

LA GESTION DÉLÉGUÉE DANS LES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT : RELATION D'AGENCE ET CLAUSES CONTRACTUELLES DES FONDS

XAVIER MAHIEUX *

Le capital-investissement est devenu une source importante de financement des entreprises, parfois considérée comme supérieure aux marchés boursiers tant du point de vue des actionnaires que de l'efficacité économique (Jensen, 2007). En trente ans, les capitaux investis en France ont connu une croissance impressionnante : les membres de l'Association française des investisseurs en capital (Afic)¹ ont investi en 2008 plus de 10 Md€ dans 1 595 opérations dont un tiers d'un montant supérieur à 100 M€. S'est ainsi progressivement structuré un marché des fonds propres pour les sociétés non cotées avec l'apparition d'acteurs spécialisés - investisseurs, banquiers haut de bilan, intermédiaires, avocats... - durablement installés dans le paysage financier, même si la crise financière laissera des traces. La France est aujourd'hui le quatrième marché mondial derrière les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon et devant l'Allemagne. Les raisons de cette évolution sont multiples : actions des Pouvoirs publics pour renforcer le tissu des entreprises de taille moyenne et assurer leur pérennité, instauration de statuts fiscaux incitatifs, courbe d'expérience des professionnels, développement de marchés boursiers adaptés aux PME et aux sociétés innovantes, rôle de l'Autorité des marchés financiers (AMF)...

253

* Professeur, chercheur, Insec.

Cet article se penche sur les mécanismes de la gestion déléguée des fonds de capital-investissement (FCI). Apparue en France au cours des années 1980, elle concerne aujourd'hui la grande majorité des capitaux investis dans cette classe d'actifs dont elle a largement favorisé l'essor en lui offrant un cadre juridique et financier répondant aux attentes des investisseurs. Dans un premier temps, nous montrerons en quoi les FCI² ont apporté une réponse adaptée à la nature particulière de l'investissement dans le non-coté. Nous analyserons ensuite les spécificités de la relation d'agence entre gérants et investisseurs qui tiennent en grande partie au fort degré d'illiquidité des actifs gérés ainsi qu'à la durée des investissements sous-jacents. Puis nous verrons comment les solutions contractuelles aux conflits d'agence apportées par l'intermédiaire des règlements des FCI permettent de réduire les risques de hasard moral. Enfin, nous montrerons que ces solutions sont malgré tout insuffisantes à les faire disparaître complètement, comme cela a été mis en lumière avec le développement de la crise financière.

*LES FONDS DE CAPITAL-INVESTISSEMENT :
DES STRUCTURES ADAPTÉES À L'INVESTISSEMENT
DANS LE NON-COTÉ*

254

Jusqu'au début des années 1990, l'activité d'investissement dans les sociétés non cotées était principalement réalisée par des sociétés anonymes, dites de capital-risque ou SCR, bénéficiant d'un régime fiscal de faveur sous réserve qu'elles respectent un certain nombre de règles tenant principalement à la composition de leur portefeuille. Elles sont toutefois rapidement apparues comme inadaptées pour attirer en grande quantité des capitaux en raison de deux défauts majeurs : la faible liquidité de leur capital, et donc des actionnaires - investisseurs -, et des cours de Bourses présentant souvent des décotes importantes par rapport aux valeurs estimées du portefeuille.

Apparus au milieu des années 1980, les premiers fonds communs de placement à risques (FCPR) se sont réellement développés au cours des années 1990. Inspirés des Limited Partnerships américaines spécialisées dans l'investissement en sociétés non cotées, ce sont des structures d'investissement fermées à durée de vie limitée.

Ces nouveaux véhicules d'investissement ont introduit un modèle proche de la gestion collective déléguée des marchés boursiers, qui instaure une séparation nette entre la gestion des actifs et leur propriété. Les FCPR sont en effet gérés par des sociétés de gestion auxquelles sont confiés des mandats de gestion prenant la forme d'un règlement détaillé.

La gestion déléguée s'est imposée dans le capital-investissement français au cours des vingt dernières années, à l'instar de ce qui s'était réalisé dans le domaine de l'investissement dans les sociétés cotées au cours des années 1970-1980 avec la montée en puissance des Sicav et des fonds communs de placement. En 2008, les capitaux levés par les gestionnaires du capital-investissement se sont élevés à 12 730 M€ dont plus des trois quarts *via* des FCPR, des FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) et des FIP (fonds d'investissement de proximité).

L'intérêt des investisseurs pour ces structures d'investissement et ce mode de gestion découle directement de leur adéquation aux caractéristiques des investissements réalisés dans les sociétés non cotées.

L'investissement dans les sociétés non cotées présente des caractéristiques spécifiques

Comparée à la plupart des investissements en actions dans les sociétés cotées, la prise de participation dans des sociétés fermées possède ses traits propres : illiquidité des actifs, structuration en vue d'une détention longue et rôle actif des investisseurs.

Illiquidité

Contrairement aux actifs cotés qui bénéficient en général d'une bonne liquidité, les participations détenues dans les sociétés non cotées ne peuvent, sauf exception, être vendues rapidement. Il faut en effet souvent plusieurs mois pour céder une participation, le délai étant variable suivant la conjoncture financière et économique et le mode de sortie envisagé :

- la cession industrielle nécessite de recourir à une banque d'affaires et de suivre toutes les étapes d'un processus de fusion-acquisition avec ses délais incompressibles : présentation du dossier à plusieurs banques d'affaires, choix de l'une d'entre elles, rédaction d'un mémorandum de présentation diffusé à des acquéreurs potentiels sélectionnés, négociation avec les meilleurs offreurs et finalisation des accords avec l'acheteur retenu, phases de *due diligence* et processus de réalisation juridique des opérations. Les délais de concrétisation sont très rarement inférieurs à six mois et ces opérations supportent donc le risque des aléas de conjoncture économique, susceptibles de faire capoter la transaction à tout moment ;
- la sortie boursière requiert également plusieurs mois de préparation : mise à niveau de la société pour obtenir le visa AMF, définition et mise au point de l'opération avec la (les) banque(s) et la société de Bourse introductrices, *road-shows*... De plus, une telle opération permet rarement aux investisseurs de céder leur participation dans son entièreté ;

des engagements de conservation d'une partie des titres sont fréquemment imposés pour des périodes assez longues (plus ou moins un an) ;
- la revente à d'autres investisseurs est une autre possibilité, mais les délais sont, en moyenne, à peine inférieurs à ceux rencontrés dans le cas de la sortie industrielle, puisque le processus est relativement semblable ;

- la vente à d'autres structures gérées par la même société de gestion (surtout dans le cas des LBO (*leverage buy-out*)/OBO (*owner buy-out*) secondaires) est peut-être une solution plus rapide. Elle demande quand même quelques mois de préparation et n'est pas sans poser de difficultés du point de vue déontologique et réglementaire. Elle nécessite souvent de modifier les tours de table initiaux pour y inclure de nouveaux investisseurs. Ces derniers valident par leur présence les conditions de l'opération, mais sont source de délais supplémentaires.

En définitive, quelle que soit la modalité de cession envisagée, les titres non cotés ne disposent pas de la liquidité des titres cotés qui permet de vendre des participations, même significatives, dans des délais courts. De plus, au-delà même des facteurs techniques inhérents au processus de cession, l'illiquidité est inscrite dans la façon même d'opérer des investisseurs en capital.

256

Des investissements conçus et structurés pour plusieurs années

Il s'agit de l'une des caractéristiques majeures du capital-investissement. Une prise de participation dans une société non cotée s'inscrit dans un projet d'entreprise à moyen terme, discuté, défini et arrêté conjointement par les investisseurs et les dirigeants.

Dès sa conception, l'investissement est donc placé dans un calendrier qui prévoit une sortie des investisseurs à l'issue d'une période qui doit permettre de maximiser la valeur de la société. En général, les périodes visées sont de quatre à sept ans, soit le temps nécessaire pour que la stratégie mise en œuvre porte ses fruits. De surcroît, et notamment dans le cas des LBO, l'investissement repose sur un montage financier et fiscal qui, toutes choses égales par ailleurs, augmente la valeur de l'investissement avec le remboursement de la dette d'acquisition et donc avec le temps. La conservation en portefeuille pendant plusieurs années est ici en général un impératif pour bénéficier pleinement de l'effet de levier qui valorise au mieux les participations.

Présence et contrôle actifs des investisseurs

À la différence de ce qui est observé dans la majorité des investissements réalisés dans le cadre d'une gestion déléguée sur les marchés cotés, les sociétés de gestion du capital-investissement interviennent activement dans les sociétés non cotées dont elles sont actionnaires.

L'ampleur de ces interventions varie selon la nature de la participation détenue (majoritaire/minoritaire) et le mode opératoire des gérants, mais on y retrouve toujours certaines constantes : un accompagnement régulier des dirigeants des sociétés financées sur la base des *reportings* fournis par les sociétés et une présence dans des organes de contrôle ou de décision (conseil d'administration, conseil de surveillance, comité stratégique...). Outre la participation à la définition de la stratégie et le suivi de sa mise en œuvre, les investisseurs peuvent, selon les cas, avoir le pouvoir de nommer et de révoquer les dirigeants. Par ailleurs, ils jouent toujours un rôle actif dans les négociations financières importantes (financements d'acquisitions...) et dans les opérations de cession. Toutes ces actions s'inscrivent dans la durée pour maximiser la valeur des actifs à l'issue de la période d'investissement.

Cette implication importante dans le suivi et la vie des participations en portefeuille constitue pour certains investisseurs un obstacle à la prise de participation directe en raison des risques réels, ou supposés, d'ingérence dans la gestion avec ses conséquences potentielles : recherche en responsabilité et appel en comblement de passif, en cas de dépôt de bilan d'une société financée.

Le fonds commun : un véhicule d'investissement adapté au non-coté

257

À l'instar de la Limited Partnership américaine, le fonds à durée de vie limitée a apporté une réponse aux problèmes posés à la gestion collective par les particularités du non-coté en alliant délégation de gestion, horizon d'investissement plus long et diversification des actifs, rentabilité proche de celle des actifs sous-jacents et liquidité programmée.

La délégation de gestion

Les investisseurs dans les fonds - ou souscripteurs - placent leurs capitaux dans un fonds commun de placement, copropriété de valeurs mobilières sans personnalité morale, à durée de vie limitée, dont la gestion est confiée à une société de gestion animée par des gérants professionnels. Celle-ci œuvre pour le compte des porteurs de parts et décide seule des investissements, de l'organisation du suivi et des sorties. Elle ou ses représentants sont seuls à avoir des relations avec les sociétés dont le fonds est actionnaire. La gestion suit les règles spécifiées dans le règlement du fonds, contrat négocié entre les investisseurs et la société de gestion qui fixe la politique d'investissement et les règles de gestion du portefeuille. Ce règlement précise les engagements, les droits et les obligations convenus entre eux.

Pour les investisseurs, la gestion déléguée permet un accès à une classe

d'actifs sans avoir à supporter les coûts et la courbe d'apprentissage d'une activité menée en direct. De plus, la dissociation entre propriété et gestion les met à l'abri de certains risques juridiques et financiers évoqués ci-dessus.

Une durée de vie des fonds adaptée

Les FCI sont juridiquement conçus pour avoir une durée de vie longue (au maximum dix ans, prolongeable au plus deux fois un an) et sont dissous à l'échéance. Avec une détention moyenne des participations non cotées de quatre à cinq ans, une durée de vie de dix ans est nécessaire pour une montée en puissance progressive du fonds. Elle permet aussi d'aller au bout des projets financés et de revendre les investissements à bonne échéance. Un FCPR investit au cours de ses cinq ou six premières années de vie, puis cède les lignes en portefeuille. Cette longue durée de vie permet aux investisseurs de bénéficier d'une certaine diversification du portefeuille du fonds, plusieurs investissements étant réalisés au cours de la période d'investissement.

Une rentabilité brute proche de celle des projets financés

258 À la création du fonds, les souscripteurs prennent l'engagement irrévocable de souscrire un certain montant de capitaux que le FCI appelle, par l'intermédiaire de la société de gestion, en fonction de ses besoins. Le FCI retourne ensuite aux investisseurs les produits dégagés par l'activité de portefeuille au fur et à mesure qu'il les perçoit³. Ainsi, abstraction faite des frais de gestion et des partages de plus-values, les flux de trésorerie de l'investisseur collent à ceux des projets financés et la rentabilité financière en est ainsi optimisée. De plus, l'investisseur n'est que rarement investi au maximum de son engagement vis-à-vis du fonds ; quand les derniers investissements sont effectués, certaines participations peuvent déjà avoir été vendues par le FCI et le produit de leur cession retourné aux investisseurs.

Une liquidité programmée

La durée de vie du fonds étant fixée, sa liquidation est programmée. Ceci assure en théorie à l'investisseur une sortie automatique du fonds et lui évite de rester « collé ».

Ces règles de fonctionnement des FCI mettent en lumière les raisons de leur succès important auprès des investisseurs financiers (Gayraud, Legoupil et Weir, 2005).

Les FCI et la gestion déléguée possèdent donc des avantages indéniables pour les investisseurs désireux de détenir cette classe d'actifs. Néanmoins, ils ne sont pas à l'abri des risques intrinsèques à la délégation de gestion. Les conflits d'agence peuvent être parti-

culièrement nombreux puisque non seulement les investisseurs renoncent à la gestion de leurs actifs au profit des gérants comme dans toute gestion déléguée, mais, de surcroît, leur capital est immobilisé pour plusieurs années et leur engagement de souscription initial est irrévocable.

LA RELATION D'AGENCE DANS LA GESTION DÉLÉGUÉE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT

Investir dans une société non cotée comporte les risques classiques de hasard moral engendrés par l'asymétrie d'information entre managers et investisseurs. Ces risques sont toutefois accentués par la durée des investissements et leur très faible liquidité. Pour y faire face, les gérants de fonds recourent à toute une série d'instruments dont les principaux sont des clauses statutaires ou des pactes d'actionnaires et l'instauration d'un partage de plus-values destiné à aligner les intérêts des managers sur ceux des investisseurs. Nous ne reviendrons pas en détail sur ces points qui concernent les relations entre les sociétés financées et les fonds d'investissement et qui ont déjà fait l'objet de nombreux articles (Kaplan et Strömberg, 2000 ; Mahieux, 1993 ; Phalippou, 2007 ; Sahlman, 1988).

Nous nous intéressons ici à la relation de même nature qui existe à « l'étage supérieur », c'est-à-dire entre les gérants de fonds, d'une part, et les investisseurs qui leur confient des capitaux, d'autre part. Après avoir rappelé les risques classiques de la relation d'agence instaurée par la gestion déléguée, nous mettrons en évidence les risques particuliers du domaine du capital-investissement.

259

Les risques classiques de la relation d'agence

Les analyses de la relation d'agence entre l'investisseur (principal) et le gérant (l'agent) dans le cadre de la gestion déléguée ont fait l'objet de nombreuses études dans le domaine des marchés financiers (Bellando, 2008, revue récente de la littérature). Dans le capital-investissement, les caractéristiques de cette relation se retrouvent bien évidemment, mais il s'en présente d'autres qui lui sont propres, exacerbées par la faible liquidité des parts des fonds et les durées très longues de leur détention par les investisseurs.

Les principaux risques d'agence auxquels sont confrontés les investisseurs dans un FCI sont des risques de sélection adverse et de hasard moral qui naissent de la difficulté pour le principal (investisseur) d'apprécier, d'une part, la qualité des gestionnaires et, d'autre part, de mesurer les efforts consentis par l'agent (gérant) dans le cadre du mandat, c'est-à-dire d'être certain que l'agent agit bien dans son intérêt exclusif.

Dans le choix d'une société de gestion, les investisseurs sont confrontés aux difficultés classiques posées par l'asymétrie d'information :

- les gérants sont les mieux placés pour apprécier leur professionnalisme et leur savoir-faire. Ceci est une vérité générale de la gestion déléguée, mais l'existence d'informations publiques (classements des OPCVM, par exemple) peut en partie éclairer les investisseurs. Cette asymétrie est toutefois renforcée dans le cas du capital-investissement : les informations publiques concernant les sociétés de gestion, leurs performances et le degré de risque des actifs gérés sont quasiment inexistantes. Ces informations doivent être recueillies de gré à gré et le degré de fiabilité n'est pas garanti en l'absence d'une standardisation des méthodes de la profession. Pour les investisseurs, l'information est donc rare, coûteuse et imparfaite ;

- l'utilisation faite des capitaux par les gérants peut être différente de celle annoncée, notamment en termes de niveau de risque. Le niveau de risque du portefeuille peut s'avérer *ex post* être différent, plus élevé ou plus faible de celui décrit dans la politique d'investissement proposée aux investisseurs. Pour diverses raisons, les gérants peuvent avoir intérêt à réaliser des investissements ayant un profil de risque différent de celui exposé dans le règlement. Ce risque constitue un risque classique de la gestion déléguée dont la résolution passe, entre autres, par une définition appropriée des modalités de rémunération des gérants (Bellando, 2008). Dans le cas du capital-investissement, il est toutefois d'autant plus important que les investisseurs prennent un engagement de souscription irrévocable sur la période d'investissement du FCI avant que les investissements aient été identifiés, et que la liquidité de leurs parts est faible ;

- des conflits d'intérêts peuvent également naître entre différentes structures gérées par la même société de gestion. L'affectation des investissements entre ces différentes structures peut être effectuée au détriment ou à l'avantage de certains souscripteurs. C'est également l'un des risques identifiés par la littérature sur la délégation de gestion. Si la société de gestion gère simultanément plusieurs fonds (familles de fonds) dont les souscripteurs sont différents ou ont investi des montants proportionnellement différents dans ces fonds, le risque existe que les investisseurs soient traités de manière inéquitable par les dirigeants de la société de gestion ; par exemple, dans le cas, caricatural, où les bons investissements seraient orientés vers une structure et les mauvais vers une autre.

Les risques de hasard moral spécifiques à la gestion déléguée dans le capital-investissement

Les spécificités de l'investissement dans des sociétés non cotées font apparaître des risques spécifiques de hasard moral :

- insuffisance du suivi et du contrôle des sociétés en portefeuille : une partie importante du temps des investisseurs doit être consacrée au suivi de portefeuille. L'implication des actionnaires financiers aux côtés des managers est en effet un facteur clé de réussite des projets. Le risque que les gérants, une fois les engagements de souscription obtenus, consacrent plus de temps à développer de nouveaux fonds ou à développer d'autres activités qu'à porter une attention suffisante aux sociétés du portefeuille est réel ;

- évaluations de portefeuille sujettes à caution : les sociétés de gestion transmettent périodiquement aux investisseurs une valeur liquidative des parts détenues dans le FCI. Ces évaluations, réalisées depuis 2004 en valeur de marché ou juste valeur, reposent sur une évaluation ligne à ligne des actifs du fonds. Contrairement aux évaluations des actifs cotés basées sur les cours de Bourse, les valeurs de participations non cotées sont beaucoup plus délicates à déterminer en l'absence de prix. Elles sont calculées par les dirigeants de la société de gestion et auditées par les commissaires aux comptes du fonds. Il va sans dire que les évaluations fournies par les sociétés de gestion sont souvent retenues, les gérants étant les seuls à posséder les informations nécessaires à la réalisation de ces évaluations. Ces risques relatifs à l'évaluation des actifs en portefeuille sont aussi soulignés dans le cas des valorisations des fonds d'arbitrage (*hedge funds*) qui détiennent des actifs financiers très complexes et/ou à liquidité réduite, dont parfois des participations dans des sociétés non cotées.

261

Des risques fortement accentués par la durée des engagements financiers et l'illiquidité des parts de fonds

L'ensemble des risques - spécifiques et non spécifiques - sont considérablement accrus par le caractère irrévocable de la souscription au fonds et par l'illiquidité des parts des souscripteurs.

Lors de leur souscription au fonds, les investisseurs prennent l'engagement irrévocable de répondre, à concurrence du montant souscrit, à tous les appels de fonds de la société de gestion pendant la période d'investissement du fonds qui est en moyenne de cinq à six ans. Si un désaccord apparaît entre les gérants et certains investisseurs, ces derniers n'en restent pas moins tenus de mener leur engagement de souscription à son terme. Ils doivent donc continuer à alimenter le fonds à hauteur de leurs engagements en dépit des désaccords, sous peine de sanctions.

De plus, les investisseurs ne disposent quasiment d'aucune liquidité de leurs parts et leurs capitaux sont donc engagés sur la durée du fonds.

Or, en leur qualité de porteurs de parts, les souscripteurs n'ont que peu ou pas de pouvoir, contrairement à des actionnaires qui peuvent essayer de contrôler l'équipe dirigeante, d'infléchir la stratégie, de changer les dirigeants si ces derniers ne remplissent pas leurs objectifs. Sans être impliqués dans la gestion, les actionnaires conservent en effet un certain pouvoir et ils peuvent vendre en dernier recours leurs actions si celles-ci sont cotées.

Les investisseurs dans un FCI supportent ainsi sur le long terme les risques de hasard moral entraînés par la gestion déléguée. Il est donc d'autant plus important que les sources de conflits potentiels soient bien identifiées et traitées, que les durées d'investissement sont longues et la liquidité très faible.

Pour réduire le plus possible les sources de conflits, les règlements de fonds comprennent de nombreuses clauses qui visent à éviter leur apparition ou proposent des solutions quand ces conflits sont inévitables. Les règlements sont par ailleurs visés par l'AMF qui impose ses exigences en la matière.

262

LES SOLUTIONS CONTRACTUELLES AUX CONFLITS D'AGENCE : LES RÈGLEMENTS DES FONDS COMMUNS D'INVESTISSEMENT

Les FCI possèdent un règlement qui contractualise les relations entre la société de gestion et les souscripteurs et décrit les droits et les obligations des deux parties. Y figurent un certain nombre de clauses destinées à préserver les intérêts des investisseurs et à inciter les gérants à agir pour maximiser la rentabilité des investisseurs, conformément à leur mandat.

Présentes, sous une forme ou sous une autre, dans la majorité des règlements de FCI, ces clauses peuvent être regroupées en quatre grandes catégories⁴.

Clauses relatives à l'activité du fonds et à l'emploi des capitaux

Politique d'investissement du fonds

Toujours définie dans le règlement des fonds, la politique d'investissement du fonds précise les grandes orientations de la politique de gestion, à savoir :

- la nature des principaux investissements qui seront réalisés : LBO, capital-développement, capital-risque, rachat de positions secondaires

à d'autres fonds, concentration sur certains secteurs économiques et/ou géographiques, fonds de fonds...

- la nature des détentions en capital dans les sociétés financées : positions minoritaires ou majoritaires, qui impliquent des niveaux de suivi des participations, de responsabilité et de contrôles différents ;

- la durée de détention moyenne envisagée pour les participations prises par le fonds. Elle est calée sur le temps nécessaire à la concrétisation des projets : quatre ou cinq ans pour LBO/OBO/capital-développement ; deux à trois ans pour les investissements pré-IPO (*initial public offering*)...

- la structure du portefeuille : montant unitaire des investissements réalisés, pourcentage des principaux investissements par rapport au total du fonds, nombre d'investissements envisagés, possibilité ou interdiction d'investir une partie des actifs dans des titres cotés, d'intervenir autrement qu'en tant qu'actionnaire dans les sociétés financées (obligations convertibles, obligations, comptes courants d'associés...) ;

- l'autorisation ou l'interdiction de coinvestir aux côtés d'autres structures d'investissement gérées par la même société de gestion et pouvant être déjà actionnaires des sociétés à financer ; définition des règles applicables en tels cas (prix d'entrée, modalités de sortie...) ;

- l'obligation, le cas échéant, de respecter certaines règles fiscales pour bénéficier de la transparence fiscale.

D'une manière générale, la rédaction de ces articles du règlement laisse aux gérants une certaine souplesse tout en les obligeant à respecter les grands objectifs de la politique d'investissement décrite.

Durée de vie et période d'investissement du fonds commun d'investissement

La durée de vie du FCI est une caractéristique essentielle du règlement. En France, elle est au maximum de dix ans, prolongeable deux fois un an avec l'accord des souscripteurs. La plupart des fonds ont cette durée de vie, mais il arrive qu'elle soit inférieure si la nature des investissements réalisés par le fonds le permet (par exemple les investissements pré-IPO). À l'issue de la durée de vie contractuelle, le fonds doit être liquidé.

Les règlements définissent également la période d'investissement du FCI, durée pendant laquelle le fonds peut réaliser des investissements. Pour les fonds d'une durée de vie de dix ans, cette période est en général fixée à cinq ou six ans en cohérence avec la durée de vie du fonds et la durée de détention des participations en portefeuille envisagée. Avec des investissements destinés à rester en portefeuille quatre à cinq ans et du fait de la longueur des processus de cession,

une période d'investissement de six ans est donc un grand maximum et nécessitera le plus souvent une période de prolongation de la durée de vie du fonds dans le respect de la réglementation.

La durée de vie du FCI et la période d'investissement ont également leur importance pour la rémunération de la société de gestion (cf. *infra*).

Utilisation des fonds versés et retour aux investisseurs

L'objectif affiché par les sociétés de gestion est de procurer à leurs investisseurs la rentabilité brute (hors frais de gestion), exprimée le plus souvent en TRI (taux de rentabilité interne), la plus proche de celle que le fonds réalise sur ses participations. Les flux de capitaux entre le fonds et les souscripteurs sont ainsi organisés pour éviter la présence dans le FCI d'une trésorerie structurellement abondante qui nuirait à la rentabilité des investisseurs.

Sur un plan pratique, l'investisseur dans un FCI prend à la création du fonds un engagement irrévocable de souscription qui correspond au montant total qu'il a décidé d'y investir. Il libère, en général simultanément, une fraction de cet engagement destiné à couvrir les frais de constitution du fonds et à payer les premières échéances de frais de gestion. Puis, les capitaux correspondant au solde de son engagement sont appelés de manière fractionnée par la société de gestion au fur et à mesure de la réalisation des investissements sur une période ne pouvant excéder la durée maximale de la période d'investissement du fonds. Du fait de ce mécanisme, les capitaux versés par les souscripteurs sont tout de suite utilisés. De même, toute cession de participation donne lieu à des distributions exceptionnelles du FCI qui permettent aux investisseurs de percevoir les produits de cession du portefeuille au même rythme et aux mêmes moments que le fonds.

Clauses relatives à l'alignement des intérêts des gérants et des investisseurs

Plusieurs clauses visent à aligner les intérêts des gérants sur ceux des investisseurs. Les unes sont de nature financière (obligation faite aux gérants d'investir dans leur fonds, frais de gestion et partage des plus-values), d'autres visent à contrôler leurs activités et à assurer un traitement équitable des investisseurs.

Convergences des intérêts financiers

Deux modalités contractuelles sont principalement utilisées pour faire converger les intérêts financiers des gérants et des souscripteurs :
- l'obligation faite aux principaux dirigeants de la société de gestion d'investir personnellement dans le fonds (Jones et Rhodes-Kropf, 2003).
Dans les FCI, deux catégories de parts coexistent : des parts souscrites

par les investisseurs et des parts souscrites par les gérants. Ces parts sont différentes et ne donnent pas accès aux mêmes droits, notamment financiers, mais leur existence impose aux gérants d'investir sur leurs propres deniers dans le fonds. Comparées aux montants versés par les souscripteurs, les sommes investies par les gérants sont faibles, mais néanmoins significatives pour des personnes physiques. Ainsi, tout comme les gérants obligent les managers des sociétés sous LBO à investir personnellement dans le capital des holdings de rachat pour montrer qu'ils croient à la réussite du projet, ces mêmes gérants sont tenus d'investir dans les fonds qu'ils gèrent comme gage de leur bonne foi vis-à-vis de leurs souscripteurs. Au surplus, les règlements stipulent très fréquemment que les parts détenues par les gérants sont incessibles dans le but de fixer et de pérenniser l'équipe dirigeante ;

- les modalités de rémunération de la société de gestion sont très différentes de celles en vigueur dans la gestion déléguée de valeurs mobilières cotées. Elles sont composées d'une partie fixe et d'une partie variable indexée sur les performances des fonds. Elles sont dans l'ensemble encore largement disparates (Jacquillat, 2008), même si une certaine standardisation des rémunérations semble s'imposer progressivement avec la règle des « 2 % et 20/80 » : une partie fixe annuelle, égale à 2 % des engagements de souscription pendant la durée de la période d'investissement et à 2 % du montant des investissements en portefeuille au-delà, et une partie variable, le *carried interest*, représentant 20 % de la rentabilité excédant le *hurdle rate*, rémunération prioritaire des investisseurs. Le principe général est que les gérants ne peuvent prétendre à une part des plus-values du fonds qu'après le remboursement des capitaux investis par les souscripteurs augmenté des sommes nécessaires pour leur garantir une rémunération minimale égale à un taux actuariel annuel défini dans le règlement (par exemple 8 %). Au-delà, tout euro perçu par le fonds est partagé entre les souscripteurs et les gérants sur la base d'un prorata (80/20), sans rapport avec les montants investis par chaque partie dans le fonds. Ces modalités de rémunération sont mises en place pour inciter les gérants à maximiser la rentabilité des investissements en portefeuille. On trouve ici aussi des similarités avec les fonds d'arbitrage dont les gérants ont une structure de rémunération avec une forte composante variable liée aux performances. Toutefois, les modalités concrètes sont différentes en raison des horizons d'investissement et de la nature des actifs sous-jacents dans les deux industries.

Loyauté à l'égard des souscripteurs

La société de gestion et les gérants sont tenus de garantir aux inves-

tisseurs un traitement équitable de leurs intérêts et un certain nombre de dispositions les y contraignent :

- engagement d'exclusivité : interdiction pour les gérants de capter le flux d'affaires à des fins personnelles et d'effectuer pour leur compte propre des investissements dans des sociétés non cotées sans le fonds, sauf accord des investisseurs ;
- droit de regard accordé aux souscripteurs sur d'éventuelles modifications de l'équipe de gestion ;
- interdiction faite aux gérants de vendre leurs parts du fonds, sauf accord préalable des souscripteurs ;
- obligation de traiter avec équité les différents fonds gérés par la société de gestion, et donc les différents souscripteurs, dans la gestion des investissements (investissements, conditions d'investissement et de revente des participations).

Information des souscripteurs et évaluations des parts des fonds communs d'investissement

Les règlements prévoient l'obligation d'informer périodiquement les souscripteurs de l'état du fonds et de ses actifs.

Ces obligations prennent la forme :

266

- de l'établissement périodique (trimestriel ou semestriel) d'une valeur liquidative basée sur des méthodes explicitées dans le règlement. Ces valeurs liquidatives et leur calcul sont revus par les commissaires aux comptes des fonds. La communication de ces valeurs liquidatives est généralement accompagnée d'un rapport retraçant l'activité du fonds et de ses participations au cours de la période ;
- de l'établissement de comptes annuels certifiés et d'un rapport annuel d'activité.

D'autres modes de transmission d'information existent parmi lesquels on trouve, outre des réunions périodiques de porteurs de parts, la participation d'investisseurs au comité d'investissement du fonds. La plupart des fonds instaurent dans leur règlement un comité d'investissement chargé d'émettre un avis consultatif sur les investissements projetés par le fonds. Composé de représentants des principaux souscripteurs du fonds et de personnalités extérieures, ce comité permet aux investisseurs d'être informés sur les opérations du fonds, de juger de leur validité et du respect de la politique d'investissement. Les gérants suivent généralement les avis de ces comités qui sont de fait décisionnels.

Liquidité des investisseurs

Les modalités de liquidité des parts des fonds détenues par les souscripteurs sont décrites dans le règlement des fonds. Cette liquidité

peut être obtenue soit par rachat des parts par le fonds, soit par revente des parts à un tiers :

- rachat des parts par le fonds : ce rachat est en général impossible avant la fin de la durée de vie du fonds, soit dix ans. Dans de rares cas, il est possible, sous condition, dans la dernière ou l'avant-dernière année qui précède la fin de la durée de vie ;

- la revente à un tiers, souscripteur ou non, est le seul moyen d'obtenir de la liquidité en cours de vie. Généralement, il est prévu que les cessions des parts « investisseurs » des FCI sont libres, mais assorties d'un certain nombre de conditions :

- obligation pour le nouvel entrant d'adhérer au règlement du fonds et de reprendre les engagements du vendeur, en particulier, et, le cas échéant, le versement des capitaux restant à libérer. Cette disposition est destinée à ne pas compromettre le bon fonctionnement du fonds ;
- paiement à la société de gestion par le vendeur, dans certains fonds, d'une commission de transfert d'un montant variable, en général inférieure à 1 % du montant de la transaction ;
- paiement d'une commission d'intermédiation à la société de gestion si elle est chargée de trouver un acquéreur ; les montants peuvent aller jusqu'à 5 % du montant de la transaction.

Ainsi, les règlements fournissent des solutions techniques de liquidité, mais les investisseurs se retrouvent de fait dans une situation de quasi-illiquidité de leurs parts.

Les clauses des règlements de fonds permettent donc d'offrir aux souscripteurs un certain nombre de garanties de leurs intérêts relatives au respect par les gérants ; toutefois, elles ne présentent pas une protection absolue.

LES LIMITES DES CLAUSES CONTRACTUELLES DANS L'ATTÉNUATION DES RISQUES D'AGENCE

Les dispositions contractuelles des FCI s'adressent de front aux principaux conflits d'intérêts susceptibles de survenir entre investisseurs et gérants. Cependant, en dépit de leur caractère détaillé, elles ne permettent pas de garantir que les intérêts des gérants et des investisseurs seront en permanence alignés et que les gérants agiront toujours dans l'intérêt de leurs mandants. En particulier, elles ne peuvent empêcher certains gérants d'utiliser les modalités de rémunération à leur profit, de consacrer un temps très important à la levée de nouveaux capitaux au détriment de la gestion de fonds, ou de fournir aux investisseurs des évaluations de portefeuille avantageuses.

De plus, ces risques doivent être supportés sur longue période, la liquidité en cours de durée de vie du fonds étant illusoire.

Modalités de rémunération et stratégie des gérants

Le mode de rémunération, avec sa composante variable potentiellement importante (20 % des plus-values au-delà d'une certaine rentabilité pour les investisseurs), vise à aligner les intérêts des gérants sur ceux des investisseurs en les incitant à réaliser des plus-values importantes. Le caractère incitatif de la partie variable a d'ailleurs été renforcé ces dernières années du fait de pressions constantes des investisseurs pour réduire la partie fixe, passée progressivement de 3 %-4 % à 2 %.

Les modalités « standards » de rémunération décrites plus haut peuvent malgré tout conduire les gérants à adapter leur gestion pour en tirer avantage (Harris, 2008). Ceci est possible en agissant sur le montant des capitaux gérés, la durée des investissements et le niveau de risque du portefeuille par les moyens suivants :

- se concentrer sur la taille des fonds à lever plus que sur les performances réalisables, ce qui semble être la stratégie des acteurs du LBO (Metrick et Yasuda, 2007), a pour effet de maximiser la part fixe de la rémunération ;

- retarder les désinvestissements des lignes en portefeuille : en retardant la cession des investissements en portefeuille, les gérants peuvent accroître la rémunération fixe (2 % annuels). D'une certaine manière, ils peuvent arbitrer une rémunération aléatoire contre une rémunération fixe garantie. Le décalage dans le temps de la cession d'une ligne de plusieurs mois ou d'un an est souvent possible ;

- investir tous les capitaux engagés par les souscripteurs, même en l'absence de projets rentables correspondant à la politique d'investissement. Pour s'assurer sur plusieurs années un certain niveau de revenu fixe, les gérants peuvent être enclins à dévier de la politique d'investissement convenue avec les investisseurs : élargissement des types d'investissements, moindre sélectivité... Ainsi, en période de flambée des prix, alors que la sagesse consisterait à ralentir très sensiblement le nombre d'investissements pour ne pas obérer la rentabilité future du FCI, certains gérants n'hésitent pas à investir coûte que coûte pour assurer leurs commissions de gestion sur la base la plus élevée possible ;

- réaliser des investissements dont le profil de risque est supérieur à celui annoncé aux investisseurs. La partie variable ne pouvant être que positive ou nulle, les gérants peuvent être tentés d'adopter un comportement de type « *Head I win, tail you loose* » et donc de prendre des risques importants dans l'espoir de gonfler leur rémunération variable. L'actualité récente a fourni, dans d'autres domaines, de nombreuses illustrations des effets pervers de ces modes de rémunération ;

- réaliser des investissements à profil de risque inférieur peut être aussi une stratégie. Certains auteurs considèrent en effet que la structure de rémunération à forte composante variable conduit les gérants à réduire la prise de risques. Ainsi, pour la littérature théorique du contrat de gestion optimal en présence de hasard moral (Bellando, 2008), le transfert de risque induit par l'augmentation de la part variable peut conduire les gérants à adopter un comportement visant à sécuriser leur rémunération, notamment en réduisant le risque des investissements ;

- réaliser de nombreux investissements pour réduire son propre risque : le gérant a une bonne partie de son patrimoine investie dans la société de gestion et supporte en conséquence un risque important non diversifiable. La partie variable de sa rémunération peut s'analyser comme une option qui le conduira à augmenter le nombre de projets financés pour réduire son risque (Jones et Rhodes-Kropf, 2003).

En fin de compte, il apparaît que les effets de la structure de rémunération adoptée par les règlements de fonds sont loin d'être évidents et que le gérant conserve une capacité d'adaptation en fonction de ses propres objectifs. Avec la crise financière actuelle qui a entraîné des difficultés importantes dans un certain nombre de portefeuilles de FCI, les rémunérations de certains gérants font l'objet de critiques publiques à l'instar des « bonus » des *traders*.

269

Se consacrer à la levée de nouveaux fonds au détriment de la gestion des fonds existants

Le cycle de vie des fonds impose aux gérants de lever périodiquement de nouveaux FCI pour assurer la pérennité de leurs sociétés de gestion. Cette activité est extrêmement consommatrice de temps, surtout pour les dirigeants qui doivent s'impliquer très fortement pour convaincre de nouveaux investisseurs de l'intérêt de leur projet (Klausner et Litvak, 2001).

Cette contrainte - impérative - conduit en général à travailler à la levée d'un nouveau fonds à compter au plus tard de la troisième année de vie du dernier fonds levé. Ceci peut avoir des conséquences néfastes tant sur le rythme d'investissement que sur le temps consacré au suivi du portefeuille :

- concentration des investissements sur les deux ou trois premières années de vie du fonds et sur des investissements peu risqués. Pour assurer une récurrence de leurs revenus fixes à un niveau élevé et dégager le temps nécessaire à lever de nouveaux capitaux, les gérants peuvent être incités à investir massivement et à réduire la prise de risques pour ne pas faire apparaître de sinistres dans le portefeuille en période de levée de fonds ;

- suivi peu rigoureux des sociétés en portefeuille. L'énergie consacrée à lever de nouveaux capitaux pour assurer la pérennité des revenus de la société de gestion peut se traduire par un suivi moins efficace et contrarier la rentabilité des investissements en portefeuille.

Évaluation biaisée des parts des fonds communs d'investissement et des performances

Les clauses de règlement relatives à l'information des porteurs de parts fournissent un certain nombre de garanties sur l'évaluation des parts. Ces garanties sont toutefois très relatives.

Les évaluations des parts des FCI sont établies par les sociétés de gestion et communiquées périodiquement aux investisseurs. En l'absence de prix de marché, ces évaluations sont largement dépendantes des méthodes d'évaluation appliquées par les gérants de fonds. Il est évident qu'au-delà des règles de bonne gouvernance recommandées en la matière par les organisations professionnelles (Afic, Evca...) et des contrôles effectués par des tiers (commissaires aux comptes...), les lignes des FCI sont susceptibles d'être évaluées différemment, sans pour autant d'ailleurs que la mauvaise foi soit nécessairement présente. Les cas d'évaluations divergentes d'une même société par plusieurs sociétés de gestion dont les fonds sont actionnaires sont fréquents.

270

Cette latitude possible dans les évaluations de portefeuille peut conduire certains gérants à présenter des valorisations de parts avantageuses, notamment dans la perspective d'une levée de fonds. Elle peut aider à convaincre les souscripteurs d'un fonds en cours de vie de réinvestir dans un nouveau fonds lancé par les gérants en les confortant dans une opinion positive du professionnalisme des gérants. Vis-à-vis de nouveaux souscripteurs potentiels, l'affichage de bonnes performances ne peut pas nuire.

Les évaluations de portefeuille sont très importantes pour le calcul des performances présentées aux investisseurs afin d'attirer leurs capitaux. Les performances réelles du capital-investissement sont loin de faire l'unanimité (Jacquillat, 2008). Gottschalg et Phalippou (2008) font, par exemple, ressortir l'importance de la valorisation des lignes résiduelles - le plus souvent inaccessibles - dans le calcul et l'affichage des performances par les sociétés de gestion.

Absence de liquidité en cours de vie du fonds

Le fonctionnement des FCI permet en théorie aux investisseurs d'approcher au plus près les conditions d'investissement dans les actifs sous-jacents et d'en retirer une rentabilité brute identique.

Toutefois, ceci n'est rendu possible qu'au prix d'une très forte illiquidité des parts des investisseurs en cours de vie du fonds. Ainsi,

l'investisseur est bloqué dans le fonds pendant toute la durée de vie de ce dernier, même si son investissement va décroissant avec le temps du fait des distributions opérées par le fonds.

Si, pour un vendeur de parts, les solutions techniques de sortie du fonds existent, il lui sera très difficile de trouver un acquéreur disposé à payer un prix proche de celui de l'évaluation des parts fournie par la société de gestion. Le vendeur devra le plus souvent « payer le prix de la liquidité », c'est-à-dire accepter une décote significative par rapport à cette évaluation. Pour un investisseur extérieur et du fait de la nature même des actifs, le FCI peut être vu comme une boîte noire. Seuls les dirigeants de la société de gestion sont en mesure de fournir des explications argumentées sur la valeur estimative du portefeuille ; d'ailleurs, celle-ci peut porter sans difficulté à discussion.

Ainsi, en prenant un engagement d'investissement dans un FCI, les investisseurs ne bénéficient en réalité d'aucune liquidité comparable à celle procurée par un OPCVM classique. Ils sont donc contraints d'accepter les risques de la relation d'agence sur une longue période. Ils ne peuvent se retirer en cas de désaccord avec les gérants et doivent même continuer, le cas échéant, à honorer leurs engagements de souscription, sous peine de pénalités et de poursuites judiciaires.

271

Cette absence de liquidité couplée avec un engagement de souscription irrévocable pris pour la durée de la période d'investissement du fonds (cinq à six ans) est l'un des éléments les plus troublants des règlements des fonds de capital-investissement (Phalippou, 2007).

Plusieurs auteurs ont tenté d'en donner une explication. En particulier, Lerner et Schoar (2004) font l'hypothèse que cette illiquidité serait imposée aux souscripteurs par les sociétés de gestion et qu'elle pourrait être considérée comme une garantie de bonne fin du fonds en évitant les perturbations induites par le retrait d'investisseurs. En effet, le retrait de souscripteurs en cours de vie du fonds, surtout pendant les premières années, remettrait totalement en cause l'équilibre du fonds, en l'empêchant d'investir les montants initialement prévus. En recherchant des investisseurs à horizon d'investissement long acceptant cette illiquidité, les gérants pourraient se concentrer sur la gestion du fonds et l'optimisation des investissements. Ceci leur permettrait également de ne travailler qu'avec des investisseurs « aux poches profondes », qui, une fois fidélisés, réinvestiraient dans les nouveaux fonds, et leur éviterait ainsi d'avoir à se représenter périodiquement sur le marché des capitaux et de supporter les coûts liés à l'asymétrie d'information inhérente à l'activité. Dans un article ultérieur, Lerner, Schoar et Wong (2005) constatent d'ailleurs que les investisseurs qui obtiennent

les meilleurs rendements concentrent leurs investissements sur des fonds gérés par des sociétés avec lesquelles ils ont des relations durables. Cette politique de réinvestissement leur permettrait de faire ajuster les portefeuilles et d'exercer une pression sur la gouvernance des sociétés de gestion dans le cadre d'une relation de long terme avec des gérants choisis.

Ippolito (2007) s'interroge sur l'engagement ferme et irrévocable pris par l'investisseur à la création du fonds dans un contexte d'asymétrie d'information. Il paraîtrait en effet plus sensé d'investir au cas par cas (à chaque opération) au vu des résultats obtenus par les gérants et à l'instar du *stage financing* des *ventures* capitalistes. En utilisant un modèle théorique, il démontre que par rapport à la solution de l'investissement séquentiel, un engagement initial réduit le coût global de recherche d'informations, la révélation d'informations *ex ante* étant moins coûteuse que la nécessité de régler les inefficacités *ex post*.

L'investissement en actions de sociétés non cotées diffère fortement de l'investissement dans les sociétés cotées en raison de la nature des actifs concernés dont l'une des caractéristiques principales est l'absence de liquidité. Les FCI ont permis, en raison d'une structure de fonctionnement adaptée, d'attirer des capitaux sans cesse plus nombreux pour financer en fonds propres les sociétés non cotées, petites et moyennes. Grâce à leur apparition, une industrie professionnelle de la gestion déléguée spécialisée dans le capital-investissement a pu se développer en trente ans.

Pour faire face aux inévitables conflits d'agence susceptibles d'apparaître entre les gérants et les investisseurs, les règlements des fonds comportent de nombreuses clauses destinées à protéger les investisseurs et à aligner les actions entreprises par les gérants sur l'intérêt des investisseurs. Ces clauses ont toutefois leurs limites et ne peuvent à elles seules garantir l'absence de conflits. Ces incitations ne sont toutefois pas les seules à agir. La forte concurrence régnant dans cette industrie oblige les gérants à respecter leurs mandats pour conserver leur réputation et être toujours en mesure de lever de nouveaux fonds.

La crise financière actuelle est d'ailleurs l'occasion pour les investisseurs de s'interroger sur leurs relations avec les gérants. La pertinence des évaluations de parts de fonds présentées par certaines sociétés de gestion, mais aussi les rémunérations de certains gérants de fonds, atteignant des montants très élevés en dépit des difficultés de leurs fonds, sont au cœur des préoccupations et ont parfois fait les titres des journaux. Il en est de même des montants gérés par certains fonds

qui sont apparus surdimensionnés à l'aune de la crise. Même si ces exemples ne sont pas généralisables à l'ensemble de la profession, il est vraisemblable que la crise conduira à un renforcement des exigences des investisseurs et de leur pouvoir de négociation vis-à-vis des gérants.

NOTES

1. Association professionnelle spécialisée sur le métier du capital-investissement.
2. Le terme « fonds de capital-investissement » (FCI) sera utilisé dans cet article pour désigner toutes les structures d'investissement en sociétés non cotées gérées par des sociétés de gestion et ayant la forme juridique de fonds commun de placement (FCPR, FCPI, FIP...).
3. Pour les particuliers investissant dans ces fonds (FCPI, FIP), les mécanismes peuvent être différents pour des considérations fiscales tenant à la nécessité de détenir les parts pendant un certain nombre d'années.
4. Il n'entre pas dans l'objet de cet article de faire un inventaire détaillé des multiples clauses présentes dans les règlements ; ceci pourra faire l'objet d'un travail ultérieur. On en restera aux principes généraux des principales clauses.

BIBLIOGRAPHIE

- BELLANDO R. (2008), « Le conflit d'agence dans la gestion déléguée de portefeuille : une revue de littérature », *Revue d'économie politique*, n° 3, mai-juin.
- GAYRAUD L., LEGOUPIL H. et WEIR J. (2005), *Capital-investissement - Le guide des investisseurs institutionnels*, Association française des investisseurs en capital (Afic).
- GOMPERS P. et LERNER J. (1996), « The Use of Covenants : an Empirical Analysis of Venture Partnerships Agreements », *Journal of Law and Economics*, vol. 39, n° 2, octobre, pp. 463-498.
- GOTTSCLAG O. et PHALIPPOU L. (2008), « La vérité sur les performances dans le capital-investissement », *Revue d'économie financière*, n° 93, pp. 201-211.
- HARRIS L. (2008), « A Critical Analysis of Private Equity Limited Partnerships », University of Memphis, George Washington University Law School, *Working Paper*.
- IPPOLITO F. (2007), « Capital Commitment in Private Equity Partnerships », Università Commerciale L. Bocconi, *Working Paper*, octobre.
- JACQUILLAT B. (2008), « Les rémunérations des dirigeants dans le capital-investissement », *Revue d'économie financière*, n° 93, pp. 155-166.
- JENSEN M. C. (2007), « The Economic Case for Private Equity (and some Concerns) », *Harvard Negotiations, Organizations and Markets Research Paper*, n° 07-02.
- JONES C. M. et RHODES-KROPF M. (2003), « The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity », Columbia University, *Working Paper*, mai.

- KAPLAN S. N. et SCHOAR A. (2005), « Private Equity Performance : Returns, Persistence and Capital Flows », *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 1791-1823.
- KAPLAN S. N. et STRÖMBERG P. (2003), « Financial Contracting Theory Meets the Real World : an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, vol. 70, pp. 281-316.
- KLAUSNER M. et LITVAK K. (2001), « What Economists Have Taught Us about Venture Capital Contracting », in *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap : Linking Governance with Regulatory Policy*, Whincop M. (éd.), Ashgate, 2001.
- LERNER J. et SCHOAR A. (2004), « The Illiquidity Puzzle : Theory and Evidence from Private Equity », *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n° 1, avril, pp. 3-40.
- LERNER J., SCHOAR A. et WONG W. (2007), « Smart Institutions, Foolish Choices ? : the Limited Partner Performance Puzzle », *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 731-764.
- MAHIEUX X. (1993), « Capital-investissement et valeur de l'entreprise », *Revue Banque*, juin.
- METRIC A. et YASUDA A. (2007), « The Economics of Private Equity Funds », University of Pennsylvania, The Wharton School, *Preliminary Draft*, février.
- PHALIPPOU L. (2007), « Investing in Private Equity Funds : a Survey », The Research Foundation of CFA Institute.
- SAHLMAN W. A. (1988), « Aspects of Financial Contracting in Venture Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, n° 2, pp. 23-36.