



« Les barbares sont-ils à la porte ? »*

Une analyse des modèles de capital-investissement en termes de variété de formes de capitalisme

Cet article propose une analyse originale de la convergence ou non des modèles de capital-investissement. Si les perspectives historiques, économiques ou sociologiques classiques soutiennent l'idée d'un alignement sur le modèle de référence anglo-saxon pionnier et leader, les approches en termes de variété de formes de capitalisme justifient au contraire la persistance de différents modèles de capital-investissement. Ce travail identifie de nouveaux enjeux pour les investisseurs, les dirigeants d'entreprise, les pouvoirs publics et ouvre des pistes de recherche.

DOI: [10.3166/rfg.2017.00134](https://doi.org/10.3166/rfg.2017.00134) © 2017 Lavoisier

* Ce titre fait référence à celui d'Amess et Wright (2007) : « Barbarians at the gate: do LBOs and private equity destroy jobs? » qui souligne les conflits d'intérêt, les tensions et les incompréhensions qui peuvent naître de l'intervention de capital-investisseurs dans les entreprises qu'ils financent. Le mot « barbare » suggère plus fondamentalement des différences culturelles.

Avec 8,7 milliards d'euros investis dans l'économie en 2014 (Association française des investisseurs pour la croissance – AFIC, 2014a), la France est depuis plusieurs dizaines d'années le deuxième marché européen du capital-investissement (CI), derrière le Royaume-Uni, et le troisième au monde derrière les États-Unis qui culminent avec 48 milliards de dollars investis en 2014 (*National Venture Capital Association* (NVCA), 2015). Ces investissements concernent des PME dans 75 % des cas (AFIC, 2014b). En Europe, c'est plus de 70 % des montants investis qui l'ont été dans des entreprises de moins de 100 salariés (40 % dans des entreprises de moins de 20 salariés) (*European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), 2015). Le CI représente ainsi aux États-Unis, en Europe et en France une source de financement majeure pour l'économie, en particulier pour la création et le développement des entreprises non cotées, de petites et moyennes tailles, avec des spécificités par rapport à d'autres modes de financement. Les sociétés de CI sélectionnent les projets et les entreprises, sur la base d'un *business plan* et d'audit (*due diligence*), puis investissent en fonds propres ou quasi-fonds propres, devenant ainsi actionnaires. Leur présence est toutefois limitée dans le temps, à cinq ans en moyenne en France (AFIC, 2014a), avec en général un objectif de maximisation de plus-value entre leur entrée et leur sortie du capital. Selon qu'ils sont majoritaires ou minoritaires au capital, seuls ou à plusieurs, leur pouvoir et leur influence sur l'entreprise qu'ils financent ne sont pas les mêmes (Wright, 2002 ; Stévenot, Guery, 2010). Mais d'une manière générale, il s'agit

d'investisseurs présents et actifs dans les entreprises qu'ils financent pour des raisons de contrôle mais aussi de contribution à la création de valeur. Depuis la crise de la bulle internet des années 2000, les investisseurs en capital sont devenus plus actifs que par le passé (Stéphany, 2001). Au final, par son ampleur et ses modalités d'intervention auprès des entreprises, le CI est structurant pour les économies des différents pays.

Les statistiques réalisées par les associations nationales, américaines et françaises, et européennes (NVCA, 2015 ; AFIC, 2014a ; EVCA, 2015) montrent que l'industrie du CI est mondialisée, à la fois au niveau des fonds levés et investis. Ce sont ainsi entre 40 % et 50 % (selon les années) des fonds levés en Europe et en France qui viennent de pays anglo-saxons (EVCA, 2015). En parallèle de ces flux internationaux, on voit se développer des normes internationales sur les bonnes pratiques en matière de CI avec l'*International Private Equity and Venture Capital Association* (IPEV). Devant l'importance de la mondialisation du capital-investissement et de ses enjeux structurels économiques, la question se pose de savoir si le modèle de capital-investissement anglo-saxon s'impose ou si perdure différents modèles de capital-investissement.

Le CI n'est pas un secteur parfaitement homogène. Il existe notamment des investisseurs de types différents. On distingue classiquement les investisseurs publics ou parapublics (comme les instituts régionaux de participation en France), les filiales de banques (Euro Capital, Crédit agricole Asset Management, etc.), les indépendants français, les indépendants internationaux et les filiales de groupes industriels (Schneider Equity, Google Capital, etc.) (Hugot,

Mocci, 2014). Bacon *et al.* (2013) distinguent quant à eux quatre profils d'investisseurs en fonction de leur horizon (court ou long terme) et de leur stratégie (efficacité ou croissance). On note que ces différents types d'investisseurs sont plus ou moins représentés selon les pays. Par exemple, en France, le CI public est beaucoup plus développé qu'au Royaume-Uni, représentant respectivement 13,6 % en France et 1,6 % au Royaume-Uni (EVCA, 2015). La question du ou des modèles de CI se pose alors au regard de la composition même des acteurs du secteur, différente selon les pays.

De nombreuses études se sont développées dans les années 1990 et 2000 proposant des comparaisons empiriques internationales (Sapienza *et al.*, 1996 ; Wright *et al.*, 2004 ; pour une revue de littérature voir Wright *et al.*, 2005). Ces travaux ont montré des comportements différents selon les pays ou encore des enjeux en termes de contribution à la performance différents, sans pour autant inscrire ces analyses, de nature essentiellement statique, dans une réflexion en termes d'évolution et d'influence des modèles. Quelle est l'importance et la persistance, voire la résistance des contextes nationaux dans les pratiques de CI auprès des entreprises ? Y a-t-il des logiques d'adaptation du CI en fonction des contextes ou existe-t-il véritablement un modèle de CI international qui transcende les contextes ? Cette réflexion s'inscrit dans une approche institutionnelle en termes de variété de formes de capitalisme (*Varieties of Capitalism*, VoC) (Hall, Soskice, 2001 ; Dore, 2000) ou plus récemment de

« panachage de capitalisme » (*Variegated Capitalism*) (Jessop, 2011 ; 2014 ; Peck, Theodore, 2007). Ce dernier courant théorique propose en particulier de dépasser l'idée selon laquelle il existerait différents modèles de capitalisme (modèle d'économie libérale, modèle d'économie coordonnée, modèle hybride) distincts voire opposés et de considérer ces différents types de capitalisme dans une logique de continuité et d'interconnexions. Les acteurs du CI nationaux et internationaux, issus de modèles de capitalismes différents, sont en contacts répétés au travers des opérations de financement (« deals ») auxquelles ils participent. Le CI offre au travers des acteurs concernés, investisseurs et entreprises, un terrain de rencontre des différents modèles de capitalisme. L'importance de la syndication (regroupement de plusieurs investisseurs pour le financement d'un même « deal ») en France¹ favorise encore davantage ces interactions.

Le projet de ce papier est d'explorer les arguments théoriques et empiriques concernant les relations entre les modèles de CI (anglo-saxons, européens et asiatiques). Pour ce faire, nous proposons dans un premier temps d'analyser ces modèles et leurs évolutions dans une perspective historique, avant de considérer les arguments institutionnels. La question du développement des modèles de CI se pose sous l'angle de la rationalité économique institutionnelle mais aussi de la sociologie institutionnelle. L'approche en termes de VoC privilégie quant à elle la prise en compte de la cohérence interne des différents modèles, dans une optique

1. À titre d'exemple, en France, les investissements en syndication représentent 53,9 % comparativement au Royaume-Uni où ils ne représentent que 30,3 %.

configurationnelle. Ces réflexions fondées sur une revue des travaux théoriques et empiriques permettront de dégager des perspectives de recherche pour l'étude du CI dans une perspective internationale.

I – LES DIFFÉRENTS MODÈLES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT : UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE

Une première clé d'analyse des modèles de CI dans le monde et de leur évolution se trouve dans la grille institutionnelle historique. Selon celle-ci, les institutions sont une accumulation d'événements, heureux ou malheureux, qui interviennent à un moment donné et qui vont conduire à la construction d'une institution donnée (Djelic, 2010). Les institutions répondent ainsi à différentes logiques de construction, différents types de rationalités, et sont présentées comme des « compromis historiques » (Jackson, 2010). Il y a, dans cette perspective, une dépendance de sentier qui marquerait structurellement les institutions. Dans la mesure où, selon les pays, les modèles de CI n'ont pas les mêmes origines et la même histoire, on peut penser que des différences entre ces modèles persistent en raison de ces origines et de ces chemins différents. Dans tous les cas, il apparaît nécessaire pour mieux comprendre ces modèles, en particulier le modèle anglo-saxon et le modèle français, souvent opposés, de considérer ces spécificités historiques.

1. Un modèle né aux États-Unis

C'est aux États-Unis que l'industrie du CI s'est d'abord développée. Apparue dès la fin de la Seconde Guerre mondiale, elle s'est réellement « institutionnalisée » au milieu des années 1980 (Reiner, 1989). Ce sont à l'origine des hommes d'affaires, inquiets de l'absence de « financiers entrepreneuriaux » pour soutenir des entreprises fondées sur les avancées technologiques issues des programmes militaires², qui ont créé un nouveau type d'institution, l'*American Research & Development Corporation* (ARD). Le développement du CI aux États-Unis a donc reposé essentiellement sur l'initiative privée et la présence très tôt d'une épargne longue disponible, celle des fonds de pension et des caisses d'assurance. Cette « logique d'innovation privée » est une caractéristique majeure du modèle américain (Geoffron, 1991). Toutefois, les pouvoirs publics ont également joué un rôle auprès des petites entreprises non technologiques, qui n'atteignent pas le même niveau de croissance et n'attirent pas spontanément les investisseurs, avec la création des *Small Business Investment Companies* (SBIC) mises en place par le gouvernement en 1958 et rattachées à une agence fédérale (Geoffron, 1991). Comme le soulignent Bruton *et al.* (2005), le processus d'institutionnalisation de l'industrie du CI ne s'est pas fait instantanément. Un certain nombre de pratiques ont dû être inventées, testées puis reconnues comme efficaces avant d'être progressivement diffusées d'abord au sein de la Silicon

2. Bertonèche *et al.* (1997, p. 9) rapportent cette déclaration du sénateur Ralph Flanders en juin 1946 qui illustre cette prise de conscience précoce : « La prospérité des États-Unis dans cet après-guerre dépend en grande partie du soutien financier apporté à ce petit pourcentage de nouvelles idées qui promettent une augmentation de la production et de l'emploi et un meilleur niveau de vie pour le peuple américain. Nous ne pouvons pas nous laisser porter indéfiniment par la vision et l'esprit d'entreprise de générations précédentes. »

Valley puis au travers de l'ensemble des États-Unis (Suchman, 1995). Cette normalisation progressive s'est faite grâce aux pratiques de syndication, qui ont d'abord eu des raisons économiques de mutualisation de ressources et de diversification des risques, puis, plus récemment, des motifs de partages de ressources cognitives (connaissances, réseaux, réputation, etc.) (Wright, Lockett, 2002). La constitution en 1973 de l'Association nationale des investisseurs en capital, la NVCA, a marqué un tournant important dans l'institutionnalisation et la professionnalisation de l'industrie du CI aux États-Unis. Au milieu des années 1990, des études ont ainsi montré que les investisseurs en capital des différentes régions américaines partageaient un même ensemble de croyances sur la manière dont les sociétés de CI et les entreprises de leur portefeuille devaient se comporter (Fried, Hisrich, 1995).

2. Une construction tardive en Europe

Jusqu'au début des années 1960, on ne trouve que peu de traces du capital risque européen. La première véritable expérience en Europe, la société *European Enterprises Development* (EED) fondée en 1965 à Luxembourg par G. Doriot, président de l'ARD américaine, a été un échec. Son objectif était de prendre des positions minoritaires dans de jeunes entreprises de haute technologie tout en les faisant bénéficier des conseils de sommités industrielles et scientifiques européennes et américaines. En raison d'un certain nationalisme technologique et de l'absence d'un marché financier susceptible d'accueillir ces sociétés en forte croissance (Borderie, 1998), l'EED dut céder ses participations

au milieu des années 1970. Une seconde expérience communautaire (la société Scientia) lancée en 1970 disparut à peine huit ans après sa création. Parallèlement à ces vaines tentatives paneuropéennes, le capital-risque prit son essor dans la quasi-totalité des différents pays à des rythmes et selon des modalités diverses, sous l'impulsion des pouvoirs publics qui mirent en place des régimes fiscaux incitatifs à partir des années 1970 : d'abord au Royaume-Uni puis en Europe continentale dans les années 1980. Même si les premières sociétés de CI au niveau européen ont été fondées par des managers qui avaient eu leurs premières expériences aux États-Unis et ont été, pour certaines d'entre elles, filiales de sociétés américaines (Manigart, 1994), le CI, en particulier d'Europe continentale, s'est développé avec des spécificités par rapport au modèle américain. On observe tout d'abord que les investissements servent beaucoup moins à financer la création d'entreprise et portent davantage sur des entreprises en phase de croissance (Bertonèche *et al.*, 1997). De plus, les montants investis en Europe restent très inférieurs et leur rythme de croissance est plus lent, creusant encore l'écart avec les États-Unis. En outre, la plupart des investisseurs européens ont un passé dans la banque et un certain nombre de sociétés de CI sont d'ailleurs adossées à des banques (Bruton *et al.*, 2005).

3. Un modèle marqué par le rôle de l'État et des banques en France

En France, le développement du CI a été fortement marqué par le rôle de l'État et des banques. Du « tout endettement » pendant les Trente Glorieuses comme moyen de

financement facile, les entreprises françaises ont dû, avec les changements de conditions économiques dans les années 1970, trouver de nouvelles solutions avec l'aide de l'État et des banques. Depuis trente ans, les grandes évolutions du CI en France se sont ainsi faites principalement sous l'impulsion des pouvoirs publics selon une logique d'innovation publique (avec l'Agence nationale pour la valorisation de la recherche – ANVAR, l'Institut de développement Industriel – IDI, les sociétés financières d'Innovation – SFI puis les instituts régionaux de participation – IRP (Geoffron, 1991). Cette spécificité française relève du « social colbertisme » (Albert, 1991, p. 266). Les premières expériences furent des échecs, en raison pour certains d'une « approche typiquement française d'ingénieur, à l'opposé de l'approche anglo-saxonne fondée sur le profit, [qui a conduit les SFI] à financer la haute technologie pour elle-même, sans référence suffisante aux marchés et aux perspectives de rentabilité » (Borderie, 1998, p. 35-36). Mais l'État a réussi à donner une nouvelle impulsion au CI français dans les années 1980 par la création de structures de financement, les fonds communs de placement à risques (en 1983), par des incitations fiscales à « l'initiative économique » (1984) et aux sociétés spécialisées dans les apports de fonds aux entreprises non cotées (1985) ainsi que par la création en 1982 d'une société d'assurance du capital-risque français, la Sofaris. L'institutionnalisation du CI français à cette période (Stéphany, 2001) s'est concrétisée en 1984 par la mise en place d'une organisation professionnelle,

l'Association française des investisseurs en capital³. Le CI français fut marqué par une première crise dans les années 1990 avec des reproches en termes de transparence et de performance. L'accélération du progrès sur les nouvelles technologies de l'information et de la communication et sur les biotechnologies ainsi que l'émergence d'une nouvelle catégorie de jeunes entrepreneurs « plus ouverts aux impératifs de création de valeur » (Stéphany, 2001), ont entraîné à partir du milieu des années 1990 l'apparition d'un nouveau réseau de CI composé d'investisseurs étrangers, de filiales de grands groupes industriels et financiers et d'apporteurs de fonds classiques (banques et assurances). Ce nouvel élan fut par ailleurs renforcé par une politique fiscale et réglementaire incitative (création des fonds commun de placement pour l'innovation en 1997 et des fonds DSK en 1998). Parallèlement à cette évolution quantitative, on a assisté à cette époque à une évolution qualitative du métier : il s'est professionnalisé (sélection plus rigoureuse des entreprises financées, contrôle contractuel, etc.) et le suivi des investissements est devenu plus actif, à l'image des capital investisseurs anglo-saxons. La deuxième crise, du début des années 2000 avec l'éclatement de la « Bulle Internet », ne fut pas spécifique à la France mais renforça encore la logique de professionnalisation du secteur en impliquant sa restructuration. En particulier, l'investissement passif (« hands-off »), plus marqué chez les investisseurs d'Europe continentale dits « captifs » (filiales de banques ou publiques) (Sapienza *et al.*, 1996), a montré ses

3. L'AFIC a changé de nom en 2012 pour s'appeler désormais l'Association française des investisseurs pour la croissance.

limites et a laissé place à un modèle d'investissement davantage « hands-on » ou « hands-in », passant par une sélection encore plus rigoureuse des dossiers et un meilleur suivi, avec des lignes d'investissement moins nombreuses (Stephany, 2001).

4. Une diffusion tardive du modèle anglo-saxon en Asie et dans le reste du monde

En Asie, le CI s'est développé à la fin des années 1980, principalement au Japon, en s'inspirant largement du modèle américain dans la mesure où un grand nombre d'investisseurs asiatiques ont été formés aux États-Unis et conservent des contacts personnels avec leurs homologues américains (Bruton *et al.*, 1999 ; Wright *et al.*, 2002b). Le principal organisme de formation au CI asiatique, l'*Institute of Private Equity Investment*, organise des formations pour les nouveaux investisseurs dont plus de 60 % sont assurées par des instructeurs ayant travaillé dans le CI américain ou encore affiliés à des investisseurs américains (Bruton *et al.*, 2005).

Dans le reste du monde, le CI commence seulement à se développer, en Amérique latine (Charvel, De Yeregui, 2002) ou en Afrique, en particulier au Maghreb, où les principes de finance islamique sont plus favorables au CI qu'au prêt bancaire à intérêt. Seul Israël fait figure d'exception avec un CI très développé et très connecté à l'industrie du CI américaine (Mayer *et al.*, 2004 ; Bruton *et al.*, 2005).

Au final, bien que les différentes industries nationales ou régionales du CI se soient développées dans des conditions et à des moments différents, avec des modèles parfois clairement distincts, comme dans

le cas français, la tendance historique semble être à l'uniformisation des pratiques et à la diffusion des pratiques du pionnier et principal modèle, le modèle américain. On peut se demander si une explication à cette constatation historique de la diffusion, progressive et sans réelle opposition ou alternative, du modèle américain de CI se trouve dans une logique d'institutionnalisation rationnelle classique ou si d'autres logiques institutionnelles, sociologiques et cognitives notamment, interviennent aussi.

II – LES DIFFÉRENTS MODÈLES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT : UNE PERSPECTIVE INSTITUTIONNELLE

Comme cela a été dit, le CI a connu un processus d'institutionnalisation depuis une vingtaine d'années, en particulier aux États-Unis et en Europe. Il existe plusieurs approches institutionnalistes qui offrent différentes grilles de lecture de la construction et de l'évolution des modèles de CI.

1. Les approches classiques rationnelles des institutions

On distingue tout d'abord les approches dites « rationnelles » des institutions (North, 1990 ; La Porta *et al.*, 1998 ; Roe, 2000 ; Peters, 2005). Selon ces approches, les institutions sont le reflet d'un modèle rationnel, efficace et doivent donner aux agents les règles et le cadre pour agir de façon optimale ; elles sont pourvoyeuses d'incitations et de désincitations vis-à-vis de ces acteurs rationnels pour qu'ils puissent faire les meilleurs choix (Wilkinson, Wood, 2012). Dans ce courant, les travaux de Laporta *et al.* (1998, 2000) ont eu un écho

tout particulier en s'intéressant aux niveaux de protection des actionnaires, différents selon les pays, et aux enjeux à ce niveau. Les auteurs trouvent que les pays issus de droit coutumier (*common-law*) offrent aux actionnaires un niveau de protection supérieur par rapport aux pays de droit codifié (*civil law*). Ainsi, les États-Unis et le Royaume-Uni offrent le meilleur cadre pour les actionnaires tandis que leur niveau de protection est plus faible en Allemagne et encore plus faible en France, les deux principaux pays de droit codifié (Laporta *et al.*, 2000 ; Bruton *et al.*, 2005). Selon cette théorie, un niveau élevé de protection des investisseurs garantit une meilleure gouvernance, grâce au meilleur contrôle de la direction des entreprises et à l'assurance de l'alignement de leurs objectifs sur ceux des actionnaires conformément à la théorie de l'agence (Jensen, Meckling, 1976), et ainsi une allocation efficiente du capital. Pour les capital-investisseurs, en particulier lorsqu'ils sont actionnaires minoritaires, la question du niveau de protection que leur offre le cadre réglementaire d'un pays est importante. Le cadre réglementaire aurait de ce fait un impact sur la manière dont le CI se développe dans les différents pays (Bruton *et al.*, 2005). Cela expliquerait notamment que le CI soit apparu et soit aujourd'hui plus développé aux États-Unis. Mais alors, on peut s'étonner, si l'on suit ce raisonnement, que le CI se soit autant développé en Allemagne et plus encore en France. Deux explications peuvent être avancées. Premièrement, le rôle spécifique des pouvoirs publics en France qui ont malgré un cadre *a priori* défavorable favorisé le développement du CI public mais aussi privé, grâce à des incitations fiscales en particulier. Une seconde explication tient au rôle des banques, qui, dans certains pays

comme l'Allemagne, peuvent être à la fois prêteurs et actionnaires, ce qui ne se fait pas aux États-Unis ou au Royaume-Uni. On les retrouve d'ailleurs souvent dans les conseils d'administration des entreprises allemandes comme partenaires financiers complets, avec pour conséquence une concentration et une stabilité du capital plus élevée (Wirtz, 2002). Ceci a un impact sur la liquidité du marché du CI et les possibilités de sorties des entreprises financées par CI.

L'approche rationnelle des institutions et en particulier les travaux de Laporta *et al.* (1998, 2000) suggèrent que le modèle légal et économique libéral est supérieur car plus efficient que les autres modèles, en particulier à ceux qui privilégient un haut niveau de protection des salariés (Botero *et al.*, 2004). Ainsi, raisonnablement, le modèle du CI américain ou anglais, issu des économies libérales, devrait s'imposer dans le monde entier. L'approche rationnelle apporte ici une explication à la tendance évoquée précédemment au rapprochement des différents systèmes de CI du modèle anglo-saxon et à l'uniformisation des pratiques des investisseurs en capital de par le monde.

Pourtant, cette théorie et ses implications en termes de supériorité de modèle trouvent leurs contestations dans des travaux appartenant au champ des relations industrielles, qui montrent que ce qui est bon pour les actionnaires n'est pas nécessairement bon pour les autres parties prenantes (Cooney *et al.*, 2011 ; Deakin, Sarkar, 2008 ; Wilkinson, Wood, 2012). D'un point de vue théorique, au moins trois arguments sont avancés (Freeman, 1984) : le fait que la prise de risque, qui justifie la protection des actionnaires, ne leur est pas propre dans la mesure où les banques, les partenaires commerciaux et les salariés prennent aussi

des risques en investissant leurs ressources financières ou humaines dans l'entreprise ; une meilleure protection des actionnaires ne garantit pas une meilleure gouvernance des entreprises, comme en témoignent les scandales (Enron, Worldcom, Lehman Brothers, etc.) aux États-Unis ; ce qui a de la valeur pour plusieurs parties prenantes a plus de valeur que ce qui en a pour une seule (argument normatif). Le modèle allemand, souvent qualifié de modèle de gouvernance partenariale, a d'ailleurs montré ses performances et une stabilité pendant la récente crise économique et financière. Ces remises en cause des conclusions des travaux inscrits dans l'approche rationnelle des institutions nuancent *a minima* l'impérieuse nécessité selon laquelle les modèles de CI devraient converger vers le modèle anglo-saxon. Faut-il y voir alors une justification à la persistance de différents modèles de CI, dont le modèle français ?

2. Les approches sociologiques des institutions

Les approches rationnelles trouvent une autre contestation majeur au travers des approches sociologiques des institutions qui arguent du fait que les acteurs choisissent de se conformer aux institutions, pour des raisons de quête de légitimité plutôt que pour des raisons de recherche rationnelle de maximisation du profit. C'est l'approche défendue par DiMaggio et Powell (1983) et Meyer et Rowan (1977). Au sein d'un champ organisationnel sous l'influence d'entrepreneurs institutionnels, on constate des tendances à un isomorphisme des organisations qui composent le champ, selon trois types de pression, coercitive, normative et mimétique. Le fait que le CI

soit d'abord apparu aux États-Unis et se soit institutionnalisé en premier dans ce pays l'a naturellement imposé comme leader et comme modèle du CI mondial. Ce phénomène a été renforcé par le fait que le CI dans de nombreux pays s'est largement fait avec l'intervention directe ou indirecte (dans le cadre de formation) d'investisseurs anglo-saxons. Des travaux empiriques ont ainsi montré la présence et l'importance des croyances et normes partagées dans différents cadres professionnels (Dobbin *et al.*, 1988), en particulier dans le cadre du CI concernant les bonnes pratiques des managers de sociétés de CI (Fried, Hisrich, 1995). Certains ont observé une diffusion des croyances et des pratiques du CI des États-Unis auprès des acteurs européens (Sapienza *et al.*, 1996). Les approches sociologiques nous amènent à considérer la diffusion du modèle anglo-saxon et l'alignement des pratiques de CI dans le monde, non pas pour des raisons économiques rationnelles mais pour des raisons sociologiques.

Toutefois cette pression institutionnelle n'est pas inévitable. Face à celle-ci, les acteurs ne sont pas nécessairement passifs ou soumis mais peuvent manifester des comportements d'évitement, de défiance voire de manipulation (Oliver, 1991). Ainsi, comme cela a été présenté précédemment, les premières expériences visant à implanter le modèle de CI américain en Europe se sont heurtées à la persistance des institutions économiques, financières, réglementaires et cognitives européennes, ce qui a expliqué en grande partie les premiers échecs (Borderie, 1998). De plus, comme le soulignent Bruton *et al.* (2005), ce n'est pas parce qu'il existe une pression normative dominante venant des États-Unis que l'environnement local ne

compte pas. À titre d'exemple, on peut citer l'étude de Wright *et al.* (2002a) qui montre que les capital-investisseurs américains, en entrant sur le marché indien, ont adapté leur manière de travailler au marché local, intégrant le contexte réglementaire mais aussi les institutions cognitives locales.

3. Les approches en termes de variété de formes de capitalisme (VoC)

Les approches en termes de variétés des formes de capitalisme (VoC), prenant ses origines dans la sociologie structuraliste de Parsons et la politique économique de Polanyi (Brewster, Mayrhofer, 2012), insistent précisément sur l'importance de l'ancrage politique, social et culturel des économies. Selon Hall et Soskice (2001), il n'y a pas de système intrinsèquement supérieur. Il existe plutôt des configurations nationales qui présentent des règles de fonctionnement, des normes, des pratiques complémentaires et cohérentes, qui favorisent certaines activités économiques plutôt que d'autres. Hall et Soskice (2001) distinguent en particulier deux idéaux types, les économies libérales (*Liberal Market Economies* ou *LME*) et les économies « coordonnées », qualifiées aussi de relationnelles (*Coordinated Markets Economies* ou *CME*), qui correspondent aux modèles allemand et japonais et auxquels on rattache souvent le modèle français ; ce dernier faisant toutefois davantage intervenir l'État (Whitley, 1999). Même si l'on peut regretter le caractère statique des comparaisons internationales induites par ce type de théorie (Boyer, 2005), cela amène à considérer la question de l'ancrage institutionnel et social du CI dans les différents pays.

Nous avons vu que le système réglementaire anglo-saxon, davantage protecteur des actionnaires, favorisait le développement du CI, en particulier dans les projets les plus risqués et les entreprises les plus jeunes, d'où l'importance relative du capital-risque dans les pays anglo-saxons par rapport aux pays d'Europe continentale ou même en Asie. Dans les pays d'économie coordonnée, le fait que le cadre réglementaire ne privilégie pas *a priori* et de manière systématique l'actionnaire entraîne un besoin de construire une confiance liée à la réputation et aux relations entre les acteurs, investisseurs et dirigeants, qui les amène à privilégier l'investissement dans des projets et des entreprises plus avancés (Bruton *et al.*, 2005). L'importance des dimensions relationnelles dans ces économies expliquerait également que les investissements y soient davantage réalisés en syndication que dans le modèle anglo-saxon. Par ailleurs, le fait que les économies en Europe continentale ou au Japon reposent davantage sur les banques et l'État induit un CI plus averse au risque, présentant une culture plus bureaucratique qu'entrepreneuriale selon certains auteurs (Bruton *et al.*, 2005). Ceci peut expliquer non seulement le moindre investissement en capital dans la création d'entreprise mais aussi l'implication moindre dans la stratégie (par un temps moindre passé par les investisseurs auprès des dirigeants ; Sapienza *et al.*, 1996), avec une peur de l'ingérence plus grande (Bruton *et al.*, 2005). À ces spécificités réglementaires et économiques s'ajoutent des institutions cognitives, culturelles et sociales, qui conditionnent les pratiques de CI. Wright *et al.* (2005) expliquent certaines caractéristiques du CI anglo-saxon par rapport au

CI français (retour attendu plus élevé, implication plus forte des investisseurs en termes de contrôle et d'assistance aux dirigeants, prise de risque plus élevée et plus grande transparence des dirigeants) par des arguments culturels empruntés aux travaux de Hofstede et d'Iribarne, en termes d'aversion au risque mais aussi de réticence au contrôle et de rapport à la hiérarchie. D'Iribarne (1989) identifie ainsi, en France, une logique de l'honneur selon laquelle le contrôle est très mal perçu, comme une ingérence indue de ce qui ne devrait relever que des rapports entre l'individu et sa conscience : « contrôler passe pour témoigner un manque de confiance offensant envers quelqu'un que l'on juge incapable de remplir lui-même les devoirs de son état » (d'Iribarne, 1989, p. 46). Une autre différence majeure tient à la perception du statut d'entrepreneur, beaucoup moins bien considéré en Europe continentale ou même en Asie qu'aux États-Unis (Reynolds *et al.*, 2002), ce qui entraîne une sorte de désaffection pour l'entrepreneur. En Europe, et en France en particulier, l'entrepreneur est vu comme un opportuniste ; en Asie, c'est la peur de l'échec, mal accepté dans la société, qui domine. Ces différences culturelles expliqueraient aussi la réticence à financer les projets entrepreneuriaux ainsi que l'envie moindre des investisseurs d'être intimement associés aux projets et de passer beaucoup de temps avec les entrepreneurs (Bruton *et al.*, 2005).

La question de l'univocité ou de la multiplicité des modèles de CI dans le monde trouve des réponses différentes selon les approches. Le [tableau 1](#) synthétise les caractéristiques des principaux modèles de CI et leur évolution selon ces différentes approches.

III – LES PERSPECTIVES POUR DES RECHERCHES FUTURES

Y a-t-il finalement un modèle de CI, en l'occurrence le modèle anglo-saxon, qui s'impose dans tous les pays ? La question ne trouve pas de réponse univoque, au vu des arguments théoriques et empiriques précédents. Pour avancer dans cette réflexion, plusieurs pistes peuvent être envisagées en considérant notamment les lacunes de la littérature existante sur le CI et dans le cadre des comparaisons internationales. La revue des recherches internationales sur le CI réalisée par Wright *et al.* (2005) montre clairement que la grande majorité des travaux proposent des comparaisons relativement statiques entre les industries du CI de différents pays à un niveau macro-économique ou portant sur les différences de comportements des investisseurs selon les pays à un niveau plus micro-économique. Mais très peu s'intéressent aux influences des contextes institutionnels, en particulier les dimensions culturelles et le rôle des réseaux sociaux. De ce point de vue, les analyses sociologiques et en termes de VoC apportent des grilles de lecture particulièrement porteuses.

Les conditions et les modalités d'influences institutionnelles entre investisseurs anglo-saxons et nationaux restent largement à étudier, en particulier dans le cadre d'investissement en syndication. On peut également se demander s'il y a et, si oui, quelle est l'influence de la formation du capital-investisseur ou de la filiation de la société avec une société anglo-saxonne sur la construction et la diffusion des normes et des pratiques des acteurs dans d'autres pays. Il paraît essentielle également de mieux cerner la question des influences culturelles.

Tableau 1 – Les grilles de lecture théoriques pour comprendre l’existence des différents modèles de CI et de leur évolution

	Perspective historique	Perspective rationnelle économique	Perspective sociologique	Perspective en termes de VoC
États-Unis et Royaume Uni	<p>Pionnier en matière de CI</p> <p>Institutionnalisation précoce</p> <p>Implantation progressive en Europe et en Asie directe ou indirecte (formation des investisseurs locaux).</p>	<p>Droit coutumier (<i>Common law</i>) favorable au développement du CI, en particulier du capital-risque (CR)</p> <p>Forte liquidité du marché des actions dans le coté et le non coté => favorable au développement du CI et du CR.</p>	<p>Dimension normative forte dans la construction de l’industrie du CI américain (NVCA, etc.).</p> <p>Croyances fortement partagées sur les bonnes pratiques de CI.</p>	<p>Pas de modèle intrinsèquement meilleur mais des configurations spécifiques selon les pays, présentant une cohérence interne => Le modèle anglo-saxon de CI fonctionne bien dans le contexte économique et réglementaire anglo-saxon mais n’est pas nécessairement pertinent ailleurs. Capacité à créer de la valeur pour les différentes parties prenantes (notamment salariés) contestée.</p>
Europe continentale dont France	<p>Premières tentatives de CI sur le modèle américain au niveau européen ratées.</p> <p>Mais développement dans les années 1980 de modèles de CI dans différents pays. Modèle original français avec l’importance du rôle de l’État et du CI public.</p>	<p>Moindre protection des actionnaires dans les pays de droit codifié (<i>Civil Law</i>), en particulier en France => peu favorable au développement du CI et du CR en particulier, importance de la confiance relationnelle (= > rôle spécifique de la syndication)</p> <p>Moindre liquidité du marché des actions ; rôle majeur des banques (Allemagne en</p>	<p>Pression normative et mimétique venant du CI américain, entrepreneur institutionnel du champ au niveau mondial (diffusion des normes au travers des associations, relations fortes des CI indépendants européen avec les CI anglo-saxons (origine des fonds collectés, filiales de CI anglo-saxons, expériences antérieures et formation</p>	<p>Des modèles de CI spécifiques adaptés aux systèmes réglementaires et économiques nationaux, avec une logique d’encastrement social et culturel. Influence des institutions cognitives (réactance au contrôle (France), aversion au risque plus grande, représentation de l’entrepreneur moins positive... => des relations entre investisseurs et dirigeants différentes : moins</p>

Tableau 1 – (suite)

	Perspective historique	Perspective rationnelle économique	Perspective sociologique	Perspective en termes de VoC
		particulier) ; rôle de l'État (France en particulier) => logique financière bancaire et bureaucratique plutôt qu'entrepreneuriale.	des managers des CI européens).	de CR, moins de temps passé avec les entrepreneurs, moins d'implication des CI, moindre transparence des entreprises...
Asie	Développement tardif et limité (Japon), largement sous l'influence directe et indirecte des CI américains.	Réglementation et législation peu appliquée => de fait, plus faible niveau de protection des actionnaires => peu favorable au développement du CI et du CR en particulier, importance de la confiance relationnelle.	<i>Idem.</i> Encore plus marqué qu'en Europe.	<i>Idem.</i> Influence des institutions cognitives : aversion au risque plus grande, représentation de l'entrepreneur moins positive, crainte de l'échec, mal accepté => des relations entre investisseurs et dirigeants différentes : moins favorable au CR.
Convergence des modèles vers le modèle anglo-saxon ?	OUI. Tendance à l'uniformisation des modèles autour du modèle pionnier et principal.	Oui. Logique rationnelle de convergence des modèles de CI vers le modèle libéral anglo-saxon.	Oui. Quête de légitimité par la conformation au modèle dominant anglo-saxon.	Non. Pas de nécessité théorique ni de réalité empirique : persistance des spécificités nationales. Existence de modèles de CI différents selon les contextes.

Les développements précédents (Bruton *et al.*, 2005) ont montré l'intérêt de tester des hypothèses d'incidence de l'appartenance à une culture présentant certaines caractéristiques (aversion au risque, refus du contrôle, représentation de l'entrepreneur) sur la sélection des entreprises financées, sur les comportements des investisseurs (modalités et contenu de l'accompagnement, etc.), sur les comportements des dirigeants et des entreprises financées et plus généralement sur les relations entre capital-investisseurs et dirigeants. La question de l'importance des réseaux sociaux et de la confiance interpersonnelle selon les économies – supposée moins forte dans des pays de type LME que CME – est à explorer davantage également.

Dans une perspective plus dynamique que la plupart des comparaisons internationales réalisées jusqu'ici, il s'agit de s'intéresser aux comportements des investisseurs étrangers lorsqu'ils interviennent dans un autre pays. Dans quelle mesure s'adaptent-ils aux contextes réglementaire, économique et culturel locaux ? Il s'agit d'alimenter l'approche du « variegated capitalism » (Peck, Theodore, 2007; Jessop, 2011) qui invite à étudier les interconnexions entre les modèles et de leur co-évolution. En France, par exemple, une première étude de ce type (Brewster *et al.*, 2015) a montré l'influence des investisseurs sur l'emploi des entreprises françaises, différente en fonction de l'origine des investisseurs, selon qu'ils viennent d'économies libérales (LME) ou qu'ils sont nationaux, en l'occurrence français. Cette étude montre une différence significative entre les investisseurs étrangers et les investisseurs français, les premiers procédant davantage à des restructurations avec des réductions

d'effectifs. Contrairement aux conclusions de l'étude réalisée en Inde (Wright *et al.*, 2002a), cette recherche suggère une certaine persistance des schémas d'origine. Les investisseurs anglo-saxons traduiraient, dans leur intervention auprès des entreprises françaises, l'approche libérale, valorisant une approche actionnariale de la gouvernance, qui tend à réduire les coûts liés au travail en cas de difficultés de façon à maintenir la rentabilité, à assurer le maintien de l'accès au capital, à maintenir son niveau d'endettement et à résister aux prises de contrôle. Les investisseurs nationaux, français, soutiendraient un modèle davantage partenarial : l'implication des salariés dans la gouvernance des entreprises a pour conséquence que les difficultés sont davantage absorbées par la réduction des profits et la valeur actionnariale. Certains auteurs parlent de capitalisme « managérial » qui s'inscrirait dans des logiques d'investissement de long terme, protégeant l'emploi et investissant dans la formation et le développement des salariés (Appelbaum *et al.*, 2013). Dans la continuité de ces travaux, il s'agirait de s'intéresser à l'influence des capital-investisseurs sur les relations sociales (syndicalisation, négociation) ou encore sur le climat social dans les entreprises qu'ils financent et regarder s'il existe des différences de résultats selon que les investisseurs appartiennent à un modèle ou un autre. Le CI international remettrait-il en question les équilibres économiques et sociaux locaux et occasionnerait-il des conflits cognitifs entre différents modèles de gouvernance, en particulier entre les modèles actionnariaux et partenariaux ? Existerait-il des « conflits de mondes » au sens de Boltanski et Thévenot (1991) ?

En parallèle de ces projets, il serait sans doute intéressant d'affiner les typologies de modèles de pays comme celles distinguant différents types d'investisseurs. Les approches en termes de VoC rencontrent comme principale et fréquente critique le problème de la distinction entre les deux idéaux types, LME et CME, qui est souvent jugée caricaturale. Les travaux de Whitley sur les « Business Systems » (1999) ont apporté des précisions à ce niveau, tout comme ceux, inscrits dans une approche régulationniste, d'Amable (2003). Concernant les différents types d'investisseurs, il s'agirait de s'intéresser aux configurations de capital-investisseurs, spécifiques selon les pays. On a vu que le système économique allemand est davantage centré sur les banques et que le CI est finalement largement pris en charge par les banques, en haut de bilan, en plus de leur rôle de prêteur de bas de bilan, avec des implications en termes de stratégies et de comportements de ces investisseurs. En France, c'est le rôle de l'État et des investisseurs publics ou parapublics qui est souligné. Dans le cadre de comparaisons internationales, il peut être intéressant de confronter les différents modèles au regard de ces configurations spécifiques d'acteurs au sein même de chaque pays. En particulier, la cohabitation des investisseurs publics et privés pose question. Les travaux menés dans les pays anglo-saxons suggèrent l'existence d'un débat sur le phénomène d'éviction (*crowd-out*) entre capital-investisseurs publics et privés (Cumming, 2013). Qu'en est-il dans un pays comme la France ? Existe-t-il, à ce niveau aussi, des spécificités liées au contexte ?

CONCLUSION

Même si les États-Unis ont été les premiers à développer le CI, différents modèles existent aujourd'hui, plus ou moins influencés par le modèle anglo-saxon mais aussi marqués par les spécificités nationales, légales, économiques et culturelles. La mondialisation des échanges pour le financement des entreprises non cotées est une réalité tout autant que sur les marchés boursiers et a des implications pour les économies des différents pays, au travers du CI. Les travaux pour la plupart anglo-saxons développent des arguments théoriques et conduisent des études empiriques qui tendent à montrer la supériorité du modèle anglo-saxon et du système légal de *common law* par rapport au système de *civil law* (Bruton *et al.*, 2005). Cette orientation qualifiée d'« idéologique » par certains chercheurs rencontre des critiques y compris issues du monde anglo-saxon (Clark, 2009). Les analyses en termes de performances comparées du CI (AFIC, 2014 ; EVCA, 2015) trouvent leurs limites dans la mesure où elles prennent peu en compte les conceptions différentes de l'économie, de la législation, du rôle de l'État ou encore de la gouvernance des entreprises (approche actionnariale par rapport à une approche partenariale ; Charreaux, Wirtz, 2006) et considèrent insuffisamment les dimensions comportementales, les biais cognitifs et psychologiques. Les enjeux de telles recherches sont bien sûr théoriques et empiriques mais aussi managériaux : si les investisseurs aiment à dire que ce qui compte dans le succès d'un projet c'est « trois choses : en un les hommes, en deux les hommes, en trois les hommes », selon l'adage de la

profession, rares sont ceux qui reconnaissent saisir précisément les dimensions humaines qui conduisent à l'échec ou la réussite effective du projet et de la relation capital-investisseur – dirigeant. C'est bien souvent l'intuition et l'expérience de l'investisseur qui sont mises en avant dans les discours. Les projets de recherche que nous avons identifiés contribuent ainsi à mieux comprendre ces dimensions et ainsi à professionnaliser encore la pratique du CI, en particulier à l'international. Pour les dirigeants et les salariés, il s'agit de mieux appréhender et anticiper les implications de l'ouverture du capital. Ces travaux peuvent enfin intéresser les pouvoirs publics qui

s'interrogent sur le cadre réglementaire pertinent et adapté pour le CI (Bruton *et al.*, 2005) : faut-il faire évoluer ce cadre vers le modèle libéral ou développer des modèles alternatifs et si oui comment ?

Le titre volontairement provocateur, lancé par Amess et Wright (2007) « Barbarians at the gate [...] » suggère surtout qu'il demeure, en matière de CI, beaucoup d'incompréhensions, entre les pays et les modèles et entre les acteurs concernés (investisseurs, dirigeants, salariés, banques, opinion publique, etc.). Les analyses en termes de variété des formes de capitalisme constituent des pistes fécondes pour lever ces incompréhensions.

BIBLIOGRAPHIE

- Albert M. (1991). *Capitalisme contre capitalisme*, Éd. Seuil, coll. "Points".
- Amable B. (2003). *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford University Press.
- Amess K. et Wright M. (2007). "Barbarians at the gate: do LBOs and private equity destroy jobs?", CMBOR Occasional Paper.
- Appelbaum E., Batt R. et Clark I. (2013). "Implications of financial capitalism for employment relations research: Evidence from breach of trust and implicit contracts in private equity buyouts", *British Journal of Industrial Relations*, vol. 51, n° 3, p. 498-518.
- Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC) (2014a). *Activité du capital-investissement*, AFIC Etudes et EY.
- Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC) (2014b). *La performance du capital-investissement en France*, AFIC Etudes et EY.
- Bacon N., Wright M., Ball R. et Meuleman M. (2013). "Private equity, HRM, and employment", *Academy of Management Perspectives*, vol. 27, n° 1, p. 7-21.
- Bertonèche M., Gauthier P. et Vickery L. (1997). *Le capital-risque*, PUF, Paris, 2^e éd, coll. « Que sais-je ? ».
- Boltanski L. et Thévenot L. (1991). *De la justification. Les économies de la grandeur*, Gallimard.
- Borderie A. (1998). Financer les PME autrement. Le capital-investissement: des fonds propres pour les entrepreneurs, Maxima.

- Botero J., Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes S. et Shleifer A. (2004). "The Regulation of Labor", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n° 4, p. 1339-1382.
- Boyer R. (2005). "How and why capitalisms differ", *Economy and Society*, vol. 34, n° 4, p. 509-557.
- Brewster C. et Mayrhofer W. (Eds), (2012). *Handbook of Research on Comparative Human Resource Management*, Edward Elgar.
- Brewster C., Guery L., Stévenot A. et Wood G. (2015). "The impact of private equity on employment: The effect of PE's home country - Evidence from France", *Academy of Management Annual Meeting*, Aug. 11-17, Vancouver.
- Bruton G.D., Fried V.H. et Manigart S. (2005). "Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture Capital", *Entrepreneurship Theory & Practice*, November, p. 737-760.
- Charreaux G. et Wirtz P. (2006). *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspectives*, Economica.
- Charvel R. et De Yeregui J.C. (2002). "Private equity in Latin America: The Mexican case", *Journal of Private Equity*, vol. 6, n° 1, p. 30-42.
- Clark I. (2009). "Owners and managers: disconnecting managerial capitalism? Understanding the private-equity business model", *Work, Employment and Society*, vol. 23, n° 4, p. 775-786.
- Cooney S., Gahan P. et Mitchell R. (2011). "Legal origins, labor law and the regulation of employment relations", *The Future of Employment Relations: New Paradigms, New Developments*, Barry M. and Wilkinson A. (eds), Edward Elgar, London, p. 75-97.
- Cumming D. (2013). "Public economics gone wild: Lessons from venture capital", *International Review of Financial Analysis*, vol. 36, p. 251-260.
- D'Iribarne P. (1989). *La logique de l'honneur. Gestion des entreprises et traditions nationales*, Editions du Seuil.
- Deakin S. et Sarkar P. (2008). "Assessing the long-run economic impact of labor law systems: A theoretical reappraisal and analysis of new time series data", *Industrial Relations Journal*, vol. 39, p. 453-487.
- DiMaggio P.J. et Powell W.W. (1983). "The Iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organisational fields", *American Sociological Review*, vol. 48, April, p. 147-160.
- Djelic M.-L. (2010). "Institutional perspectives - Working towards coherence or irreconcilable diversity". *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*, Morgan G., Campbell J., Crouch C., Pederson O.K. and Whitley R. (Ed.), Oxford University Press, p. 15-35.
- Dobbin F., Edelman L., Meyer J., Scott J. et Swidler A. (1988). "The expansion of due process in organizations", *Institutional patterns and organizations: Culture and environment*, Zucker L.G. (Ed.), Ballinger, Cambridge, MA, p. 71-100.

- Dore R. (2000). *Stock market capitalism: Welfare capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford.
- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) (2015). *European Private Equity Activity Data 2007-2014*.
- Freeman R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pittman, Marshfield.
- Fried V.H. et Hisrich R.D. (1995). "The venture capitalist: A relationship investor", *California Management Review*, vol. 2, n° 37, p. 101-113.
- Fried V.H. et Hisrich R.D. (1995). "The venture capitalist: A relationship investor", *California Management Review*, vol. 37, n° 2, p. 10-113.
- Geoffron P. (1991). « Une analyse du processus de structuration des industries du capital-risque », *Revue Internationale PME*, vol. 4, n° 3, p. 95-113.
- Hall P.A. et Soskice D.W. (2001). *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*, Oxford University Press, Oxford.
- Hugot J.-B. et Mocchi J.-P. (2014). *Le guide des sociétés de Capital-Investissement*, Les édition du management, 10^e éd., coll. « L'Entreprise ».
- Jackson G. (2010). "Actors and Institutions", In Morgan G., Campbell J., Crouch C., Pederson O.K. and Whitley R. (éd), *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*, Oxford University Press, p. 63-86.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976). "The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 3, p. 305-360.
- Jessop B. (2014). "Variegated capitalism, das modell Deutschland, and the Eurozone crisis", *Journal of Contemporary European Studies*, vol. 22, n° 3, p. 248-260.
- Jessop B. (2011). "Rethinking the diversity of capitalism: varieties of capitalism, variegated capitalism, and the world market", *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*, Geoffrey Wood and Christel Lane (eds.) Routledge, London, p. 209-237.
- La Porta R., Lopez-de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1998). "Law and finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (2000). "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, p. 3-27.
- Manigart S. (1994). "The founding rate of venture capital firms in three European countries (1970-1990)", *Journal of Business Venturing*, vol. 9, p. 525-541.
- Mayer C., Schoors K. et Yafeh Y. (2004). "Sources of funds and investment activities of venture capital funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK", *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, n° 3, p. 586-608.
- Meyer J.W. et Rowan B. (1977). "Institutionalised organizations: Formal structure as myth and ceremony", *American Journal of Sociology*, n° 63, p. 83-340.
- National Venture Capital Association (NVCA) (2015). *Venture Investment*, NVCA et PWC.

- North D.C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- Oliver Ch. (1991). "Strategic responses to institutional processes", *Academy of Management Review*, vol. 16, n° 1, p. 145-179.
- Peters G.B. (2005). *Institutional Theory in Political Science: The "New" Institutionalism*, Ashford Colour Press Ltd., Gosport, UK.
- Reiner M.L. (1989). "The transformation of venture capital: A history of venture capital organizations in the United States", University of California at Berkeley, unpublished doctoral dissertation.
- Reynolds P.D., Bygrave W.D., Autio E., Cox L.W. et Hay M. (2002). *Global Entrepreneurship Monitor: 2002 Executive Report*, Babson College, Ewing Marion Kauffman Foundation & London Business School.
- Roe M.J. (2000). "Political preconditions to separating ownership from corporate control", *Stanford Law Review*, vol. 53, n° 3, dec., p. 539-606.
- Sapienza H., Manigart S. et Vermeir W. (1996). "Venture capitalist governance and value added in four countries", *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n° 6, p. 439-469.
- Stéphany E. (2001). « L'évolution des pratiques du capital-risque en France », *Revue française de gestion*, septembre-octobre, p. 63-76.
- Stévenot A. et Guery L. (2010). « Le rôle "d'entrepreneur institutionnel" des capital-investisseurs auprès des entreprises : des influences coercitives et cognitives liées à l'importance relative des ressources », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 13, n° 2, p. 107-144.
- Suchman M.C. (1995). "Localism and globalism in institutional analysis", *The Institutional Construction of Organizations*, Scott W.R., Christen S. (Eds), Sage Publications, Thousand Oaks, p. 39-93.
- Whitley R. (1999). *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*, Oxford University Press.
- Wilkinson A. et Wood G. (2012). "Institutions and employment relations: The State of the Art", *Industrial Relations*, vol. 51, n° S1, avril, p. 373-388.
- Wirtz P. (2002). *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Economica.
- Wright M. (2002). « Le Capital-investissement », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, nov.-déc., p. 283-301.
- Wright M. et Lockett A. (2002). "Structure and management of syndicated venture capital investments", *Journal of Private Equity*, vol. 5, n° 4, p. 72-83.
- Wright M., Pruthi S. et Lockett A. (2005). "International venture capital research: From cross-country comparisons to crossing borders", *International Journal of Management Reviews*, vol. 7, n° 3, p. 135-165.

Wright M., Lockett A., Pruthi A., Manigart S., Sapienza H., Desbrieres P. et Hommel U. (2004). “Venture capital investors, institutional context, valuation and information: US, Europe and Asia”, *Journal of International Entrepreneurship*, vol. 2, p. 305-326.

Wright M., Lockett A. et Pruthi S. (2002a). “Internationalization of Western venture capitalists into emerging markets: Risk assessment and information in India”, *Small Business Economics*, vol. 19, n° 1, p. 13-29.

Wright M., Lockett A., Sapienza H. et Pruthi S. (2002b). “Venture capital investors, valuation and information: A comparative study of the U.S., Hong Kong, India and Singapore”, *Venture Capital*, vol. 4, p. 237-253.