les déterminants majeurs de l'offre de CR aux É.U. Plusieurs aspects restent à découvrir. Il sera intéressant de voir jusqu'à quel point le modèle de CR américain peut s'appliquer et réussir à travers le monde.
Landry	1999	Proposer une méthode d'évaluation des investissements potentiels et identifier les investissements attractifs.	Les investissements en capital de risque doivent respecter les critères d'investissement et satisfaire la stratégie de portefeuille des investisseurs individuels.
Kanniainen et Keuschnigg	2000	Évaluer (théoriquement) la taille optimale du portefeuille d'entreprises en démarrage d'une SCR.	Le portefeuille optimal d'une SCR dépend, dans un premier temps, positivement du nombre d'entreprises disponibles dans le marché. Cette

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			hausse de la taille des portefeuilles des SCR est accompagnée d'une baisse de la qualité des services offerts auprès de ces entreprises et d'un taux de faillite élevé de celles-ci. À long terme, l'offre de capital de risque augmente, causée par les rendements ex ante attrayants, et le nombre d'entreprises financées par CR diminue, ce qui permet de spécialiser leurs portefeuilles, d'améliorer leur implication auprès des entreprises et ainsi de réduire leur taux de faillite.
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises.
Barry	2001	Étudier les causes de la valeur ajoutée des SCR et les déterminants de la performance de ce type de financement.	Les SCR ajoutent de la valeur à l'entreprise financée. De plus, la performance de ce type de financement est risquée et dépend de la variabilité des rendements entre les types d'investissements, de l'étape d'investissement, du montant investi et de la détection du moment propice ("market timing"). La diversification de portefeuille peut influencer ces rendements.
Cumming	2001	Déterminer les facteurs qui affectent la taille du portefeuille (d'entreprises) de la SCR.	Les déterminants de la taille du portefeuille d'entreprises d'une SCR sont : les caractéristiques des fonds de CR (type de fonds, durée de vie du fonds, la possibilité de levée de fonds), les caractéristiques des entreprises financées (stades de développement, technologie utilisée) et la nature des transactions financières (rondes de financement ("staging"), syndication, structure du capital).
De Ciercq, Goulet, Kumpulainen et Mäkelä	2001	Analyser les stratégies de portefeuille des SCR.	Les SCR ont tendance à se spécialiser dans une industrie donnée, à diversifier géographiquement leur portefeuille d'entreprises et à diversifier les investissements selon différents stades de croissance.
Kerins, Smith et Smith	2001	Développer un modèle relié au coût du capital en contexte de CR.	Les auteurs utilisent le modèle d'évaluation des actifs financiers (MÉDAF ou "CAPM") et particulièrement le concept de diversification pour caractériser le risque des investissements en CR et par conséquent leur coût du capital. Leurs résultats sont par la suite testés sur un échantillon de nouvelles entreprises cotées en bourse provenant de 8 secteurs de la haute technologie.
Hellmann et Puri (b)	2002	Examiner les rôles des SCR sur les compagnies financées dans le secteur de l'Internet.	Les auteurs se questionnent sur trois éléments particuliers propres au secteur de l'Internet : Est-ce que le boom et le déclin de l'Internet sont vraiment plus prononcés que ceux d'avant ? Comment la structure compétitive de l'industrie du capital de risque a évolué durant la "bulle" Internet ? Est-ce que les SCR ont survécu mieux que les autres parties impliquées après le déclin dans l'Internet ?
Jones et Rhodes-Kropf	2002	Établir la relation entre le risque et le coût du capital sur le marché du capital de risque.	La compétition entre les SCR ne consiste pas à trouver les meilleurs projets mais à trouver le plus de projets, étant donné que cela réduit le risque non systématique de la SCR.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Kari	2002	Utiliser la méthode d'évaluation des options réelles ("real option valuation") en contexte de financement par CR et déterminer les conditions selon lesquelles cette approche devrait être utilisée.	Les points principaux qui se dégagent de l'étude sont : le processus d'investissement en CR aboutit la plupart du temps à des évaluations imprécises, la méthode d'évaluation basée sur les options réelles (" <i>real options valuation</i> ") ne doit être employée qu'à des endroits précis dans le processus d'investissement en CR et sous des conditions particulières, et la méthode n'est pas exempte d'erreur.
Keuschnigg (b)	2002	Analyser les problèmes d'information ("risque moral") entre les SCR et chacun des projets financés en contexte de portefeuille.	Les implications fiscales influencent (1) l'intensité de la supervision par la SCR sur chacun de ses projets et (2) le nombre de projets financés.
Leshchinskii	2002	Étudier les conséquences de l'externalité des projets.	En combinant des projets, les SCR peuvent générer des retombées positives même si individuellement un projet a une valeur actuelle nette négative. C'est le cas des externalités positives. Le cas des externalités négatives donne lieu à une fin abrupte des investissements. Ainsi, des projets ayant une valeur actuelle nette positive pourraient être ignorés au profit de la valeur globale du portefeuille de projets.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Thème 3 : Comparaison entre les entreprises financées par capital de risque et celles qui n'ont pas été financées par capital de risque (performance, ventes, création d'emplois, taux d'innovation, etc.)

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Keeley et Knapp	1994	Comparer les déterminants du succès des entreprises en démarrage financées par CR à ceux des entreprises non financées par CR.	Les entreprises financées par CR démontrent des caractéristiques uniformes relativement aux motivations et profils de l'entrepreneur, au processus de gestion et au développement initial. Ces entreprises financées par CR diffèrent significativement des autres entreprises en démarrage.
Mull	1994	Déterminer les raisons qui expliquent pourquoi des SCR et des PME privées, caractérisées par un fort potentiel de croissance interagissent, déterminer la nature des gains que chaque groupe obtient à travers cette association, le profil des entreprises qui reçoivent du financement par CR et les mécanismes utilisés dans ce processus de financement.	Les entreprises financées par CR démontrent un taux de croissance élevé, plus grand que prévu et supérieur à celui des entreprises non financées par CR. Une faible valeur des actifs tangibles, une plus faible rentabilité et une durée d'existence plus courte sont les autres déterminants significatifs pour l'obtention du financement. L'utilisation des actions privilégiées convertibles est reliée positivement à un risque croissant de l'entreprise : les entreprises financées par CR utilisent plus ces titres que les entreprises non financées par CR.
Jain et Kini	1995	Déterminer les valeurs ajoutées du financement par CR en comparant la performance au moment du PAPÉ des entreprises financées par CR à celle des entreprises non financées par CR.	Les entreprises financées par une SCR démontrent une performance opérationnelle plus élevée que celle des entreprises non financées par CR. Le marché évalue positivement les influences des SCR car le prix à l'émission des entreprises financées par CR est supérieur à celui des entreprises non financées par CR. La qualité de la supervision ("monitoring") des SCR est reliée positivement à la performance opérationnelle après l'introduction en bourse.
Murray	1996	Déterminer les conditions de succès des entreprises financées par les SCR.	Les principaux traits communs des entreprises qui ont réussi sont reliés à la compétence et aux antécédents exceptionnels de l'entrepreneur, et à la position compétitive de leur produit dans un marché en croissance.
Brav et Gompers	1997	Comparer la performance des PAPÉ financés par CR à celle des PAPÉ non financés par CR.	Les entreprises financées par CR sont plus performantes que celles qui n'ont pas été financées par CR lorsque les rendements sont pondérés également.
Fernandez-Jardon Fernandez et Martinez Cobas	1998	Vérifier l'influence indirecte des SCR sur la structure de financement, la formalisation et le contrôle des PME.	Les entreprises financées par CR présentent une santé financière en moyenne supérieure, reçoivent une aide publique plus élevée, ont plus accès à l'information et présentent une plus grande formalisation de leur prise de décision que les entreprises non financées par CR.
Espenlaub, Garrett et Mun	1999	Évaluer le potentiel de conflit d'intérêt des PAPÉ de PME préalablement financées par des SCR et dont le souscripteur de l'émission est affilié à la SCR au Royaume Uni.	Les PAPÉ, dont les souscripteurs sont affiliés aux SCR, performant mieux que les autres. La performance à long-terme de ces PAPÉ est positivement reliée à la réputation de la SCR, alors que sa performance boursière à court terme est plus reliée au prestige du souscripteur que celle de la SCR.
Doukas et Gönenç	2000	Examiner la relation entre la réputation des banques commerciales (souscripteurs) et la performance à long terme des PAPÉ.	La performance à long terme des entreprises financées par CR est supérieure à celle des entreprises non financées par CR. Lorsque les résultats sont ajustés selon la taille, la valeur au livre sur la valeur boursière et les caractéristiques

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Jordan, Bradley, Rotenn et Yi	2000	Étudier la performance financière des entreprises au moment où la clause de restriction de vente des actions ("lockup") arrive à échéance en contexte des PAPÉ.	de l'industrie, il n'y a aucune différence au niveau de la performance à long terme. L'influence des banques commerciales est non significative. Les rendements boursiers sont négatifs au moment de l'expiration de cette clause surtout lorsque les SCR sont impliquées. Parmi les entreprises financées par CR, les pertes boursières sont plus importantes pour les entreprises de haute technologie, les entreprises qui ont connu les plus fortes hausses après le PAPÉ et celles qui ont été introduites en bourse par les meilleurs souscripteurs.
Engel, Gordon et Hayes	2001	Examiner les pratiques de régie des entreprises nouvellement introduites à la bourse.	Les auteurs ont observé que les entreprises peu influencées par le CR démontrent une association entre les pratiques comptables et la performance boursière plus prononcée que dans le cas des entreprises très influencées par du CR.
Casares Field et Hanka	2002	Examiner la performance financière au moment où la clause de restriction de ventes des actions ("lockup") prend fin.	Le rendement boursier au moment où cette clause prend fin est négatif et plus faible lorsque des SCR sont impliquées dans la vente des titres.
Chesbrough (a)	2002	Analyser la performance réalisée au moment des essaimage ("spinn off").	Parmi les 35 essaimage nouvellement réalisés et issus de la société Xeros, ceux qui avaient un représentant d'une SCR comme administrateur au conseil d'administration ont connu une performance financière supérieure aux autres.
Doukas et Gönenc	2002	Examiner la relation entre la réputation des banques commerciales (souscripteurs) et la performance à long terme des PAPÉ.	La performance à long terme des entreprises qui ont procédé à un PAPÉ ne peut être expliquée ni par la réputation des souscripteurs, ni par la réputation des SCR. Lorsque les résultats sont ajustés pour la taille, la valeur au livre sur la valeur boursière et les caractéristiques de l'industrie, la performance boursière des PAPÉ n'est pas différente de celle des autres entreprises déjà cotées dans le marché.
Engel	2002	Évaluer l'impact du CR sur la croissance des emplois des entreprises nouvellement créées.	Le CR influence positivement la croissance des emplois.
Hochberg	2002	Étudier l'influence des SCR sur la régie d'entreprise après le PAPÉ.	Les auteurs soulignent qu'il y a des différences significatives entre les entreprises financées par CR et celles qui ne le sont pas. D'abord, les entreprises financées par CR ont recours plus souvent à des pratiques comptables conservatrices, sont plus efficaces suite à l'utilisation de la technique de la pilule empoisonnée ("poison pill"), ont plus de membres indépendants sur leurs conseils d'administration et engagent plus souvent des auditeurs indépendants que les autres entreprises.
Jelic, Saadouni et Wright	2002	Étudier la performance financière et l'implication du CR dans des "management buy-outs" réalisés sur la bourse de Londres.	Les "management buy-outs" ("MBO") influencés par CR sont plus gros, quittent plus tôt et sont moins sous-évalués que les autres "MBO". La réputation des SCR ne semble pas générer de meilleurs rendements.
Kraus	2002	Analyser les sous-évaluations des PAPÉ et l'influence des SCR sur le marché allemand.	La faible sous-évaluation des PAPÉ d'entreprises financées par CR disparaît lorsque l'incertitude et la réputation du souscripteur sont considérées. Cependant, les PAPÉ réalisés par les 10 meilleurs souscripteurs d'entreprises financées par CR ont une sous-évaluation supérieure à celle des PAPÉ réalisés par ces mêmes souscripteurs mais dont les entreprises n'avaient pas été financées par des SCR.
Lee et Wahal	2002	Étudier le rôle du CR dans la sous-évaluation des PAPÉ.	Les entreprises financées par CR enregistrent une sous-évaluation plus forte lors de la première

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Manigart, Baeyens et Van Hyfte	2002	Étudier le taux de survie des entreprises belges financées par CR après le dessaisissement de la SCR.	<p>journée de transaction que les entreprises qui n'ont pas été financées par CR, et la sous-évaluation est reliée positivement aux engagements de capitaux auprès de la SCR. La sous-évaluation est aussi influencée par les «bulles boursières».</p> <p>Les entreprises financées par CR ne démontrent pas une plus grande probabilité de survie que les entreprises non financées par CR. Cependant, les entreprises financées par les 2 organismes gouvernementaux spécialisés en CR les plus anciennes ont une plus forte probabilité de survie que celles financées par les autres organismes gouvernementaux.</p>

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Thème 4 : Les impacts de la société de capital de risque sur l'entreprise financée

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
4.1 La professionnalisation des PME suite au CR (implantation de pratiques d'affaires et de procédures)			
Rosenstein, Bruno, Bygrave et Taylor	1993	Évaluer les valeurs ajoutées créées par les SCR et leur influence sur le conseil d'administration de l'entreprise financée.	La taille du conseil d'administration augmente suite au premier investissement en capital de risque. Quand la SCR est classée parmi les 20 meilleures, il y a une plus grande représentativité de la SCR dans la composition du conseil d'administration. Les entrepreneurs perçoivent très positivement les avis provenant des 20 meilleures SCR. Les rôles créant une plus grande valeur sont : rôle de conseiller, rôle d'interface avec les investisseurs, surveillance des performances opérationnelle et financière, recrutement ou remplacement du directeur général et aide en cas de crise à court terme. L'aide a une plus grande valeur pour les entreprises se trouvant au stade de démarrage que pour celles se trouvant à des stades plus avancés.
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes : Est-ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Lerner (a)	1995	Déterminer les facteurs influençant la présence de la SCR sur le conseil d'administration de l'entreprise.	La représentativité de la SCR au conseil d'administration augmente au même moment où il y a des changements d'administrateurs. La distance physique entre la PME et la SCR est un déterminant important de l'implication des SCR dans le conseil d'administration.
Schilit	1997	Définir le capital de risque et son utilisation, et étudier l'impact du CR sur l'entreprise financée et sur l'économie dans son ensemble.	Les SCR ne s'impliquent pas uniquement au niveau du financement. Elles permettent de catalyser l'entrepreneuriat qui est responsable de la croissance économique.
Fernandez-Jardon Fernandez et Martinez Cobas	1998	Vérifier l'influence indirecte des SCR sur la structure de financement, la formalisation et le contrôle des PME.	Les entreprises financées par CR présentent une situation financière en moyenne supérieure, reçoivent une aide publique plus élevée, ont plus accès à l'information et présentent une plus grande formalisation de leur prise de décision que les entreprises non financées par CR.
Dufresne	2000	Déterminer l'influence des SCR sur le développement organisationnel des PME.	La principale hypothèse de la recherche, à l'effet que <i>l'intervention de la SCR stimule le développement organisationnel des PME</i> , est partiellement confirmée. Le manque de représentativité de l'échantillon et les variables agrégées utilisées peuvent expliquer les faibles résultats obtenus.
Baker et Gompers	2001	Identifier les déterminants de la taille et de la composition du conseil d'administration de l'entreprise financée par CR.	Le financement par capital de risque est relié directement à l'embauche de nouveaux administrateurs externes et la composition du conseil d'administration est le fruit d'un compromis

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			entre l'entrepreneur et les actionnaires externes. Enfin, la probabilité qu'un fondateur garde son poste diminue en fonction de la réputation de la SCR.
Gabrielsson et Huse	2002	Faire une recension des études réalisées sur le conseil d'administration des entreprises financées par CR.	Les auteurs soulignent que les SCR peuvent avoir des attentes différentes que celles des entreprises financées quant aux rôles qu'elles doivent jouer au niveau du conseil d'administration.
Hellmann et Puri (a)	2002	Déterminer les valeurs ajoutées issues du rôle des SCR sur les entreprises financées.	Les SCR accomplissent des rôles bien au-delà du simple rôle de bailleur de fonds. Les auteurs soulignent une influence des SCR sur les politiques de gestion des ressources humaines, l'adoption des programmes d'options sur les actions et le recrutement du VP marketing. Dans des situations de conflits ou tout simplement suite à un commun accord, les entreprises financées par CR ont tendance à remplacer le fondateur par un responsable externe.
4.2 L'implication et le support de la SCR			
Rosenstein, Bruno, Bygrave et Taylor	1993	Évaluer les valeurs ajoutées créées par les SCR et leur influence sur le conseil d'administration de l'entreprise financée.	La taille du conseil d'administration augmente suite au premier investissement en capital de risque. Quand la SCR est classée parmi les 20 meilleures, il y a une plus grande représentativité de la SCR dans la composition du conseil d'administration. Les entrepreneurs perçoivent très positivement les avis provenant des 20 meilleures SCR. Les rôles créant une plus grande valeur sont : rôle de conseiller, rôle d'interface avec les investisseurs, surveillance des performances opérationnelle et financière, recrutement ou remplacement du directeur général et aide en cas de crise à court terme. L'aide a une plus grande valeur pour les entreprises se trouvant au stade de démarrage que pour celles se trouvant à des stades plus avancés.
Carter et Van Auken	1994	Étudier l'importance du stade de développement (de l'entreprise financée) pour les investisseurs potentiels et son lien avec les critères d'évaluation des projets.	Les SCR ont une préférence particulière quant au stade de développement des entreprises à financer. Les SCR qui investissent dans les stades de développement initiaux se soucient plus de la liquidité de leur placement que de la gestion des risques. Elles exercent plus de contrôle sur l'entreprise financée, sont plus susceptibles de remplacer le dirigeant de l'entreprise et favorisent davantage le dessaisissement via un PAPÉ.
Sapienza, Manigart et Vermeir	1996	La forme d'implication de la SCR et l'importance de son engagement dans l'entreprise financée dépendent de l'incertitude, des problèmes d'agence potentiels, de l'expérience et des besoins de la PME	Les SCR perçoivent l'implication stratégique comme leur rôle le plus important. Cette implication se présente sous forme de conseils financiers et d'affaires. Les rôles interpersonnels suivent en importance.
Schilit	1997	Définir le capital de risque et son utilisation, et étudier l'impact du CR sur l'entreprise financée et sur l'économie dans son ensemble.	Les SCR ne s'impliquent pas uniquement au niveau du financement. Elles permettent de catalyser l'entrepreneuriat qui est responsable de la croissance économique.
Dufresne	2000	Déterminer l'influence des SCR sur le développement organisationnel des PME.	La principale hypothèse de la recherche, à l'effet que l'intervention de la SCR stimule le développement organisationnel des PME, est partiellement confirmée. Le manque de représentativité de l'échantillon et les variables agrégées utilisées peuvent expliquer les faibles résultats obtenus.
Lindstrom et Olofsson	2001	Analyser l'accès au financement des entreprises technologiques en phase initiale de	Non seulement les SCR participent au financement mais elles offrent de l'aide de diverses natures. Il

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		développement et les aides des investisseurs.	s'avère que les entreprises de haute technologie et à forte croissance font face à un problème de financement plus grand que dans le cas des autres entreprises. L'incertitude et l'émergence du marché justifient ces problèmes. En fait, ce sont les entreprises visant surtout la croissance qui sont les plus favorisées par les SCR et les anges financiers.
Maula	2001	Étudier les valeurs ajoutées des entreprises financées par des SCR non financières ("corporate venture") aux entreprises financées et les facteurs déterminant ces valeurs ajoutées.	L'acquisition des ressources, l'acquisition de la connaissance et la réputation de la SCR sont les 3 moyens de créer de la valeur auprès des entreprises qui profitent du financement par CR. Par ailleurs, le bénéfice qu'on peut retirer de la réputation de la SCR dépend de l'intensité de la relation entre cette dernière et l'entreprise financée.
Wasserman	2001	Étudier la première fois que le fondateur se défait du contrôle (première génération).	Les rondes de financement sont une des causes importantes du départ des fondateurs.
Cornelius et Naqi	2002	Étudier la relation entre les SCR et les entreprises financées.	Les transferts de ressources et la création de valeur additionnelle par la SCR vont dépendre de la perception de la SCR des besoins en ressources des entreprises financées plutôt que des ressources disponibles par celle-ci.
Hellmann et Puri (a)	2002	Déterminer les valeurs ajoutées issues du rôle des SCR sur les entreprises financées.	Les SCR accomplissent des rôles bien au-delà du simple rôle de bailleur de fonds. Les auteurs soulignent une influence des SCR sur les politiques de gestion des ressources humaines, l'adoption des programmes d'options sur les actions et le recrutement du VP marketing. Dans des situations de conflits ou tout simplement suite à un commun accord, les entreprises financées par CR ont tendance à remplacer le fondateur par un responsable externe.
Hochberg	2002	Étudier l'influence des SCR sur la régie d'entreprise après le PAPÉ.	Les auteurs soulignent qu'il y a des différences significatives entre les entreprises financées par CR et celles qui ne le sont pas. D'abord, les entreprises financées par CR ont recours plus souvent à des pratiques comptables conservatrices, sont plus efficaces suite à l'utilisation de la technique de la pilule empoisonnée ("poison pill"), ont plus de membres indépendants sur leurs conseils d'administration et engagent plus souvent des auditeurs indépendants que les autres entreprises.
Manigart, Fried, Bruton et Sapienza	2002	Examiner le comportement des professionnels en CR dans trois régions (Asie, É.U. et Europe).	Les entreprises financées par CR ne démontrent pas une plus grande probabilité de survie que les entreprises non financées par CR. Cependant, les entreprises financées par les 2 organismes gouvernementaux spécialisés en CR les plus anciennes ont une plus forte probabilité de survie que celles financées par les autres organismes gouvernementaux.
Wang, Wang et Lu	2002	Examiner les différences d'investissements entre les SCR dites «indépendantes» et celles reliées aux institutions financières, toutes cotées à la bourse de Singapour.	Les auteurs notent des différences quant aux mécanismes de gestion interne et de la formation des employés des SCR. Les différences soulevées quant aux investissements se résument : à la préférence du secteur industriel, à la durée des investissements, au nombre de membres sur le conseil d'administration, à la syndication, à la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse et aux rendements à long terme. Les auteurs concluent que les SCR indépendantes génèrent plus de valeur.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Thème 5 : L'impact et le taux de survie des entreprises financées par CR après le dessaisissement de la SCR

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
5.1 Les stratégies de sortie			
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes : Est-ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Carter et Van Auken	1994	Étudier l'importance du stade de développement (de l'entreprise financée) pour les investisseurs potentiels et son lien avec les critères d'évaluation des projets.	Les SCR ont une préférence particulière quant au stade de développement des entreprises à financer. Les SCR qui investissent dans les stades de développement initiaux se soucient plus de la liquidité de leur placement que de la gestion des risques. Elles exercent plus de contrôle sur l'entreprise financée, sont plus susceptibles de remplacer le dirigeant de l'entreprise et favorisent davantage le dessaisissement via un PAPÉ.
Lerner (a)	1994	Évaluer la capacité des SCR à planifier des PAPÉ lorsque le marché boursier est en hausse, et des financements privés dans le cas contraire.	Les entreprises financées par CR procèdent à des PAPÉ lorsque le marché boursier est en hausse et au financement privé autrement. Ceci confirme l'hypothèse. De plus, les SCR chevronnées semblent particulièrement bonnes pour introduire en bourse une entreprise au moment où les marchés sont à leur niveau le plus élevé.
Bleackley, Hay, Robbie et Wright	1996	Comparer les attitudes des entrepreneurs face à la stratégie de sortie de la SCR en France et au Royaume-Uni.	Il y a une différence significative entre les entrepreneurs des 2 pays quant à la préférences pour les différentes possibilités et les raisons sous-jacentes.
MacIntosh	1997	Comparer les stratégies de sortie des SCR au Canada à celles des É.U.	Beaucoup de différences sont constatées entre le Canada et les É.U. quant aux stratégies de sortie des SCR et à la rentabilité de ces stratégies. Ces différences peuvent être expliquées par : la compétence des SCR, la liquidité du marché, la fiscalité, les types et la taille des investissements.
Cumming et MacIntosh	2000	Comparer les stratégies de sortie au Canada à celles des É.U.	Les dessaisissement partiels au Canada sont davantage reliés aux PAPÉ, aux ventes secondaires ou lorsque la valeur boursière est élevée par rapport à la valeur comptable de l'investissement, alors qu'ils sont davantage reliés aux rachats ou lorsque les montants impliqués sont élevés aux É.U. Les auteurs concluent que les différences proviennent des environnements légaux et institutionnels entre les deux pays.
Marti et Balbao	2000	Identifier les principaux facteurs de la mobilisation de fonds dans les pays où l'information sur les rendements réalisés est rare et asymétrique.	Plus les montants investis sont élevés, plus il est facile pour les gestionnaires de fonds de mobiliser de nouveaux fonds. Les dessaisissements (incluant PAPÉ et radiation), évalués aux coûts, ont un impact négatif sur la mobilisation de nouveaux fonds.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Ciendenning & Associates	2001	Présenter les éléments reliés au financement par actions des PME canadiennes tels le capital de risque, le PAPÉ et les placements subséquents de titres, afin de diriger les recherches futures d'Industrie Canada dans ce domaine.	L'analyse révèle que les questions touchant le capital de risque, les PAPÉ et les appels subséquents à l'épargne sont importantes pour le développement des PME. La structure du marché du capital de risque au Canada, le comportement et l'expertise en gestion des investisseurs canadiens en CR, la participation des investisseurs institutionnels du Canada, le régime fiscal, et l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain sont autant de facteurs qui peuvent compromettre la compétitivité des PME canadiennes.
Hellmann	2001	Trouver des explications sur l'utilisation des titres convertibles.	La principale caractéristique des titres convertibles est de créer différents droits sur les flux monétaires en contexte de PAPÉ et d'acquisitions. L'article explique comment les titres convertibles offrent un compromis optimal entre le besoin de distribuer des flux monétaires aux SCR et le désir de réaliser une sortie efficace.
Smith	2001	Analyser les clauses contractuelles afin de voir comment les conflits quant à la stratégie de sortie peuvent être résolus.	Les auteurs concluent que les parties négocient leur contrat afin de laisser assez de liberté à l'entrepreneur au début et d'accroître la menace de sortie à mesure que le temps s'écoule.
Wang et Sim	2001	Identifier les déterminants des choix des stratégies de sortie des SCR.	L'étude révèle que les entreprises familiales et celles de haute technologie favorisent les PAPÉ comme stratégie de sortie. Les SCR plus jeunes ne procèdent pas plus souvent à des PAPÉ que les plus anciennes. En général, les résultats révèlent le manque de maturité du marché de CR en Asie.
Cumming (b)	2002	Analyser les contrats et les stratégies de sortie dans le marché européen	Les contrats financiers sont très hétérogènes quant aux droits sur les flux monétaires et sur le contrôle. La stratégie de sortie et les rendements réalisés par la SCR dépendent de ces droits et des caractéristiques des entreprises.
Cumming et Fleming	2002	Étudier l'impact des lois et de la structure financière sur le financement des compagnies privées.	Les auteurs soulignent l'importance des facteurs légaux et institutionnels dans le dessaisissement des investissements des SCR. Le co-investissement (lorsque plusieurs fonds de CR investissent dans une entreprise) est la forme la plus commune en Australie. Les auteurs ont trouvé que le co-investissement influence le choix des investissements (les investissements en haute technologie sont moins probables lorsque le financement se fait par co-investissement) et les stratégies de sortie (les PAPÉ sont moins probables et donc les sorties «privées» et partielles sont plus probables lorsque le financement se fait par co-investissement). Lorsque le système légal protège davantage le droit des actionnaires, les SCR financent plus les entreprises de haute technologie et les PAPÉ sont plus fréquents.
Cumming et MacIntosh	2002	Voir les conditions selon lesquelles les SCR réalisent un dessaisissement partiel (à l'opposé de total) pour tous les types de sortie (PAPÉ, vente sur le marché secondaire, acquisition, rachat, radiation).	La stratégie de sortie (en totalité ou en partie) dépend du degré d'asymétrie d'information entre les «initiés» et les investisseurs externes. Aux É.U., les rachats sont plus souvent partiels, alors qu'ils sont plus souvent totaux au Canada (dû au montant total très important des investissements américains). Les PAPÉ sont souvent associés à une sortie partielle au Canada (étant donné l'environnement réglementaire canadien). Ces différences de sortie entre le Canada et les É.U. peuvent être causées

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Cumming et MacIntosh (c)	2002	Analyser la relation entre les stratégies de sortie, la qualité de l'équipe entrepreneuriale, la nature des actifs et la durée de l'investissement.	par un marché des capitaux moins efficace, des compétences moindres des SCR, etc. Les stratégies de sortie utilisées au Canada diffèrent de celles aux É.U., et les contraintes légales et institutionnelles sont responsables de ces différences.
Darby et Zucker	2002	Étudier la décision de procéder à un PAPÉ du point de vue des entreprises biotechnologies.	La probabilité de procéder à un PAPÉ est reliée positivement à la présence de CR et au nombre de rondes de financement.
Lockett et Wright	2002	Présenter une vue d'ensemble du marché du CR en Asie et dans les pays qui longent le Pacifique.	Des différences sont trouvées au niveau des points suivants : le contexte de l'investissement en CR, la sélection, l'évaluation, l'aide, les valeurs ajoutées et les stratégies de sortie.
Schwiembacher (a)	2002	Étudier le choix des différentes stratégies de sortie (principalement entre le PAPE et la vente ("trade sale")) des SCR pour un projet d'un produit innovant.	L'utilisation d'une combinaison optimale entre la dette et le financement par actions peut partiellement mitiger une manipulation de la part de l'entrepreneur pour faire en sorte que le PAPÉ soit la stratégie de sortie choisie.
Schwiembacher (b)	2002	Comparaison des comportements entre les SCR américaines et européennes.	La principale ressemblance entre les É.U. et l'Europe est au niveau de l'intensité de la supervision. Les différences importantes sont au niveau : de la durée avant la sortie (la vente est la plus utilisée ("trade sale") en Europe), de l'utilisation des titres convertibles, du remplacement du gestionnaire initial et de la syndication. Les principales causes de ces différences sont la faible liquidité des marchés financiers européens et le fait que la vente est moins risquée pour les jeunes SCR.
5.2 Le premier appel public à l'épargne			
Barry	1994	Faire la recension des articles en matière de CR et proposer des avenues de recherche.	Beaucoup d'auteurs expliquent ce que font les SCR mais ne montrent pas leur valeur ajoutée sur les entreprises financées. Les autres avenues de recherche tournent autour des questions suivantes : Est-ce que les entreprises doivent continuer à chercher du CR formel ou elles feraient mieux de trouver d'autres sources de financement? Pourquoi les investissements des anges financiers sont-ils importants? Est-ce que ces derniers sacrifient le rendement ou est-ce que les investissements en CR formel sont plus rentables? Quelles sont les formes de dessaisissement idéales et dans quelles conditions doivent-elles se réaliser?
Lerner (a)	1994	Évaluer la capacité des SCR à planifier des PAPÉ lorsque le marché boursier est en hausse, et des financements privés dans le cas contraire.	Les entreprises financées par CR procèdent à des PAPÉ lorsque le marché boursier est en hausse et au financement privé autrement. Ceci confirme l'hypothèse. De plus, les SCR chevronnées semblent particulièrement bonnes pour introduire en bourse une entreprise au moment où les marchés sont à leur niveau le plus élevé.
Gompers	1995	Évaluer l'influence des asymétries d'information selon le stade de développement et le niveau technologique des investissements.	Il y a une augmentation des coûts d'agence lorsqu'il y a moins d'actifs tangibles, une possibilité de croissance supérieure et que les actifs deviennent plus spécialisés. Les SCR concentrent leurs investissements dans les compagnies de haute technologie et au stade initial de développement, où les asymétries d'information sont au maximum. Une diminution du pourcentage des actifs tangibles dans l'industrie, un plus grand ratio {valeur au marché/valeur au livre} et une plus grande intensité

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
			des activités de R-D donnent lieu à une plus grande surveillance de la part des SCR. Les SCR collectent périodiquement des informations et gardent l'option de cesser le financement si le projet a peu de chance de déboucher sur un PAPÉ.
Brav et Gompers	1997	Comparer la performance des PAPÉ financés par CR à celle des PAPÉ non financés par CR.	Les entreprises financées par CR sont plus performantes que celles qui n'ont pas été financées par CR lorsque les rendements sont pondérés également.
Lin et Smith	1997	Étudier la relation entre le dessaisissement des actions par les SCR lors des PAPÉ.	Les auteurs trouvent que la réputation des SCR influence leur décision de se départir de leurs investissements : elles évaluent les réactions associées normalement avec les transactions d'initiés et le coût de continuer à s'impliquer dans la PME.
Espenlaub, Garrett et Mun	1999	Évaluer le potentiel de conflit d'intérêt des PAPÉ de PME préalablement financées par des SCR et dont le souscripteur de l'émission est affilié à la SCR au Royaume Uni.	Les PAPÉ, dont les souscripteurs sont affiliés aux SCR, performant mieux que les autres. La performance à long-terme de ces PAPÉ est positivement reliée à la réputation de la SCR, alors que sa performance boursière à court terme est plus reliée au prestige du souscripteur que celle de la SCR.
Jeng et Wells	2000	Identifier les facteurs déterminants de la mobilisation de fonds.	Les déterminants de la levée de fonds en capital de risque sont : les PAPÉ, la rigidité du marché du travail, les normes de divulgation des rapports financiers, les fonds de pension privés, la croissance du PIB, la croissance de la capitalisation du marché et les programmes gouvernementaux. Les PAPÉ sont les plus importants vecteurs de l'investissement en capital de risque.
Kutsuna, Cowling et Westhead	2000	Étudier les caractéristiques et les causes de la performance des entreprises cotées au JASDAQ.	Les auteurs concluent que le niveau d'implication des SCR durant les périodes avant-PAPÉ et après-PAPÉ influence la performance à court terme des entreprises inscrites sur le marché boursier JASDAQ (Japon). De plus, les entreprises inscrites au JASDAQ présentent des différences par rapport aux entreprises inscrites au NASDAQ ou à l'EASDAQ : elles sont plus grandes et plus âgées. Enfin, les auteurs ont trouvé que le montant investi par les SCR est négativement relié à la valeur boursière à l'émission.
Suarez	2000	Examiner l'influence des marchés boursiers sur la création d'entreprises.	Les coûts élevés d'accès aux marchés financiers découragent les PME (dû à la forte asymétrie d'information), mais la supervision d'un mentor (l'influence des SCR) permet de retarder l'introduction en bourse jusqu'au moment où les problèmes seront moins sévères. Cependant, vu que l'offre de capital est fixe, ceci force les SCR à introduire rapidement les PME à la bourse afin de récupérer leurs fonds et de les redistribuer vers de nouveaux projets. Malgré tout, il y a un effet bénéfique sur l'innovation et la création d'entreprises.
Belden, Keeley et Knapp	2001	Comparer la performance à long terme, après le PAPÉ, des entreprises financées par capital de risque à celle des entreprises qui sont déjà "acclimatées".	Il n'y a pas de différence significative après le PAPÉ entre les entreprises financées par CR et les entreprises déjà acclimatées, sauf la 1 ^{ère} année où les entreprises financées par CR enregistrent des rendements moins élevés. Sur le plan opérationnel, il n'y a pas non plus de différence sauf que les entreprises financées par CR ont connu une plus grande croissance des ventes et des actifs.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Ciendenning & Associates	2001	Présenter les éléments reliés au financement par actions des PME canadiennes tels le capital de risque, le PAPÉ et les placements subséquents de titres, afin de diriger les recherches futures d'Industrie Canada dans ce domaine.	L'analyse révèle que les questions touchant le capital de risque, les PAPÉ et les appels subséquents à l'épargne sont importantes pour le développement des PME. La structure du marché du capital de risque au Canada, le comportement et l'expertise en gestion des investisseurs canadiens en CR, la participation des investisseurs institutionnels du Canada, le régime fiscal, et l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain sont autant de facteurs qui peuvent compromettre la compétitivité des PME canadiennes.
Lange, Bygrave, Nishimoto, Roedel et Stock	2001	Étudier l'influence des SCR et des souscripteurs sur l'entreprise financée.	Les entreprises financées par les meilleures SCR et introduites en bourse (PAPÉ) par les meilleurs souscripteurs enregistrent un rendement plus élevé que les autres entreprises. Durant la période après-PAPÉ, la différence observée au niveau de la capitalisation boursière des entreprises est uniquement causée par la qualité des souscripteurs.
Megginson, Wang et Chua	2001	Étudier la force de signalisation des facteurs traditionnels et technologiques, et leur stabilité.	Les auteurs concluent que les facteurs traditionnels (par exemple, la sous-évaluation et la réputation des souscripteurs) ont plus de pouvoir de signalisation et sont plus stables, alors que les facteurs technologiques, comme le personnel en R-D, ont plus d'effets à long terme.
Peng	2001	Construire un indice du capital de risque aux É.U.	L'industrie du CR a connu une croissance fulgurante entre 1987 et 1999 en terme des flux de capitaux, du nombre de rondes de financement et de la valeur de l'actif net de l'indice de CR. Les rendements sur le CR sont élevés et volatiles. On constate alors une certaine corrélation entre l'indice de CR et l'indice boursier du NASDAQ quant aux rendements et à la volatilité.
Rock	2001	Étudier le phénomène des compagnies qui ne font pas de PAPÉ sur leur propre marché domestique.	Le capital de risque peut se développer spécialement dans des conditions qui permettent aux SCR de procéder à des sorties par PAPÉ. L'auteur soutient que cela peut se faire ailleurs que sur le marché domestique.
Wang et Sim	2001	Identifier les déterminants des choix des stratégies de sortie des SCR.	L'étude révèle que les entreprises familiales et celles de haute technologie favorisent les PAPÉ comme stratégie de sortie. Les SCR plus jeunes ne procèdent pas plus souvent à des PAPÉ que les plus anciennes. En général, les résultats révèlent le manque de maturité du marché de CR en Asie.
Ciendenning & Associates	2002	Présenter le profil de financement des PME canadiennes (incluant le financement par le capital de risque).	Les PME canadiennes ont accès à plusieurs sources de CR. Seulement 2 % des PME questionnées ont toutefois cherché à obtenir du financement par actions en 2001. Le montant total des investissements en CR est encore élevé en 2001, même s'il y a eu une diminution par rapport à l'année précédente. Les faits saillants de l'année 2001 sont : les investisseurs étrangers ont joué un rôle essentiel puisqu'ils ont participé au tiers des investissements annuels totaux de CR, plus de la moitié des sommes a été investie dans des entreprises à un stade initial de leur croissance, les entreprises du secteur des technologies d'information continuent d'attirer une part importante du CR et le nombre de premier appel public à l'épargne (PAPE) a connu une diminution par rapport à l'année précédente.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Cumming et Fleming	2002	Étudier l'impact des lois et de la structure financière sur le financement des compagnies privées.	Les auteurs soulignent l'importance des facteurs légaux et institutionnels dans le dessaisissement des investissements des SCR. Le co-investissement (lorsque plusieurs fonds de CR investissent dans une entreprise) est la forme la plus commune en Australie. Les auteurs ont trouvé que le co-investissement influence le choix des investissements (les investissements en haute technologie sont moins probables lorsque le financement se fait par co-investissement) et les stratégies de sortie (les PAPÉ sont moins probables et donc les sorties «privées» et partielles sont plus probables lorsque le financement se fait par co-investissement). Lorsque le système légal protège davantage le droit des actionnaires, les SCR financent plus les entreprises de haute technologie et les PAPÉ sont plus fréquents.
Cumming et MacIntosh	2002	Voir les conditions selon lesquelles les SCR réalisent un dessaisissement partiel (à l'opposé de total) pour tous les types de sortie (PAPÉ, vente sur le marché secondaire, acquisition, rachat, radiation).	La stratégie de sortie (en totalité ou en partie) dépend du degré d'asymétrie d'information entre les «initiés» et les investisseurs externes. Aux É.U., les rachats sont plus souvent partiels, alors qu'ils sont plus souvent totaux au Canada (dû au montant total très important des investissements américains). Les PAPÉ sont souvent associés à une sortie partielle au Canada (étant donné l'environnement réglementaire canadien). Ces différences de sortie entre le Canada et les É.U. peuvent être causées par un marché des capitaux moins efficace, des compétences moindres des SCR, etc.
Equinox Management Consultants Ltd.	2002	Procéder à une recension de la littérature afin d'identifier les imperfections, les anomalies et les échecs potentiels du marché des capitaux.	Des lacunes existent aussi bien pour le financement par dettes que pour le financement par capitaux propres. En matière de capital de risque, l'offre semble être suffisante. Toutefois, les fonds mobilisés par personne sont très faibles par rapport à la moyenne des pays industrialisés. Par ailleurs, il est difficile de mobiliser des capitaux à partir des marchés publics (PAPÉ).
Filatotchev	2002	Étudier les relations entre le pouvoir exécutif de l'entreprise, sa stratégie de sélection du conseil d'administration et l'actionnariat dans le cas des PAPÉ.	La présence de représentants du CR comme membres externes au conseil d'administration n'affecte pas l'indépendance de l'entreprise.
Hochberg	2002	Étudier l'influence des SCR sur la régie d'entreprise après le PAPÉ.	Les auteurs soulignent qu'il y a des différences significatives entre les entreprises financées par CR et celles qui ne le sont pas. D'abord, les entreprises financées par CR ont recours plus souvent à des pratiques comptables conservatrices, sont plus efficaces suite à l'utilisation de la technique de la pilule empoisonnée ("poison pill"), ont plus de membres indépendants sur leurs conseils d'administration et engagent plus souvent des auditeurs indépendants que les autres entreprises.
Rock	2002	Analyser les liens entre l'industrie du CR aux É.U., les règlements américains et la stratégie de sortie par PAPÉ.	Le système américain facilite des PAPÉ au NASDAQ tant pour les sociétés américaines qu'étrangères. Les cas des sociétés israéliennes financées par CR est présenté.
Schwiebacher (a)	2002	Étudier le choix des différentes stratégies de sortie (principalement entre le PAPE et la vente ("trade sale")) des SCR pour un projet d'un produit innovant.	L'utilisation d'une combinaison optimale entre la dette et le financement par actions peut partiellement mitiger une manipulation de la part de l'entrepreneur pour faire en sorte que le PAPÉ soit la stratégie de sortie choisie.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
5.3 La performance des sociétés financées			
Mull	1994	Déterminer les raisons qui expliquent pourquoi des SCR et des PME privées, caractérisées par un fort potentiel de croissance interagissent, déterminer la nature des gains que chaque groupe obtient à travers cette association, le profil des entreprises qui reçoivent du financement par CR et les mécanismes utilisés dans ce processus de financement.	Les entreprises financées par CR démontrent un taux de croissance élevé, plus grand que prévu et supérieur à celui des entreprises non financées par CR. Une faible valeur des actifs tangibles, une plus faible rentabilité et une durée d'existence plus courte sont les autres déterminants significatifs pour l'obtention du financement. L'utilisation des actions privilégiées convertibles est reliée positivement à un risque croissant de l'entreprise : les entreprises financées par CR utilisent plus ces titres que les entreprises non financées par CR.
Jain et Kini	1995	Déterminer les valeurs ajoutées du financement par CR en comparant la performance au moment du PAPÉ des entreprises financées par CR à celle des entreprises non financées par CR.	Les entreprises financées par une SCR démontrent une performance opérationnelle plus élevée que celle des entreprises non financées par CR. Le marché évalue positivement les influences des SCR car le prix à l'émission des entreprises financées par CR est supérieur à celui des entreprises non financées par CR. La qualité de la supervision ("monitoring") des SCR est reliée positivement à la performance opérationnelle après l'introduction en bourse.
Murray	1996	Déterminer les conditions de succès des entreprises financées par les SCR.	Les principaux traits communs des entreprises qui ont réussi sont reliés à la compétence et aux antécédents exceptionnels de l'entrepreneur, et à la position compétitive de leur produit dans un marché en croissance.
Brav et Gompers	1997	Comparer la performance des PAPÉ financés par CR à celle des PAPÉ non financés par CR.	Les entreprises financées par CR sont plus performantes que celles qui n'ont pas été financées par CR lorsque les rendements sont pondérés également.
Espenlaub, Garrett et Mun	1999	Évaluer le potentiel de conflit d'intérêt des PAPÉ de PME préalablement financées par des SCR et dont le souscripteur de l'émission est affilié à la SCR au Royaume Uni.	Les PAPÉ, dont les souscripteurs sont affiliés aux SCR, performant mieux que les autres. La performance à long-terme de ces PAPÉ est positivement reliée à la réputation de la SCR, alors que sa performance boursière à court terme est plus reliée au prestige du souscripteur que celle de la SCR.
Kutsuna, Cowling et Westhead	2000	Étudier les caractéristiques et les causes de la performance des entreprises cotées au JASDAQ.	Les auteurs concluent que le niveau d'implication des SCR durant les périodes avant-PAPÉ et après-PAPÉ influence la performance à court terme des entreprises inscrites sur le marché boursier JASDAQ (Japon). De plus, les entreprises inscrites au JASDAQ présentent des différences par rapport aux entreprises inscrites au NASDAQ ou à l'EASDAQ : elles sont plus grandes et plus âgées. Enfin, les auteurs ont trouvé que le montant investi par les SCR est négativement relié à la valeur boursière à l'émission.
Barry	2001	Étudier les causes de la valeur ajoutée des SCR et les déterminants de la performance de ce type de financement.	Les SCR ajoutent de la valeur à l'entreprise financée. De plus, la performance de ce type de financement est risquée et dépend de la variabilité des rendements entre les types d'investissements, de l'étape d'investissement, du montant investi et de la détection du moment propice ("market timing"). La diversification de portefeuille peut influencer ces rendements.
Belden, Keeley et Knapp	2001	Comparer la performance à long terme, après le PAPÉ, des entreprises financées par capital de risque à celle des entreprises qui sont déjà	Il n'y a pas de différence significative après le PAPÉ entre les entreprises financées par CR et les entreprises déjà acclimatées, sauf la 1ère année où

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		"acclimatées".	les entreprises financées par CR enregistrent des rendements moins élevés. Sur le plan opérationnel, il n'y a pas non plus de différence sauf que les entreprises financées par CR ont connu une plus grande croissance des ventes et des actifs.
Lange, Bygrave, Nishimoto, Roedel et Stock	2001	Étudier l'influence des SCR et des souscripteurs sur l'entreprise financée.	Les entreprises financées par les meilleures SCR et introduites en bourse (PAPÉ) par les meilleurs souscripteurs enregistrent un rendement plus élevé que les autres entreprises. Durant la période après-PAPÉ, la différence observée au niveau de la capitalisation boursière des entreprises est uniquement causée par la qualité des souscripteurs.
Hochberg	2002	Étudier l'influence des SCR sur la régie d'entreprise après le PAPÉ.	Les auteurs soulignent qu'il y a des différences significatives entre les entreprises financées par CR et celles qui ne le sont pas. D'abord, les entreprises financées par CR ont recours plus souvent à des pratiques comptables conservatrices, sont plus efficaces suite à l'utilisation de la technique de la pilule empoisonnée ("poison pill"), ont plus de membres indépendants sur leurs conseils d'administration et engagent plus souvent des auditeurs indépendants que les autres entreprises.
Manigart, Baeyens et Van Hyfte	2002	Étudier le taux de survie des entreprises belges financées par CR après le dessaisissement de la SCR.	Les entreprises financées par CR ne démontrent pas une plus grande probabilité de survie que les entreprises non financées par CR. Cependant, les entreprises financées par les 2 organismes gouvernementaux spécialisés en CR les plus anciennes ont une plus forte probabilité de survie que celles financées par les autres organismes gouvernementaux.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Thème 6 : Les nouvelles tendances

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
6.1 L'investissement technologique			
Bogle et Reuber	1992	Identifier les problèmes potentiels d'obtention du financement par CR des entreprises du secteur de la biotechnologie.	Les auteurs concluent que les SCR préfèrent surtout financer des entreprises ayant atteint des stades avancés. Les SCR oeuvrant dans le secteur de la biotechnologie accordent beaucoup d'importance à l'expérience et aux qualités personnelles de l'entrepreneur, et recherchent une équipe de gestion compétente. Il semble que les entreprises de biotechnologie manquent encore de ces compétences au Canada.
Knight	1994	Analyser les critères utilisés par les SCR au Canada et les comparer à ceux utilisés ailleurs, notamment aux É.U.	Les critères utilisés par les SCR au Canada sont similaires à ceux utilisés aux É.U.. Par contre, les investissements en haute technologie ne sont pas aussi favorisés au Canada qu'aux É.U., et la haute technologie est même considérée comme un critère négatif dans plusieurs régions du Canada.
Gompers	1995	Évaluer l'influence des asymétries d'information selon le stade de développement et le niveau technologique des investissements.	Il y a une augmentation des coûts d'agence lorsqu'il y a moins d'actifs tangibles, une possibilité de croissance supérieure et que les actifs deviennent plus spécialisés. Les SCR concentrent leurs investissements dans les compagnies de haute technologie et au stade initial de développement, où les asymétries d'information sont au maximum. Une diminution du pourcentage des actifs tangibles dans l'industrie, un plus grand ratio { <i>valeur au marché/valeur au livre</i> } et une plus grande intensité des activités de R-D donne lieu à une plus grande surveillance de la part des SCR. Les SCR collectent périodiquement des informations et gardent l'option de cesser le financement si le projet a peu de chance de déboucher sur un PAPÉ.
Walsh, Niosi et Mustar	1995	Comparer l'émergence des petites entreprises de biotechnologie en France, en Grande Bretagne et au Canada.	En tenant compte de la taille de chaque pays, les auteurs remarquent une tendance en Grande Bretagne, en France et au Canada qui est similaire à ce qui se passe aux É.U. quant à l'émergence des petites entreprises en biotechnologie. Le financement privé est très dynamique aux É.U. où les entreprises bénéficient davantage de CR. Les gouvernements des 3 pays autres que les É.U. interviennent alors pour essayer de compenser leurs lacunes.
Baldwin et Johnson	1997	Établir le profil, incluant la stratégie de financement, des différents types de PME innovantes.	Ce sont surtout les innovateurs de produits se trouvant souvent au stade initial de développement qui ont recours au CR.
Gompers et Lerner	1999	Informers sur les différentes dimensions du CR et prévoir l'avenir de ce type de financement.	L'offre de capital de risque va probablement continuer d'augmenter. En fait, l'industrie du CR semble être cyclique. Les innovations technologiques ainsi que le développement des agglomérations régionales sont parmi les déterminants majeurs de l'offre de CR aux É.U. Plusieurs aspects restent à découvrir. Il sera intéressant de voir jusqu'à quel point le modèle de CR américain peut s'appliquer et réussir à travers le monde.
Lerner	1999	Évaluer l'efficacité du programme SBIR ("Small Business Innovation Research") aux É.U.	Le nombre de bénéficiaires du programme "SBIR" connaît une croissance rapide et ils attirent plus facilement des SCR. Les entreprises les plus

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Dahlstrand et Cetindamar	2000	Étudier le financement de l'innovation en Suède.	performantes parmi ces bénéficiaires oeuvrent dans les domaines de la haute technologie. Les auteurs montrent l'importance de 3 acteurs dans le développement d'un système de financement de l'innovation. Ces acteurs sont : le gouvernement, l'industrie du CR et les investisseurs stratégiques ("competent acquirers").
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises.
Piper	2000	Faire une recension des articles sur le financement des petites entreprises de haute technologie au Royaume-Uni.	L'auteur présente des barrières relatives au financement des petites entreprises de haute technologie au Royaume-Uni. Des initiatives du secteur public et du secteur privé sont toutefois soulignées.
Lindstrom et Olofsson	2001	Analyser l'accès au financement des entreprises technologiques en phase initiale de développement et les aides des investisseurs.	Non seulement les SCR participent au financement mais elles offrent de l'aide de diverses natures. Il s'avère que les entreprises de haute technologie et à forte croissance font face à un problème de financement plus grand que dans le cas des autres entreprises. L'incertitude et l'émergence du marché justifient ces problèmes. En fait, ce sont les entreprises visant surtout la croissance qui sont les plus favorisées par les SCR et les anges financiers.
Meggison, Wang et Chua	2001	Étudier la force de signalisation des facteurs traditionnels et technologiques, et leur stabilité.	Les auteurs concluent que les facteurs traditionnels (par exemple, la sous-évaluation et la réputation des souscripteurs) ont plus de pouvoir de signalisation et sont plus stables, alors que les facteurs technologiques, comme le personnel en R-D, ont plus d'effets à long terme.
Axiss Australia	2002	Présenter la situation de l'industrie du CR en Australie.	Le capital de risque en Australie a connu une évolution constante pendant la période 1996-2000. La plupart des investissements ont été dirigés vers les secteurs du service, de la technologie d'information/logiciel et la santé/bioscience. On dénote par ailleurs une certaine volonté à favoriser les stades initiaux de développement.
Callahan et Muegge	2002	Étudier l'influence du rôle des SCR dans le processus d'innovation.	Le CR peut favoriser d'innovation.
Chang, Shipp et Wang	2002	Étudier le rôle du programme ATP ("Advanced Technology Program") aux É.U.	Le programme ATP ("Advanced Technology Program") permet de financer les stades initiaux du développement des projets technologiques (incluant les dépenses de R-D), mais encourage également la collaboration et les échanges d'informations entre les entreprises et différents organismes.
Hall	2002	Chercher une preuve de la présence d'un écart financier ("finance gap") dans le cas de la R-D.	L'auteur conclut que les projets de R-D sont confrontés à des coûts de financement très élevés qui sont partiellement mitigés par les SCR. Ainsi, le CR ne résout pas tous les problèmes, surtout dans les pays où les marchés des capitaux ne sont pas très développés. Les auteurs suggèrent que le gouvernement s'intéresse davantage au financement à la phase pré-démarrage.
Harding	2002	Étudier le rôle de la politique gouvernementale en vue d'aider les entreprises innovantes et à forte	L'auteur soutient que les politiques visant à stimuler la demande de CR sont plus efficaces pour

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
		croissance.	surmonter les asymétries d'information présentes dans le marché du CR que celles stimulant l'offre.
Hellmann et Puri (b)	2002	Examiner les rôles des SCR sur les compagnies financées dans le secteur de l'Internet.	Les auteurs se questionnent sur trois éléments particuliers propres au secteur de l'Internet : Est-ce que le boom et le déclin de l'Internet sont vraiment plus prononcés que ceux d'avant ? Comment la structure compétitive de l'industrie du capital de risque a évolué durant la "bulle" Internet ? Est-ce que les SCR ont survécu mieux que les autres parties impliquées après le déclin dans l'Internet ?
Lerner	2002	Comprendre les implications de l'effondrement des activités de capital de risque sur l'innovation.	Les programmes gouvernementaux et les politiques les plus efficaces sont ceux qui se concentrent sur l'amélioration à long terme des marchés privés plutôt que ceux qui essaient simplement d'offrir des fonds à court terme.
Mayer, Schoors et Yafeh	2002	Comparer les sources de financement et les activités d'investissement des fonds de CR en Allemagne, Israël, Japon et R.-U. Les sources de fonds diffèrent entre les pays selon le type de marché, ce qui affectent le type d'investissement.	Les différences d'investissement sont reliées à la provenance des sommes pour constituer les SCR : les SCR financées par des banques et des fonds de pension investissent plus dans les stades avancés que les SCR financées par des particuliers ou des entreprises. Différentes tendances sont observées selon les pays (Allemagne, Israël, Japon et Royaume-Uni).
Wesser	2002	Étudier le rôle du gouvernement pour aider et soutenir la nouvelle économie.	Les programmes gouvernementaux peuvent jouer un rôle dans le développement de projets technologiques à haut risque que les investisseurs ne financent pas.
6.2 L'avenir des marchés boursiers pour les PME en forte croissance			
Robinson	1997	Étudier les possibilités d'investissement des PME sur les marchés boursiers au Canada.	Les marchés boursiers canadiens ne sont pas une source de financement pour les PME. Les contraintes d'admission et une réglementation trop exigeante, surtout pour les petites entreprises, en sont les causes. Il faut également assurer un marché secondaire liquide pour que le marché primaire soit viable. Un programme comme le JCP en Alberta a connu un succès parce qu'il répondait bien aux besoins de la région, mais des modèles différents devraient être appliqués dans les autres provinces.
Gompers et Lerner (a)	1998	Examiner l'effet positif des entrées de capitaux dans l'industrie du CR sur les évaluations.	Les auteurs concluent que les sommes engagées sont reliées positivement à l'évaluation des nouveaux investissements. Cette relation tient même si le modèle considère des mesures additionnelles de contrôle sur les entreprises financées et la performance du marché boursier. Le succès de ces investissements ne semble pas expliquer cette relation.
Jeng et Wells	2000	Identifier les facteurs déterminants de la mobilisation de fonds.	Les déterminants de la levée de fonds en capital de risque sont : les PAPÉ, la rigidité du marché du travail, les normes de divulgation des rapports financiers, les fonds de pension privés, la croissance du PIB, la croissance de la capitalisation du marché et les programmes gouvernementaux. Les PAPÉ sont les plus importants vecteurs de l'investissement en capital de risque.
Laperche et Bellais	2000	Décrire et étudier les différents risques en CR et le rôle des grandes entreprises dans le financement de l'innovation réalisée par les petites entreprises.	Plusieurs techniques peuvent être utilisées par la SCR pour réduire les risques auxquels elles font face. Les pouvoirs publics peuvent également aider dans ce sens en offrant des garanties ou des subventions. Les grandes entreprises peuvent

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche

25 avril 2003

Auteur(s)	Année de publication	Principale hypothèse de recherche (Objectifs de la recherche)	Principaux résultats
Balboa et Marti	2002	Analyser les facteurs qui influencent l'offre et la demande de financement par actions (incluant le CR) au niveau de 16 pays européens.	bénéficier de la croissance des petites entreprises technologiques qui reçoivent une telle aide car ces dernières constituent un maillon dans la stratégie des grandes entreprises. Les facteurs économiques considérés sont la taille du marché domestique, l'accessibilité au marché financier pour les entreprises en croissance, les règlements sur l'imposition des gains en capital et le climat social. Les auteurs ont trouvé que la taille du marché domestique (montant investi lors de l'année précédente) et l'accessibilité au marché financier pour les entreprises en croissance ont des impacts significatifs sur les montants collectés.
Hall	2002	Chercher une preuve de la présence d'un écart financier ("finance gap") dans le cas de la R-D.	L'auteur conclut que les projets de R-D sont confrontés à des coûts de financement très élevés qui sont partiellement mitigés par les SCR. Ainsi, le CR ne résout pas tous les problèmes, surtout dans les pays où les marchés des capitaux ne sont pas très développés. Les auteurs suggèrent que le gouvernement s'intéresse davantage au financement à la phase pré-démarrage.
Robinson et Stuart	2002	Analyser des clauses contractuelles d'alliance stratégique.	La forme de participation dans les alliances stratégiques ressemble à ce qui est préconisé par les SCR : actions privilégiées convertibles, place au conseil d'administration, bons de souscription et provisions anti-dilution.

Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années et avenues de recherche