

LES CHOIX DES CONTRACTUELS EFFECTUES PAR LES CAPITAL- INVESTISSEURS ET LES CARACTERISTIQUES L'ENTREPRENEUR- DIRIGEANT AU CAMEROUN

PAR

Thierry ENOA ABESSOLO
thierryenoa@hotmail.com

Résumé :

L'environnement socio-économique, ainsi que les contraintes auxquelles font face les capital-investisseurs installés au Cameroun justifient la nécessité pour ces derniers d'établir des contrats financiers en se fondant sur les caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant. Notre étude vise à montrer que le contrat par actions ordinaires établis entre le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant sont influencés par la part de propriété détenue par l'entrepreneur-dirigeant et sa réputation dans la communauté d'affaires.

0. INTRODUCTION

Les motivations à analyser le capital-investissement en Afrique sont nombreuses. Certaines d'entre elles sont fondées sur des faits empiriques. Elles se réfèrent au rôle que peut jouer le capital-investissement dans le financement des PME en Afrique. En effet, le continent africain est considéré aujourd'hui comme une « *nouvelle terre d'opportunités* »¹, avec un produit intérieur brut (PIB) qui augmente régulièrement depuis dix ans et qu'une accélération de sa croissance à plus de 5% soit attendue dans les 5 ans à venir (FMI, 2011). Toutefois, selon les économistes, cette embellie reste fragile et mal répartie, car essentiellement portée par les exportations de matières premières. Au moment où la majorité de pays d'africains francophones est engagée dans la voie de l'émergence, l'essor des entreprises africaines devient une des conditions du développement de l'Afrique (Geiss, 2008). Il est donc nécessaire de soutenir les Petites et Moyennes Entreprises (PME) qui contribuent à plus de la moitié du PIB et de l'emploi (Africapratice, 2005 ; Lefilleur, 2008). Malheureusement,

¹ Le terme est de Jean Michel Severino (2011), ancien directeur de l'Agence Française de Développement (AFD) et aujourd'hui président du capital-investisseur Investisseur&Partenaire pour le Développement

malgré ce poids, 80 à 90% parmi elles connaissent les contraintes de financement importantes (FMI, 2004 ; Africapractice, 2005 ; Lefilleur, 2008).

Au Cameroun comme dans la plupart des pays d'ASS, l'accès au financement dans les établissements traditionnels classiques est évoqué comme étant l'une des contraintes majeures que rencontrent les entrepreneurs-dirigeants. Les résultats d'enquête du Ministère en charge des PME (2009) indiquent que près de 77,1% des PME camerounaises connaissent des problèmes de financement bancaires. En plus, selon les rapports Doing Business (2012 & 2013), le rang du Cameroun en matière d'obtention des crédits bancaires est aller croissant. Selon plusieurs études (Aryeetey, 1998 ; FMI, 2004 ; Africapractice, 2005 ; Lefilleur, 2008), la faible intégration bancaire des PME est due à une très forte asymétrie d'information qui existe entre les entrepreneurs-dirigeants et les banquiers. Cela est dû au fait que les informations mises à la disposition du banquier par l'entrepreneur-dirigeant ne sont pas fiables (Wamba et Tchamambe, 2002), et parfois aussi, à cause du caractère innovant des projets à financer (Bekolo et Beyina, 2009). Ainsi, les entrepreneurs-dirigeants PME vont se rapprocher du financement par capital-investissement, susceptible de pouvoir surmonter les problèmes d'asymétrie d'information et de financer les projets innovants.

Le capital-investissement, qui connaît une « *ébullition* » en Afrique² depuis la fin des années 90, est une activité financière de prise de participation minoritaire en fonds propres ou quasi-fonds propres dans les entreprises non cotées. Si aux Etats-Unis et en Europe il cible plus les PME innovantes à forte création de valeur (Bessis, 1988 ; OCDE, 1996 ; Bascha et al., 2001 ; To Hu, 2011 ; Kouame, 2012), en Afrique, il finance toute entreprise, quelque que soit le secteur d'activité, ayant un projet avec un haut potentiel de rendement, susceptible de générer à long terme des plus-values élevées (Dieng, 2000). A côté du financement qu'il apporte, il accompagne aussi l'entreprise financée (désormais EF) sur une période limitée (allant de 3 à 7 ans) afin de l'aider à créer de la valeur (Stevenot, 2005). Le financement par capital-investissement est né d'une volonté de favoriser et de soutenir la croissance américaine (Villemeur et Alexandre, 2008), peut également soutenir la croissance des pays africains au moment ils songent à passer de pays à revenus intermédiaires à pays émergents.

² De 3% du total des fonds levés au bénéfice des pays émergents en 2008, la part de l'Afrique a atteint 4% en 2009 et 6,4% en 2010. « un record absolu, et cette croissance devrait se poursuivre », promet Jennifer Choi, vice-présidente chargée des affaires sectorielles et publiques de l'EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association).

Les capital-investisseurs africains sont des intermédiaires financiers spécifiques, qui collecte des fonds auprès des bailleurs de fonds publics³, des investisseurs institutionnels internationaux majoritairement anglo-saxons⁴, la Société Financière Internationale (SFI), certaines banques africaines et rarement des particuliers fortunés (Dieng, 2000 ; Geiss, 2008). Disposant d'un personnel qualifié et diversifié (Geiss, 2008), les capital-investisseurs africains adoptent un mode d'intervention qui leur permettra de réduire les asymétries d'information et des conflits d'intérêt auprès les entrepreneurs-dirigeants (Sahlman, 1990 ; Kaplan et Stromberg, 2003).

Pour Sahlman (1990), la relation contractuelle entre le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant est caractérisée par les risques de sélection contraire et d'aléa moral lors de la décision de financement des entreprises ayant un potentiel de rendement. D'une part, les entreprises financées par capital-investissement sont généralement des entreprises qui sont caractérisées par une incertitude due à la qualité des actifs à financer (innovants ou spécifiques), manque de données historiques et parfois des informations erronées sur le marché potentiel de l'entreprise. D'autre part, pour assurer le succès des entreprises de son portefeuille, les capital-investisseurs camerounais ont besoin des capacités de l'entrepreneur et de ses efforts. Toutefois, une fois le contrat signé, il sera difficile d'observer les efforts de l'entrepreneur-dirigeant ; de savoir si les erreurs commises, en cas d'échec, lui sont imputables ; pour asseoir ses intérêts personnels, il va engager des dépenses somptuaires ; et en outre, il peut aussi avoir un risque de hold-up, dans la mesure où le niveau de spécificité du projet est élevé pour le capital-investisseur, l'entrepreneur-dirigeant cherche toujours à tirer avantage non-financier au détriment du capital-investisseur.

S'il est avéré aujourd'hui que l'activité du capital-investissement connaît un certain engouement dans le continent noir, et particulièrement au Cameroun, il serait important d'analyser la structure des contrats établis afin de comprendre le niveau de protection contractuelle accordée aux entrepreneurs-dirigeants contre les risques de sélection contraire et d'aléa moral. Notre étude vise à examiner les contrats financiers en capital-investissement en Afrique. Plus précisément, nous voulons analyser les choix contractuels effectués par le

³ Notamment la néerlandaise Netherlands Development Finance Company – FMO, le scandinave Norfund, le britannique Commonwealth development corporation – CDC, le français FISEA (fonds d'investissement et de soutien aux entreprises en Afrique) de l'Agence Française de Développement, géré par Proparco (société de promotion et de participation pour la coopération économique), la Banque européenne d'investissement – BEI, etc

⁴ Ces derniers cherchent à augmenter leurs allocations dans cette classe d'actifs jusqu'à 10% de leur portefeuille, séduits par les fortes rentabilités des marchés africains dans un contexte

capital-investisseur camerounais dans un contexte socio-économique où la législation existante assimile maladroitement le capital-investissement en une catégorie d'établissement par la Commission Bancaire d'Afrique Centrale (COBAC) ; malgré les avancées en matière de règlements des conflits commerciaux et de la protection des investisseurs par les actes uniforme OHADA, le système juridique camerounais ne rassure pas toujours en cas de matière litige selon *Doing Business* 2012. Malgré une avancée en matière de règlement des conflits commerciaux et de la protection des investisseurs par les actes uniformes OHADA, le Cameroun a encore des efforts à fournir dans ces deux domaines selon *Doing Business* (2012). En outre, l'étroitesse et la faible liquidité de la Douala Stock Exchange (DSX), la bourse des valeurs mobilière du Cameroun, handicapent la sortie du capital-investisseur du capital de l'entreprise financée. Les capital-investisseurs revendent généralement la part du capital acquise à l'entrepreneur-dirigeant et rarement à un industriel.

Plusieurs travaux ont abordé le sujet des choix contractuels effectués par les capital-investisseurs dans d'autres contextes mais pas Afrique (Sahlman, 1990 ; Kaplan et Stromberg, 2003 ; Gilson et Schizer, 2003 ; Cumming, 2005a ; Bascha et Walz, 2007 ; Bengtsson et Sensoy, 2008 ; Joly, 2009 ; Hartmann-Wendels, Keienburg et Sievers, 2011). Certains travaux effectués aux Etats-Unis, l'utilisation des actions privilégiées convertibles en actions ordinaires est un moyen efficace d'une part, pour inciter les dirigeants à une gestion plus performante et d'autre part à minimiser les conflits d'intérêt (Sahlman, 1990 ; Kaplan & Stromberg, 2003). Par contre, Gilson et Schizer (2003) affirment que c'est le cadre fiscal américain qui favorise le financement des entreprises par les actions privilégiées. Au Canada, Cumming (2005a) est le premier qui analyse l'influence de l'environnement sur le choix effectué par les capital-investisseurs. Il affirme que le marché canadien de capital-investissement utilise une variété d'instruments financiers et que l'action privilégiée est moins utilisée. En Europe, les travaux se sont plus focalisés sur la relation entre les choix contractuels effectués par les capital-investisseurs et les caractéristiques de ces investisseurs. Ces chercheurs pensent les choix contractuels dépendent du type d'investisseurs effectuels (Joly, 2009) et de l'expérience de l'investisseur (Joly, 2009 ; Hartmann-Wendels et al., 2011).

La qualité du management de l'entrepreneur-dirigeant et ses capacités sont des variables fondamentales dans toute prise de décision en capital-investissement (Stephany, 2003). Ainsi, le souci du capital-investisseur est de réguler sa relation avec l'entrepreneur-dirigeant afin de contribuer à la réussite du projet d'investissement. L'objectif de notre communication est de comprendre si les choix des contrats effectués par les capital-investisseurs varient en fonction

des caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant dans un contexte où le système local est déficient et surtout dans un environnement où l'entrepreneur-dirigeant n'aime pas partager le pouvoir et aime décider seul sans consulter (Hernandez, 1997). La question de l'étude est la suivante :

Comment le capital-investisseur structure-t-il les contrats financiers avec l'entrepreneur-dirigeant au Cameroun ? Existe-t-il un lien entre les choix des contrats effectués par les capital-investisseurs et les caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant camerounais ?

Ce questionnement suscite un double intérêt, le plan théorique et sur le plan pratique des pratiques. Au niveau théorique, nous voulons montrer que les choix contractuels dépendent des caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant lorsque les conditions du marché de capital-investissement sont défavorisées. Sur le plan pratique, notre étude est importante pour les capital-investisseurs qui veulent se lancer dans le financement par capital-investissement en Afrique. Mais aussi pour les entrepreneurs qui sollicitent les fonds en capital-investissement.

1. Objectifs de l'étude

L'objectif général de cette étude est d'évaluer l'impact des caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant sur les choix contractuels effectués par les capital-investisseurs camerounais. De manière spécifique, il s'agit de :

- Identifier les contrats financiers établis par les capital-investisseurs au Cameroun ;
- Examiner l'influence des caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant, part de propriété détenue dans le capital et sa réputation dans la communauté d'affaires sur les contrats

2. Revue de la littérature

Nous organisons cette revue de la littérature en deux parties. La première partie s'intéresse aux contrats financiers établis par les capital-investisseurs au Cameroun, et la deuxième partie on s'intéresse aux raison théoriques susceptibles d'expliquer les choix contractuels des investisseurs.

2.1. Les choix contractuels effectués par les capital-investisseurs au Cameroun : une prédominance des contrats par action ordinaire

Après avoir sélectionné le projet d'investissement, le capital-investissement et l'entrepreneur-dirigeant signent un contrat de financement. Black et Gilson (1998) distingue deux types de contrats dans la relation entre le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant : les contrats explicites et les contrats implicites. Un contrat explicite est formalisé par les clauses qui définissent la nature des apports en fonds propres, le moment des échanges, la stratégie de sortie du capital. Par contre le contrat implicite est « *un accord qui ne revêt pas de forme légale mais qui lie les parties en ce qui concerne leurs comportements respectifs* » (Milgrom et Roberts, 1997⁵). Dans le cadre de cette étude nous allons nous en tenir uniquement au contrat explicite.

De façon explicite, pour remédier aux risques de sélection adverse et d'aléa moral, le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant vont établir un contrat ayant pour seul but de réduire le risque qu'ils prennent. Au Cameroun, le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant établissent beaucoup plus deux types de contrat : les contrats par action ordinaire, les contrats par prêt participatif et les contrats par compte courants d'actionnaire.

Un **contrat par action** est un contrat par lequel le capital-investisseur reçoit de l'entrepreneur-dirigeant une fraction du capital de sa société, ce qui lui confère la qualité d'actionnaire. Plusieurs droits peuvent être associés à ce contrat : le droit de vote, le droit de préemption, le droit au remboursement en cas de liquidation, droit à l'information, droit de cession d'action, etc. Au-delà de ces droits, le contrat par action se traduit par le partage des risques et des profits, la flexibilité du capital (apport de fonds complémentaire) et la création de valeur à travers un réseau de partenaires compétents.

Un **contrat par prêt participatif** est un contrat qui permet à l'entrepreneur d'améliorer sa structure du haut du bilan. Le prêt participatif est remboursé par échéance ou in fine selon les conditions du contrat. Lorsqu'une clause de participation est mise en place, elle s'exerce sous la forme d'un prélèvement prioritaire sur le bénéfice distribuable.

Un **contrat par compte courant d'actionnaire** est un contrat qui permet au capital-investisseur de compléter son apport par un prêt à la société. Cette solution permet à

⁵ Cité par Stephany (2003).

l'investisseur de limiter les risques. Pour l'entreprise, cette solution permet de répondre aux besoins financiers sans remettre en cause la géographie du capital.

D'après Tirole (2001), les choix contractuels effectués par les capital-investisseurs sont fondés sur les droits d'allocation des flux de trésorerie et les droits de contrôle, en présence des risques d'agence. Autrement dit, les capital-investisseurs possédant les contrats par actions ordinaires prennent des garanties à travers les droits de contrôle pour rentrer en toute sécurité en possession de leur flux de trésorerie. Par contre les détenteurs d'un contrat par dette ne sont limités qu'au paiement d'intérêts et du capital de la dette. Ainsi, Au cause du manque d'information et de transparence, de l'étroitesse et la faible liquidité du marché, de la faiblesse du système juridique sur les contrats et la mauvaise protection des investisseurs, les capital-investisseurs ne prennent pas trop de risque à utiliser des contrats par titres hybrides comme aux Etats-Unis, où l'on utilise ces contrats pour se prémunir contre le risque d'asymétrie d'information (Kaplan et Strömberg, 2003).

3. Les caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant financé par capital-investissement :

Nous pouvons dire que les difficultés de financement que rencontrent l'entrepreneur-dirigeant camerounais sont bien réelles. Toutefois, l'une des spécificités de la PME camerounaise réside en partie dans le rôle central que joue l'entrepreneur-dirigeant de l'entreprise (Hernandez, 1997). Ces entreprises sont caractérisées par l'absence de la séparation entre les fonctions de propriété, décision et de contrôle. Cette concentration entre les mains de l'entrepreneur influe sur la nature des investissements choisis et sur la politique de financement pratiquée (Hirigoyen, 1982 ; Charreaux, 1985 ; Van Loye, 1991)⁶. Et par conséquence, on peut penser les caractéristiques de l'entrepreneur-dirigeant ont une influence sur les choix contractuels effectués par les capital-investisseurs.

Dans le processus de sélection des projets utilisé par les capital-investisseurs, l'entrepreneur-dirigeant fait l'objet d'une étude particulière. En appuyant sur les travaux de Redis (2012), nous pouvons dire que de nombreux travaux ont été menés pour montrer l'importance que le capital-investisseur accorde aux capacités de l'équipe dirigeant (Shepherd et Zacharis, 1999), leur compétence en gestion (Tyebjee et Bruno, 1984), les antécédents des créateurs d'entreprise (Hutt et Thomas, 1985), leur connaissance du marché (MacMillan et al., 1987), ou les traits généraux des entrepreneurs (Hisrich et Jankowitz, 1990). soccupe un place de c a

⁶ Cité par Stephany (2003)

fait l'objet de nombreuses recherches (Shepherd et Zacharadis, 1999 ; Tyebjee et Bruno, 1984 ;). S'il est vrai que ces recherches se sont plus focalisés sur l'identification des facteurs discriminants permettant d'expliquer les entrepreneurs qui obtiennent les fonds par capital-investissement et ceux qui échouent, il n'en demeure pas moins vrai que ces recherches n'ont pas expliqué l'influence des caractéristiques de l'entrepreneur sur les choix contractuels.

la décision de financement du capital-investisseur est fondée sur les problème d'agence entre le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant (Jensen et Meckling, 1976 ; Sahlman, 1990 ; Kaplan et Stromberg, 2003). Le problème fondamental est le suivant : bien que les capital-investisseurs souhaitent leurs décisions sur la qualité de l'entrepreneur, et bien qu'ils utilisent tous les moyens possibles pour recueillir des informations pertinentes au cours du processus de sélection, par quels moyens peut-on continuer à contrôler son action, car il n'est possible pas d'en connaitre substantiellement sur ses capacités. Ce problème d'agence ne va pas simplement se porter sur le choix de la personne ou des projets que le capital-investisseur va financer, encore moins sur le rythme et les montants, mais il portera sur le choix contractuel pour minimiser ces problèmes d'agence.

3.1.L'allocation majoritaire des droits de propriété de l'entrepreneur-dirigeant comme un élément incitatif au contrat par actions ordinaires

Face aux contraintes de financement, l'entrepreneur-dirigeant doit renoncer à une part de ses droits de propriété et de contrôle au profit du capital-investisseur. Ceci est un signal que l'entrepreneur émet à propos de la qualité du projet (Dewatripont et Tirole, 1994). Le but du capital-investisseur est d'obtenir des bénéfices élevés tout en faisant face au risque élevé. Par conséquent, en plus d'exiger une allocation de flux de trésorerie, il demandera aussi une partie des droits de contrôle afin de maîtriser les risques dus à l'asymétrie d'information. De nombreuses études ont analysé l'allocation des droits entre l'entrepreneur-dirigeant et le capital-investisseur (Aghion et Bolton, 1992 ; Dewatripont et Tirole, 1994 ; Berglof, 1994 ; Kaplan et Stromberg, 2003). Kaplan et Stromberg (2003) montrent que les droits de flux de trésorerie sont disproportionnels aux droits de contrôle dans les entreprises financées par capital-investissement. Et ce fait, confirment les prédictions de Berglof (1994) qui prévoyait que lorsque la situation de l'entreprise est bonne, l'entrepreneur garde le contrôle, sino, le capital-investisseur prend le pouvoir. Gebhard et Schmidt (2006) ont combiné l'allocation des droits de contrôle et les instruments financiers (dettes, fonds propres et actions privilégiées).

Ils montrent que la combinaison des actions privilégiées et des droits de control peut être utilisée pour résoudre les conflits d'intérêt de manière efficace.

La littérature émergente a analysé la part du capital détenue par l'entrepreneur et son influence sur l'allocation des droits flux de trésorerie (Li et Zhou, 2012). Ils montrent que plus la part du capital détenue par l'entrepreneur-dirigeant est grande, plus grande est l'évaluation du capital-investisseur sur le projet et sur les capacités de l'entrepreneur, et moins le capital-risqueur voudra les droits de flux de trésorerie et des droits de contrôles. Ce résultat, non seulement confirme les explications empiriques de Kaplan et Strömberg (2003) sur la disproportionnalité entre les droits d'allocation des flux de trésorerie et les droits de contrôle, mais aussi soutient que l'allocation des droits de flux de trésorerie et des droits de contrôle sont influencés par les contraintes de financement de l'entrepreneur-dirigeant. Nous allons faire une recherche supplémentaire, dans un contexte différent pour valider les explications de Kaplan et Stromberg (2003).

3.2.Un entrepreneur-dirigeant ayant une bonne réputation dans la communauté d'affaires.

Cumming (2005a) dans son article intéressant sur les contrats financiers par capital-investissement, il compare les contrats financiers par capital-investissement aux Etats-Unis et au Canada. Il souligne que les investisseurs américains préfèrent les contrats par actions privilégiées alors que les investisseurs Canadiens utilisent beaucoup plus des contrats par actions ordinaires. L'auteur examine les diverses causes de cette différence, notamment la résolution des conflits d'agence, la fiscalité, l'apprentissage et les facteurs institutionnels. Toutefois, il mentionne aussi le facteur d'équité sociale. Il pense à ce propos que les contrats par action peuvent être perçus comme des contrats justes et équitables. Ce qui montre que les investisseurs canadiens font plus confiance à leurs entrepreneurs que les investisseurs américains ne font confiance à leurs entrepreneurs. Dans notre analyse, nous voulons montrer que la base de la confiance entre le capital-investisseur et l'entrepreneur-dirigeant est fondée sur la réputation de l'entrepreneur-dirigeant.

I. REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

1. Admati, A. and P. Pfleiderer, 1994, Robust financial contracting and the role of venture capitalists, *Journal of Finance* 49, 371-95.
2. Aghion P. et Bolton P (1992), « An Incomplete contracts approach to Financial Contracting », *Review of Economics Studies* 59, 473-494
3. Amit, R., L. Glosten, and E. Muller, 1990, Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing, *Journal of Management Science* 36, 1232-43.
4. Anderhub, V., S. Gächter and M. Königstein, 2001, Efficient contracting and fair play in a simple principal-agent experiment. Available at <http://ideas.repec.org/p/zur/iewwpx/018.html>
5. Bacharach, M., G. Guerra, and D. Zizzo, 2001, Is trust self-fulfilling? An experimental study, Discussion Papers, University of Oxford.
6. Baker, M. and P.A. Gompers, 1999, Executive ownership and control in newly public firms: The role of venture capitalists, Working paper. Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=165173.
7. Bascha, A., 2000, Why do venture capitalists hold different types of equity securities? Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_249949.
8. Becker, G. 1974, A theory of social interactions, *Journal of Political Economy* 82, 1063 -1093.
9. Bekolo C. et Beyina E. (2009), « le financement par capital-risque dans les PME innovantes : le cas spécifique des PME innovantes camerounaises », *Innovation*, N°29, p.169-195.
10. Berg, J., J. Dickhaut and K.McCabe, 1995, Trust, reciprocity and social history, *Games and Economic Behavior* 10, 122 – 142.
11. Bolle, F., 1995, Rewarding trust: an experimental study, *Theory and Decision* 25, 83 – 98.
12. Bolton, G. and A. Ockenfels, 2000, ERC- A theory of equity, reciprocity, and competition, *American Economic Review* 90, 166 – 193.
13. Bolton, G., 1991, A comparative model of bargaining: theory and evidence, *American Economic Review* 81, 1096 – 1136.

14. Busenitz, L.W., D.D. Moesel, J.O. Fiet, and J.B. Barney, 1997, The framing of perceptions of fairness between venture capitalists and new venture teams, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol 21, no 3, 5 – 21.
15. Cable, D.M., and S. Shane, 1997, A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships, *Academy of Management Review*, Vol 22, no 1, 142 – 176.
16. Camerer, C., 2003, Behavioral game theory: experiments in strategic interaction.
17. Casamatta, C., 2003, Financing and advising: Optimal financial contracts with venture capitalists, *Journal of Finance* vol 58, no 5, 2059 - 2085.
18. Cumming, D.J., 2005, Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting, *Journal of Business Venturing*, 20, 573 – 622.
19. De Bettignies, J.E, and Brander, J.A. 2007. Financing Entrepreneurship: bank finance versus venture capital, *Journal of Business Venturing* 22, 808-832.
20. De Bettignies, J.E., 2008, Financing the entrepreneurial venture. *Management Science* 54, 151-166.
21. De Clercq, D. and H. Sapienza, 2001, The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads, *Venture Capital* 2001, 107 – 127.
22. Elitzur, R., and A. Gaviols, 2003, Contracting, signalling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, 'angels,' and venture capitalists, *Journal of Business Venturing* 18, 709 – 725.
23. Etoundi C. (2003), "Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur la contrôlabilité de la PME: cas de Cenainvest SA et 18 PME camerounaises", 8es journées scientifiques du réseau entrepreneuriat de l'Agence Universitaire de la Francophonie, Université de Rouen.
24. Fairchild, R. 2009 (forthcoming), An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel financing: A behavioural game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing* (article in press).
25. Fairchild, R., 2004, Financial contracting between managers and venture capitalists: The role of value-added services, reputation seeking, and bargaining power, *Journal of Financial Research* vol 27, no 4, 481-495.
26. Fehr, E. and S. Gächter, 2002, Do incentive contracts undermine voluntary cooperation? Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313028

27. Fehr, E., A. Klein and K. Schmidt, 2001, Fairness, incentives and contractual incompleteness, *Working Paper Series, ISSN 1424-0459*, Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich.
28. Fehr, E., and K. Schmidt, 2004, Fairness and incentives in a multi-task principal-agent model, *Scandinavian Journal of Economics* 106 (3), 453 – 474.
29. Fehr, E., and K. Schmidt., 1999, A theory of fairness, competition and cooperation, *Quarterly Journal of Economics*, 817 – 868.
30. Geanakoplos, J., D. Pearce, and E. Stacchetti, 1989, Psychological games and sequential rationality, *Games and Economic Behavior*, 1, 60 – 79.
31. Gibson, K. 2003, Games students play: incorporating the prisoner’s dilemma in teaching business ethics, *Journal of Business Ethics*, vol 8, issue 1, 53 – 64.
32. Hart O. (2001), “Financial Contracting”, *Journal of Economics Literature* 39(4), 1079-1100
33. Hellmann, T., 1998, The allocation of control rights in venture capital contracts, *RAND Journal of Economics*, vol 29 (1), 57 – 76.
34. Hirsch J. et Walz U. (2011), “Why do contracts differ between venture capital types”, *Review of Finance* (Forthcoming)
35. Hoffman, H, and Blakey, J., 1987, You can negotiate with venture capitalists, *Harvard Business Review*, March/April, vol 65 issue 2, 16 – 20.
36. Houben, E., 2003, Venture capital, double-sided adverse selection, and double-sided moral hazard, Unpublished Working Paper.
37. Huang, P.H., 2000, Reasons within passions: emotions and intentions in property rights bargaining, *Oregon Law Review* 2000.
38. Joly V. (2009), “Affiliation des investisseurs, expérience et contrats financiers en capital-risque”, WP.
39. Kaplan S. et Strömberg P. (2003), “Financial Contracting Theory Meets the Real World : An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”, *Review of Economics Studies* 70(2), 281-315
40. Kaplan, S. and P. Stromberg. 2000, Financial contracting meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. Available at <http://papers.ssrn.com/paper.cfm?id=218175>.
41. Kim, W.C., and R.A. Mauborge, 1993, Procedural justice, attitudes, and subsidiary top management compliance with multinationals’ strategic decisions, *Academy of Management Journal*, Vol 36 no 3, 502 526.

42. Kim, W.C., and R.A. Mauborgne, 1991, Implementing global strategies: the role of procedural justice, *Strategic Management Journal*, Vol 12, 125 – 143.
43. Klausner, M. and K. Litvak, 2001, What economists have taught us about venture capital contracting. Available at <http://papers.ssrn.com/abstract=280024>
44. Lehtonen, O., K. Rantanen, and M. Seppala, 2004, Venture capitalists' opportunistic behaviour towards entrepreneurs, Proceedings of the Hawaii International Conference on Business, 2004.
45. Lu, Q., Hwang, P., and Wang, C.K., 2006, Agency risk control through reprisal, *Journal of Business Venturing* 21, 369 – 384.
46. Manigart, S., Korsgaard, M., Folger, R., Sapienza, H., and Baeyens, K., 2002, The impact of trust on private equity contracts, Vlerick Working papers, Vlerick Leuven Gent Management School.
47. Rabin, M., 1993, Incorporating fairness into game theory and economics, *American Economic Review*, Vol 83, no 5, 1281 – 1302.
48. Repullo, R., and J. Suarez, 2004, Venture capital finance: A security design approach, *Review of Finance* 8: 75 – 108.
49. Sahlman, W., 1990, The structure and governance of venture capital organizations, *Journal of Financial Economics*, 27, 473 – 524.
50. Sally, D., 2001, On sympathy and games, *Journal of Economic Behavior and Organization* 44, 1 – 30.
51. Sapienza, H., and M. Korsgaard, 1996, Procedural justice in entrepreneur-investor relations, *The Academy of Management Journal* vol 39, 544 – 574.
52. Sapienza, H., Korsgaard M., Goulet, P., and Hoogendam, J., 2000, Effect of agency risks and procedural justice on board process in venture capital-backed firms, *Entrepreneurship and Regional Development* vol 12, 331 – 351.
53. Severino J. M. (2011), Private equity et PME : un instrument de croissance, *La Revue de Proparco* - n°12, 22 – 24.
54. Shepherd, D. and A. Zacharakis, 2001, The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour, *Venture Capital* 129 – 149.
55. Smith, D.G., 1998, Venture capital contracting in the information age, *Journal of Small and Emerging Business Law* 2, 133-74.

- 56.** Tucker, J. (2004) Leveraging the Venture capital relationship – the entrepreneur’s perspective, Unpublished MBA dissertation, School of Management, University of Bath, UK.
- 57.** Utset, M. 2002, Reciprocal fairness, strategic behaviour and venture survival: a theory of venture capital-financed firms. *Wisconsin Law Review*.