

# 13<sup>e</sup> Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME

## LE FINANCEMENT DE LA CROISSANCE EXTERNE DANS LES PME EN CROISSANCE



### Résumé

L'arbitrage entre les ambitions de croissance des dirigeants de PME et leur volonté de préserver le contrôle qu'ils exercent sur l'entreprise, constitue un paradoxe souligné par la littérature consacrée au financement de la croissance des PME familiales. Les fusions-acquisitions constituent un des principaux modes de croissance des entreprises. De par l'ampleur de ces opérations, leur financement demeure une problématique importante du processus d'acquisition. Une acquisition d'entreprise est une opération qui porte sur un actif dont la valeur présente la caractéristique d'être fragile. Nous étudions l'influence de cette caractéristique sur le financement des opérations de croissance externe en proposant d'appliquer les enseignements de Williamson qui propose de recourir aux capitaux propres en réponse à la volatilité de la valeur de garantie des actifs spécifiques qui interdit, dans les faits, de les donner en gage aux prêteurs. L'étude qui porte sur 193 entreprises montre que les PME procédant à des opérations de croissance externe recourent pour plus de 40 % d'entre elles aux capitaux propres pour couvrir le besoin de financement résiduel non couvert par la CAF et un recours à la dette limité aux investissements corporels. Nos résultats mettent en évidence que le risque stratégique lié à l'échec de l'opération est significatif pour expliquer les levées en capitaux propres, à la différence des risques de perte de contrôle et d'abandon de projets.

**Mots-clés :** PME, croissance externe, fusions-acquisitions, financement

### ***Ludivine CHALENÇON, maîtres de conférences***

Centre de recherches Magellan  
IAE Lyon  
Université Jean Moulin Lyon 3  
ludivine.chalencon@univ-lyon3.fr

### ***Alain MARION, professeur***

Centre de recherches Magellan  
IAE Lyon  
Université Jean Moulin Lyon 3  
alain.marion@univ-lyon3.fr

## LE FINANCEMENT DE LA CROISSANCE EXTERNE DANS LES PME EN CROISSANCE

### Introduction

Les recherches menées sur les fusions-acquisitions se sont principalement intéressées aux grands groupes cotés, alors même que les PME utilisent également ce vecteur de croissance pour leur développement. Selon Weitzela et McCarthy (2011), 30 % des fusions-acquisitions conduites en Europe de l'ouest sont réalisées par des PME (Graebner, 2009, Zahra *et al.*, 2000). Peu d'études empiriques traitent du financement des fusions-acquisitions dans les PME. Les travaux publiés montrent que ces entreprises ont tendance à privilégier le recours à la dette pour financer leur croissance (Adair et Adaskou, 2011, Cassia *et al.*, 2009, Huot et Carrington, 2006) et à recourir dans une moindre mesure au financement par capitaux propres (Picard, 2006, Vos *et al.*, 2007, Ivanov et Xie, 2010). La littérature en entrepreneuriat met en exergue les divergences de ressources et compétences entre les PME et les grandes entreprises (Ragozzino et Reuer, 2010). De plus, à la différence de la croissance organique, l'acquisition d'une entreprise se traduit par l'intégration d'un actif qui présente un caractère spécifique supposant un financement adapté.

Le financement de la croissance externe soulève ainsi des questions liées aux caractéristiques de l'actif acquis. L'analogie peut être faite entre le financement d'une opération de croissance externe et le financement d'un actif spécifique (Williamson, 1988) en raison de la fragilité de la valeur des actifs qui interdit dans les faits une garantie adossée à ces derniers. La fragilité de la valeur de l'actif acquis à travers une opération de croissance externe conduit à privilégier les capitaux propres comme mode de financement de la croissance externe. Au demeurant, dans les PME, ce principe est en concurrence avec les craintes manifestées par les dirigeants-proprétaires devant le risque de perte de contrôle lié à l'entrée au capital d'un investisseur. En effet, dans une PME familiale, le recours aux capitaux propres soulève des questions en lien avec la volonté d'indépendance financière affirmée par les dirigeants-proprétaires qui craignent que l'ouverture du capital à un investisseur extérieur soit l'occasion d'altérer le contrôle solitaire qu'ils exercent sur les destinées de l'entreprise.

Dans ce contexte, notre papier étudie les modes de financement utilisés par les PME de croissance afin de couvrir leurs besoins liés à la réalisation d'opérations de croissance externe. L'étude s'appuie sur un échantillon de 193 PME familiales, constitué à partir de la base de données financières Diane, qui ont procédé à des fusions-acquisitions entre 2006 et 2010.

Elle apporte un éclairage sur la gestion de la tension nourrie par l'opposition entre ces deux contraintes contradictoires. L'étude montre que des caractéristiques de taille des opérations et d'autofinancement disponible (CAFD) régissent les arbitrages opérés lors des prises de décision entre les bénéfices d'un financement par capitaux propres (maîtrise du risque de défaillance et (ou) d'abandon de projets) et son coût (risque de perte de contrôle). Autrement dit, le recours aux financements par capitaux propres occupe une place significative au détriment de la dette dès que la nécessité de recourir à des ressources financières externes apparaît et qu'il s'agit d'opérations d'ampleur en raison du montant des capitaux investis. Ce constat confirme que les caractéristiques des actifs, notamment la volatilité de leur valeur, contribue à structurer les ressources financières

mobilisées par les entreprises. Nos résultats révèlent que le risque stratégique associé à l'échec de la croissance externe s'avère significatif pour expliquer les levées en capitaux propres. En revanche, les risques de perte de contrôle et d'abandon de projets qui ne semblent pas jouer un rôle déterminant.

Ce papier débute par une revue de la littérature sur les fusions-acquisitions et le financement des PME et argumente le choix d'inscrire cette recherche dans la théorie du financement d'un actif spécifique de Williamson. La méthodologie et l'étude empirique sont ensuite présentées. Les besoins en ressources externes sont enfin caractérisés puis nous tentons d'expliquer les moteurs du recours à une levée de capitaux propres.

## 1. Revue de la littérature

De nombreux pays, dont la France, déploient des dispositifs favorisant la croissance des entreprises. Les fusions-acquisitions constituent un mode de croissance rapide qui est fortement utilisé par les entreprises qui nécessite cependant de pouvoir mobiliser un financement important dans un temps limité.

### 1.1 Fusions-acquisitions et PME de croissance

La littérature sur les fusions-acquisitions met en évidence qu'il s'agit d'un outil permettant aux entreprises de réaliser un nombre d'objectifs variés en un temps limité (Slangen et Hennart, 2008). « En général, les fusions sont conduites lorsque l'équipe dirigeante de l'acquéreur perçoit que la valeur combinée des entreprises est supérieure à la somme des valeurs des entités prises séparément » (Erel *et al.*, 2012 ; p. 1048). Les fusions-acquisitions répondent ainsi principalement à la volonté de l'acquéreur de réaliser des synergies à même de contribuer à l'accroissement de sa performance.

Pour étudier les motivations et la performance de ces stratégies de croissance, les auteurs se sont principalement intéressés aux entreprises cotées. Or, les fusions-acquisitions constituent un mode de développement aussi utilisé par les PME (Graebner, 2009, Weitzela et McCarthy, 2011, Zahra *et al.*, 2000). De plus, la littérature en entrepreneuriat met en exergue les divergences de ressources et compétences entre les PME et les grandes entreprises (Ragozzino et Reuer, 2010).

Ces opérations complexes s'inscrivent dans une dynamique de développement particulièrement engageante pour les acquéreurs. Si elles permettent de se développer rapidement et de saisir des opportunités de croissance, elles ne sont pas sans risque. Aussi, le financement des stratégies de croissance externe demeure un élément crucial du processus d'acquisition. Cette question apparaît d'autant plus fondamentale dans le cas des PME.

Les travaux s'intéressant aux modes de financement de la croissance externe s'inscrivent généralement dans la théorie du signal et de l'agence. Le paiement par actions d'une opération est interprété par les investisseurs comme un signal informant que l'acquéreur estime que le cours de ses titres est surévalué (Dong *et al.*, 2006, Shleifer et Vishny, 2003). Ce signal est d'autant plus caractéristique d'une surévaluation de l'acquéreur que ce dernier dispose de flux de trésorerie conséquents (Gao, 2011). Sur le marché européen, de La Bruslerie (2013) confirme que les acquéreurs dont les titres sont surévalués ont une plus forte propension à recourir à un paiement en actions. Ce

signal de surévaluation envoyé aux marchés financiers expliquerait la constatation d'une création de valeur plus faible voire négative au niveau de l'acquéreur (Akbulut, 2013). En revanche, Officer *et al.* (2009) précisent que le paiement en actions permet de partager le risque de surévaluation de la cible avec les actionnaires de celle-ci. Pour sa part, le paiement en numéraire est considéré comme un signal positif diminuant l'asymétrie d'information (Jensen, 1986). Ce mode de financement est censé refléter le potentiel de croissance des titres acquis.

Selon Wright et Stigliani (2012 ; p. 10), peu d'auteurs se sont intéressés aux « processus par lesquels les firmes entrepreneuriales accèdent et configurent les ressources afin d'atteindre la croissance ». Ce constat est d'autant plus cinglant au sujet des problématiques de financement des PME dans le cadre de fusions-acquisitions et que les théories sur le financement des fusions-acquisitions ne leur sont pas applicables. Les PME ont tendance à privilégier l'autofinancement et le recours à la dette pour financer leur croissance (Huot et Carrington, 2006 ; Cassis *et al.*, 2009) et dans une moindre mesure le financement par capitaux propres (Picart, 2006 et Vos *et al.*, 2007). Par ailleurs, de nombreux freins, psychologiques et émotionnels, expliquent la prudence dont font preuve les dirigeants de PME à ouvrir le capital de leur entreprise. Le recours à des fonds extérieurs, notamment des entreprises de capital risques, peut néanmoins s'accompagner de savoir-faire complémentaires (Ivanov et Xie, 2010). L'ouverture du capital peut ainsi se traduire par des supports et services supplémentaires pour aider la PME à gérer sa croissance. Au regard de cette analyse de la littérature, nous proposons d'appliquer les apports des recherches sur le financement d'un actif présentant un caractère spécifique (Williamson, 1988) aux problématiques de financement des fusions-acquisitions.

## 1.2 Rôle du contrôle familial

Un nombre réduit de recherches traite de l'influence du contrôle familial sur les modes de financement des opérations de croissance externe, le rôle de la maîtrise du risque dans les décisions financières étant généralement privilégié comme facteur explicatif. Dans cette dernière approche, le financement par capitaux propres paraît alors le mode de financement adapté par opposition à la dette génératrice d'un risque potentiel de déséquilibre financier.

Au demeurant, plusieurs études (Stulz, 1998, Harris et Raviv, 1988) montrent que les dirigeants-proprétaires privilégieraient l'autofinancement et la dette pour financer la croissance externe en raison des risques que fait peser une ouverture du capital sur le contrôle de l'entreprise. Viennent aussi en appui du recours à la dette, les études constatant des rentabilités anormales à l'annonce d'une opération de croissance externe financée par dette (Bharadwa, 2003, Martynova, 2009). Enfin, les quelques études traitant plus particulièrement des facteurs explicatifs des choix des modes de financement d'une opération de croissance externe mettent en évidence l'existence d'une hiérarchie des financements (autofinancement puis dette, puis capitaux propres), l'influence de la croissance potentielle attachée à l'acquisition et le rôle de certaines caractéristiques de gouvernance de l'acquéreur. Bouzganou (2013, 2014) montre que le recours préférentiel à la dette serait lié à l'importance du capital détenu par les actionnaires familiaux. Confirmant ainsi le rôle du risque de perte de contrôle dans les décisions financières des entreprises familiales. Ce résultat établi à partir d'entreprises contrôlées par un groupe familial complète les recherches (Faccio et Masulis, 2005) s'intéressant aux facteurs explicatifs du mode de paiement (cash versus actions) des opérations de

croissance externe qui mettent en évidence le risque de dilution du capital, et donc de perte de contrôle, parmi les raisons qui conduisent à privilégier la dette au détriment des capitaux propres. Dès lors, nous pouvons formuler l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 1 : En raison de l'aversion au risque de perte de contrôle des dirigeants-proprétaires, une levée de capitaux propres est d'autant moins pertinente que le poids du flux d'endettement résiduel (endettement adossé aux investissements de croissance externe) rapporté aux capitaux propres est élevé.*

### 1.3 Rôle des caractéristiques de l'actif acquis

En rupture avec l'approche néoclassique de la finance d'entreprise qui repose sur une séparation des décisions d'investissement et de financement et admet implicitement une homogénéité des actifs à financer, s'est développé un courant proposant d'adapter les modes de financement aux caractéristiques des actifs (Williamson, 1988, Kochhar, 1996, Agarwal *et al.*, 2009). Cette préoccupation est d'ailleurs partagée par le recherche en stratégie qui s'intéresse aux interactions entre les orientations stratégiques et les décisions qui configurent la structure financière (Balakrishnan et Fox, 1999, O'Brien, 2003).

Désormais, il est admis que les caractéristiques des actifs influencent les structures financières (Williamson, 1988, Choate, 1997, Mondelli et Klein, 2013). La nature immatérielle d'un actif est généralement un facteur peu favorable pour une prise de garantie gagée sur l'actif. De ce fait, le recours plus ou moins intensif à la dette est dépendant du caractère matériel ou immatériel des actifs et plus fondamentalement de leur redéployabilité qui garantit leur valeur de revente sur le marché secondaire. Il est d'ailleurs observé que les entreprises dont les composantes immatérielles occupent un poids significatif au sein de l'actif, recourent modérément à la dette (Myers, 1977, Hovakimian, 2001).

Une analogie peut être faite en transposant aux opérations de croissance externe les prescriptions formulées par la théorie financière en matière de financement des actifs spécifiques. Il suffit de rappeler les arguments développés par Williamson en faveur d'un financement par capitaux propres des actifs spécifiques au motif que l'élévation du degré de spécificité d'un actif, en risquant d'en interdire le financement par dette, pourrait conduire à l'abandon de projets d'investissement rentables. Cette situation extrême génère un coût d'opportunité qui justifierait de recourir aux capitaux propres. De son côté, Myers (1977) a montré que le risque de hasard moral à l'origine d'une élévation du coût de la dette, est en relation avec la composition du portefeuille d'actifs. Notamment, les entreprises ayant un actif incorporel d'un poids significatif, supportent un risque élevé de hasard moral induisant une élévation du coût de la dette ayant pour conséquence de favoriser le financement par capitaux propres.

Une opération de croissance externe se traduit par l'acquisition d'un actif offrant une valeur de garantie problématique dès lors que la situation de l'entreprise acquise se dégrade. Dans une situation de grandes difficultés financières, la valeur des composantes immatérielles (fidélité de la clientèle, reconnaissance du savoir-faire ...) devient rapidement incertaine en raison notamment de la dégradation du capital de confiance développé au cours du temps avec les parties prenantes de

l'entreprise (clients, fournisseurs, bailleurs de fonds, personnel ...). Le risque supporté par les bailleurs de fonds est donc d'autant plus élevé que le poids de l'actif incorporel dans la valeur de l'entreprise acquise est significatif. A ce sujet, il convient de rappeler que les statistiques disponibles sur les prix de cession des PME font ressortir un rapport de 2 entre ce dernier et le montant des capitaux propres mettant ainsi en évidence le poids des composantes immatérielles.

Le développement précédent illustre le risque attaché à une opération de croissance externe et explique l'attitude réservée des prêteurs pour financer ces opérations. La nature du risque attaché à une opération de croissance externe, notamment la fragilité de la valeur de l'entreprise acquise, présente des similitudes avec le risque de perte de valeur attaché à un actif spécifique dès lors qu'intervient l'hypothèse de sa redéployabilité vers d'autres utilisations.

Un financement par dette de la croissance externe est de nature à porter atteinte à la pérennité de l'entreprise dans l'hypothèse où l'opération s'avèrera un échec. Le risque de défaillance sera d'autant plus élevé que la perte subie en raison de la dépréciation de l'actif acquis représentera une part significative des capitaux propres. La réponse à cette situation est de recourir aux capitaux propres pour protéger l'entreprise contre l'élévation du risque de défaillance lié au financement par dette. L'hypothèse suivante sera alors testée :

*Hypothèse 2 : En raison du risque stratégique associé à l'éventualité d'un échec de l'opération, une levée de capitaux propres est d'autant plus pertinente que le poids de la croissance externe rapporté aux capitaux propres est élevé.*

Le risque d'une perte de valeur de l'actif attaché dans un cas aux aléas de la vie économique, dans l'autre cas aux difficultés à redéployer l'actif, interdit dans les faits toute prise de garantie gagée sur l'actif. Ce phénomène engendre une élévation du coût de la dette et peut aller jusqu'au refus d'intervenir des prêteurs. Cette situation justifie le recours aux capitaux propres qui permet de contourner le blocage évoqué en introduisant de la flexibilité dans le processus de prise de décision stratégique. Le recours aux capitaux propres permet de se libérer des contraintes du financement par autofinancement (concurrence avec le financement des investissements de maintien) ou par dette (remboursement périodique de la dette) en donnant la possibilité d'allouer sans limite l'autofinancement aux investissements de maintien nécessaires et en affranchissant l'entreprise du risque qui pèse sur la liaison autofinancement-annuités de remboursement.

Dans l'hypothèse où les prêteurs sollicités refusent d'intervenir un financement par dette de la croissance externe peut avoir pour conséquence un abandon de projets créateurs de valeur. Le manque à gagner supporté par l'entreprise qui traduit un coût d'opportunité est directement lié au potentiel de croissance perdue en raison du refus des prêteurs. L'hypothèse suivante sera alors testée :

*Hypothèse 3 : En raison du risque d'abandon de projets, une levée de capitaux propres est d'autant plus notable que le coût de l'abandon du projet mesuré par la croissance perdue est élevé.*

## 2. Méthodologie

Notre étude s'intéresse aux PME de croissance en Rhône-Alpes qui ont réalisé des fusions-acquisitions. Le tissu économique français est constitué principalement de PME. Selon les chiffres officiels de 2010, « la France compte 3,2 millions de PME, soit 99,9% des entreprises. Elles représentent 52% de l'emploi salarié, réalisent 38% du chiffre d'affaires, 49% de la valeur ajoutée et 43% de l'investissement. »<sup>1</sup>. Aussi, il convient de rappeler que la région Rhône-Alpes est la deuxième région française en terme de PIB et la sixième région de l'Union européenne. Le PIB de Rhône-Alpes représente près de 10 % du PIB de la France.

### 2.1 Constitution de l'échantillon

Notre échantillon compte 193 PME de croissance en Rhône-Alpes qui ont réalisé des fusions-acquisitions entre 2006 et 2010. Pour ce faire, nous avons utilisé la base de données Diane (Bureau Van Dijk) qui fournit les informations financières et les liens capitalistiques entre les entreprises de l'ensemble des sociétés françaises ayant publié leurs comptes annuels.

Nous avons retenu les entreprises non cotées, créées avant 2005 et situées dans la région Rhône-Alpes, ayant un chiffre d'affaires compris entre 2 000 et 50 000 k€ et n'exerçant pas d'activités financières ou immobilières. Les filiales de groupe et les holdings ont été supprimées de notre échantillon. Enfin, notre étude porte sur les entreprises dont le chiffre d'affaires a subi une croissance d'au moins 46 % entre 2006 et 2010, soit un taux de croissance réel (10 % par an) correspondant à la moitié du taux de croissance généralement retenu pour identifier les entreprises en hyper-croissance (20 % par an). La base de données Diane a permis de sélectionner 1 126 PME.

Dans le but de retenir uniquement les PME ayant réalisé des opérations de croissance externe, nous avons sélectionné les entreprises dont la variation des immobilisations financières et incorporelles sur la période est supérieure à 100 k€. Notre échantillon final regroupe ainsi 193 PME.

### 2.2 Étude empirique

L'objectif de cette recherche est d'identifier les caractéristiques des PME qui expliquent une levée de capitaux propres pour le financement de leur croissance externe. La variable dépendante est donc la levée de capitaux propres.

A la différence des opérations de croissance externe réalisées par des grandes entreprises cotées, les études sur les PME sont, à notre connaissance, très rares. En opposition avec ces études, les informations liées au financement de la croissance externe ne sont pas directement disponibles. Dès lors, l'étude empirique a consisté dans un premier temps par le traitement des informations comptables collectées et la construction d'indicateurs approchant les dimensions relatives aux trois hypothèses. Nous nous sommes ici inspirés des études sur les PME et des pratiques en analyse financière.

---

<sup>1</sup> Statistiques gouvernementales publiées sur le site institutionnel suivant : <http://www.economie.gouv.fr/cedef/chiffres-cles-des-pme>.



Trois variables indépendantes sont incluses dans notre modèle, Flux d'endettement résiduel/Capitaux propres, Croissance externe/Capitaux propres et croissance perdue, qui visent respectivement à appréhender l'importance du risque de perte de contrôle, du risque stratégique lié à un échec et du risque d'abandon de projets.

Plus précisément, les entreprises pouvant utiliser leur capacité d'autofinancement pour financer leur croissance externe, nous avons, dans un premier temps, déterminé la capacité d'autofinancement disponible ( $CAFD = CAF - \text{Flux d'investissement} - \Delta BFR$ ). Les PME susceptibles d'avoir recours à un besoin de capitaux propres présentent ainsi une CAFD négative, c'est-à-dire qu'elles ne couvrent pas leurs besoins avec l'autofinancement (Marion et Faverjon, 2016).

D'autres indicateurs ont ensuite été intégrés afin d'appréhender les caractéristiques de la structure financière et de la performance de ces entreprises qui influent sur les conditions d'accès aux financements externes (Berger et Udell, 1998, Adair et Adaskou, 2011). Plus particulièrement, nous avons retenu les variables de contrôle suivantes : le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires, la rentabilité économique, le *gearing*, flux d'endettement/CAFD et le montant des capitaux propres en début de période.

Ces indicateurs ont été calculés à partir des informations financières collectées par la base de données Diane. Le Tableau 1 synthétise les principales variables utilisées et leurs modes de calcul.

Les statistiques descriptives s'appuient sur des tests de différence de médiane, dans le but d'appréhender les caractéristiques qui sembleraient expliquer le choix du mode de financement des PME. Nos données ne suivant pas la loi normale, le test non paramétrique de Wilcoxon-Mann-Whitney a été retenu. Il permet de comparer deux échantillons indépendants de petite taille. Les hypothèses ont ensuite été testées à l'aide de régressions multivariées.



Tableau 1. Synthèse des variables

Liste des variables	Signification	Mode de calcul
Levée CP	Levée de capitaux propres	Variations cumulées du capital social, des primes d'émission et des obligations convertibles
CE	Croissance externe	Flux cumulés d'investissement en immobilisations incorporelles et financières
CAFD	Capacité d'autofinancement disponible	CAF – Flux d'investissement - $\Delta$ BFR
AE	Actif économique	Immobilisations + BFR
RE	Rentabilité économique	Résultat d'exploitation / Actif économique
Flux d'endettement résiduel/CP	Risque de perte de contrôle	(Flux d'endettement - 0,7* Flux cumulés d'investissement en immobilisations corporelles)/Capitaux propres (2006)
CE/CP	Risque stratégique lié à un échec	Croissance externes/Capitaux propres (2006)
Croissance perdue	Risque d'abandon de projets	Croissance externe/(Actif économique (2010)-Actif économique (2006))
Taux de croissance CA	Taux de croissance annuel du chiffre d'affaires sur la période	(CA en N / CA en début de période) (1/nombre de périodes) – 1
RE	Rentabilité économique	Résultat d'exploitation / Actif économique
Gearing	Taux d'endettement	Dettes financières nettes / Capitaux propres avec Dettes financières nettes = Dettes financières – Trésorerie Actif
Flux d'endettement/CAFD	Flux d'endettement/CAFD	Flux cumulés d'endettement à long terme/CAFD
CP (2006)	Capitaux propres	Valeur en 2006

### 3. Analyse des modes de financement des opérations de croissance externe

A partir de 193 PME de croissance ayant réalisé des opérations de croissance externe (acquisition d'entreprises ou acquisition de fonds de commerce), nous avons identifié 6 entreprises qui ont émis des actions en règlement des titres acquis et 81 entreprises qui ont procédé à des levées de capitaux propres (cf. Tableau 2).

Il en ressort que 45 % des PME de croissance ont financé par capitaux propres leurs opérations de croissance externe, le paiement par action et les levées de capitaux propres représentant respectivement 2 % et 43 % du total.

Tableau 2. Répartition des entreprises selon le mode de financement

Indicateurs	Emission d'actions			Levée CP			Sans levée CP		
	Somme	Moyenne	Médiane	Somme	Moyenne	Médiane	Somme	Moyenne	Médiane
Croissance externe	59 502	9 917	6 526	87 814	1 098	537	67 440	636	252
Investissements immo incorporelles	29 740	4 957	1 068	48 218	603	193	37 949	358	132
Investissements immo corporelles	11 481	1 914	1 065	86 440	1 081	529	107 198	1 011	450
Investissements immo financières	29 761	4 960	135	39 596	495	59	29 492	278	75
Variation du BFR	376	63	-523	24 717	309	144	11 299	107	106
Total des besoins	71 359	11 893	7 574	198 971	2 487	1 629	185 938	1 754	1 047
CAF cumulée	12 328	2 055	1 146	111 144	1 389	910	165 621	1 562	931
CAF disponible	-59 031	-9 839	-2 729	-88 785	-1 110	-368	-20 957	-198	-18
Levée capitaux propres	55 546	9 258	6 228	64 305	804	292	-120	-1	0
Flux d'endettement	24 354	4 059	2 022	98 839	1 235	430	97 846	923	463
Nombre PME		6			80			106	

### 3.1 Paiement par émission d'actions

Le nombre d'entreprises ayant procédé à des opérations de croissance externe dont le paiement a été effectué par action est de 6 sur un total de 193. La très faible proportion d'opérations de croissance externe (2 %) utilisant le paiement par action réalisées par des PME de croissance est aussi observée dans les entreprises de grande taille. Dans leur étude portant sur les fusions & acquisitions réalisées par des entreprises européennes cotées, Faccio et Masulis (2005) relèvent que le paiement par action ne concerne que 8,4 % des opérations et 5,4 % des opérations ayant pour cible une entreprise non cotée.

En l'espèce, les opérations de croissance externe réalisées par les PME de croissance sont de taille significative puisque leur montant moyen est huit fois supérieur à la moyenne des opérations. Par ailleurs, la moitié des opérations sont réalisées dans un secteur d'activité en cours de concentration (en l'occurrence, les laboratoires d'analyse médicale).

La faible proportion d'opérations de croissance externe recourant au paiement par action est à mettre en relation avec le caractère familial des PME étudiées. Il a été constaté (Caprio *et al.*, 2011, Bouzgarrou, 2014) qu'en raison du risque de dilution attaché au paiement par action, la fréquence d'utilisation de ce mode de paiement est corrélé négativement à la part de capital détenu par les actionnaires familiaux.

### 3.2 Localisation du besoin de ressources financières externes

Il convient de rappeler que la croissance du chiffre d'affaires n'est pas à elle seule génératrice d'un besoin de ressources financières externes dans la mesure où une part significative des besoins induits par la croissance est couverte par la capacité d'autofinancement. Le besoin de ressources financières externes existe lorsque la capacité d'autofinancement ne couvre pas les besoins bruts (Flux d'investissement +  $\Delta$ BFR) sachant qu'une partie de la différence peut être couverte par un prélèvement sur la trésorerie, le solde constituant le besoin de ressources externes.

Pour la présente étude, le repérage des entreprises générant un besoin de ressources externes susceptibles d'être notamment couvert par une levée de capitaux propres repose sur l'existence d'une capacité d'autofinancement disponible négative (CAFD = CAF – Flux d'investissement -  $\Delta$ BFR) (cf. Tableau 3).

**Tableau 3. Répartition des entreprises selon le signe de la CAFD**

Indicateurs	CAFD > 0			CAFD < 0		
	Somme	Moyenne	Médiane	Somme	Moyenne	Médiane
Croissance externe	37 357	479	222	117 897	1 092	486
Investissements immo incorporelles	17 866	229	92	68 300	632	214
Investissements immo corporelles	43 766	561	349	149 872	1 388	623
Investissements immo financières	19 491	250	104	49 597	459	51
Variation du BFR	1 709	22	39	34 307	318	204
Total des besoins	82 832	1 062	689	302 076	2 797	1 576
CAF cumulée	159 557	2 046	1 255	117 207	1 085	756
CAF disponible	76 698	983	440	-186 440	-1 726	-777
Levée capitaux propres	11 695	150	0	52 490	486	0
Flux d'endettement	43 033	552	232	153 651	1 423	852
Nombre PME	78			108		

Si 58 % des PME de croissance ont généré un besoin de ressources financières externes, une proportion significative de ces entreprises couvre la totalité de leurs besoins (croissance organique et croissance externe) par l'autofinancement.

Le tableau 4 qui prend en compte les levées de capitaux propres permet d'analyser les choix arrêtés pour couvrir le besoin de ressources externes (CAFD négative).

Il ressort du tableau que parmi les PME de croissance ayant procédé à une levée de capitaux, 35 % de ces entreprises n'avaient pas besoin de recourir à des ressources externes (CAFD > 0). Par contre, 53 % des PME de croissance ayant un besoin de ressources externes n'ont pas procédé à une levée de capitaux propres pour couvrir ce besoin.

Dans la suite de l'étude, nous nous attachons à étudier les caractéristiques des PME de croissance ayant un besoin de ressources financières externes en distinguant parmi ces entreprises celles qui ont ou pas recouru à une levée de capitaux propres.

Tableau 4 : Répartition des entreprises selon le mode de financement du besoin de ressources externes

Indicateurs	Levée CP						Sans levée CP					
	CAFD > 0			CAFD < 0			CAFD > 0			CAFD < 0		
	Somme	Moyenne	Médiane	Somme	Moyenne	Médiane	Somme	Moyenne	Médiane	Somme	Moyenne	Médiane
Croissance externe	19 230	687	310	68 584	1 319	739	18 127	363	193	49 313	881	380
Investissements immo incorporelles	7 499	268	121	40 719	783	305	10 367	207	88	27 582	493	195
Investissements immo corporelles	17 693	632	398	68 747	1 322	673	26 073	521	299	81 125	1 449	592
Investissements immo financières	11 730	419	96	27 866	536	51	7 760	155	105	21 731	388	51
Variation du BFR	-3 973	-142	-143	28 690	552	410	5 682	114	84	5 617	100	171
Total des besoins	32 950	1 177	597	166 021	3 193	1 866	49 882	998	791	136 055	2 430	1 248
CAF cumulée	53 650	1 916	1 189	57 494	1 106	767	105 908	2 118	1 266	59 713	1 066	745
CAF disponible	20 750	741	386	-109 535	-2 106	-1 120	55 948	1 119	459	-76 905	-1 373	-562
Levée capitaux propres	11 695	418	225	52 610	1 012	480	0	0	0	-120	-2	0
Flux d'endettement	24 540	876	184	74 299	1 429	609	18 493	370	253	79 353	1 417	1 006
Nombre PME	28			52			50			56		

### 3.3 Analyse du mode de financement du besoin de ressources externes

Il est recherché l'existence de caractéristiques propres aux PME de croissance ayant un besoin de ressources externes en distinguant celles qui recourent aux capitaux propres et celles qui n'y recourent pas (cf. Tableau 5).

Tableau 5. Caractéristiques des PME selon le mode de financement du besoin de ressources externes

Indicateurs	CAFD < 0										Test Wilco- xon
	Levée CP					Sans levée CP					
	Somme	Moyenne	Médiane	Q1	Q3	Somme	Moyenne	Médiane	Q1	Q3	
Levée CP	52 610	1 012	480	150	1 317	-120	-2	0	0	0	n.a.
Croissance externe	68584	1319	739	222	1 260	49313	881	380	192	782	**
Var BFR	28 690	552	410	-56	839	5 617	100	171	-154	461	**
CAFD	-109 535	-2 106	-1 120	-3 218	-412	-76 905	-1 373	-562	-1 116	-193	**
AE	133 477	2 567	1 381	800	3 010	118 425	2 115	1 622	809	2 800	
RE	254%	5%	5%	2%	8%	360%	6%	7%	3%	11%	
CE/CP	22237%	428%	144%	74%	337%	20476%	366%	98%	45%	215%	*
Flux d'endettement résiduel/CP	12396%	238%	61%	-40%	278%	-10796%	-193%	78%	-32%	232%	
Croissance perdue	1793%	34%	26%	10%	52%	1506%	27%	23%	13%	42%	
Taux de croissance CA	1437%	28%	23%	16%	36%	1314%	23%	18%	13%	28%	
Rentabilité	254%	5%	5%	2%	8%	360%	6%	7%	3%	11%	
Gearing	11323%	218%	97%	45%	245%	12985%	232%	115%	52%	165%	
Flux d'endettement/CAFD	-4522%	-87%	-66%	-143%	-16%	-31130%	-556%	-160%	-396%	-79%	***
Capitaux propres (2006)	41 361	795	276	117	799	41 035	733	468	156	944	
Nombre PME	52					56					

Les comparaisons entre les entreprises levant des capitaux propres pour financer leurs opérations de croissance externe et celles qui n'y ont pas recours, font ressortir que les levées de capitaux propres sont associées à des opérations de croissance externes significatives en termes de taille et qui représentent un risque potentiel élevé en cas d'échec. Par ailleurs, les entreprises levant des capitaux propres se différencient par des besoins en fonds de roulement élevés supérieurs aux entreprises ne procédant pas à des levées de capitaux propres.

Plus en détails :

- les montants moyens et médians des investissements de croissance externe sont dans un rapport de 1 à 2 entre les deux catégories;
- la médiane des ratios CE / CP est dans un rapport de 1 à 1,4 entre les deux catégories;
- un besoin de ressources financières externes dans un rapport de 1,8 (moyenne) et de 2 (médiane) entre les deux catégories résultant d'un effort d'investissement soutenu de quelques entreprises porté par la croissance externe.

Par contre, il convient de relever qu'en termes de taille d'entreprise et de taux d'endettement les deux catégories de PME de croissance ont des caractéristiques proches.

Les régressions multivariées ont ensuite été effectuées afin de tester notre modèle de recherche. Le Tableau 6 reprend la matrice des corrélations des variables comprises dans le modèle de recherche. La variable « Levée CP » est corrélée avec l'indicateur Croissance externe/Capitaux propres (-0,19 ; relation significative à 1 %), l'indicateur Flux d'endettement résiduels/CP (0,19 ; 1 %), le taux de croissance du chiffre d'affaires (0,23 ; 1 %), la rentabilité économique (-0,20 ; 1 %) et les capitaux propres en 2006 (0,26 ; 1 %). Nous avons également calculé le facteur d'inflation (VIF) et la tolérance afin de repérer des liens de multicollinéarité. Les facteurs d'inflation sont compris entre 1,01 et 1,87 et la tolérance entre 0,53 et 0,99. Aucun problème majeur de multicollinéarité n'a donc été identifié. Le Tableau 7 synthétise les résultats obtenus.

**Tableau 6. Matrice des corrélations**

Variabes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Levée CP (1)	1,00								
CE/CP (2)	0,01	1,00							
Flux endettement résiduels/CP (5)	0,19 ***	-0,12	1,00						
Croissance perdue (4)	0,05	0,03	0,11	1,00					
Taux croissance CA (5)	0,23 ***	-0,17 ***	0,17 ***	0,02	1,00				
Rentabilité économique (6)	-0,20 ***	0,01	-0,19 ***	0,02	0,02	1,00			
Gearing (7)	-0,05	-0,57 ***	0,41 ***	0,04	0,12 *	-0,11	1,00		
Flux endettement/CAFD (8)	0,01	-0,01	-0,02	0,41 ***	-0,06	0,04	-0,04	1,00	
CP (2006) (9)	0,26 ***	0,02	-0,13 *	-0,02	-0,17 **	-0,04	-0,17 **	0,08	1,00

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

**Tableau 7. Statistiques multivariées**

Variabes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	-109,43	-130,99	-125,00	-114,05	-127,55
Flux d'endettement résiduels/CP		2,52			0,02
CE/CP			18,43 ***		18,14 ***
Croissance perdue				41,00 **	22,90
Taux de croissance CA	1858,03 ***	1888,27 ***	1707,49 ***	1852,40 ***	1707,00 ***
Rentabilité économique	-1399,24 ***	-1384,42 ***	-1172,34 ***	-1407,23 ***	-1180,20 ***
Gearing	-12,81	-8,08	-28,61 **	-13,34	-28,62
Flux d'endettement/CAFD	0,57	0,65	0,36	0,65	0,41
CP (2006)	0,24 ***	0,25 ***	0,26 ***	0,24 ***	0,25 ***
N	186	186	186	186	186
R <sup>2</sup> (%)	18,77%	18,87%	22,14%	18,98%	22,21%
R <sup>2</sup> ajusté (%)	16,52%	16,16%	19,53%	16,26%	18,69%
Test F	8,32 ***	6,94 ***	8,48 ***	6,99 ***	6,32 ***

\*\*\*, \*\*, \* indiquent les résultats significatifs aux niveaux respectifs de 1 %, 5 % et 10 %

Les tests statistiques mettent en évidence l'importance du risque stratégique associé à l'échec de l'opération dans la décision de levée des capitaux propres pour financer de la croissance externe. L'hypothèse 2 est donc validée : la variable Croissance externe/Capitaux propres est significative à

1%. L'analogie transposant aux opérations de croissance externe les prescriptions formulées par la théorie financière en matière de financement des actifs spécifiques est vérifiée sur notre échantillon.

Les hypothèses 1 et 3 sont cependant rejetées. L'importance du flux d'endettement résiduels/Capitaux propres (hypothèse 1) ne s'avère pas déterminante, c'est-à-dire que le risque de perte de contrôle ne semble pas pris en considération dans le choix de réaliser une levée de capitaux propres pour financer des opérations de croissance externe. De plus, le risque d'abandon de projets (hypothèse 3) ne s'avère pas significatif dans la décision de recourir à une levée de capitaux propres.

Par ailleurs, trois variables de contrôle se sont avérées significatives à 1 %. Il s'agit du taux de croissance du chiffre d'affaires, de la rentabilité économique et du niveau des capitaux propres en début de période. Notre modèle de recherche est significatif et présente des  $R^2$  et  $R^2$  ajustés satisfaisants (22,21 % et 18,69 %).

#### 4. Discussion

L'analyse empirique montre que la proportion des PME de croissance finançant leur croissance externe par levées de capitaux propres est du même ordre que celle des entreprises recourant à la dette. Dit autrement, il y a autant d'entreprises pour lesquelles les bénéfices d'un financement par capitaux propres (intérêt de recourir à un financement adapté aux caractéristiques de l'actif financé) l'emportent sur les coûts (inconvenient d'utiliser un financement susceptible de porter atteinte à leur indépendance) que l'inverse.

Développons ce que recouvrent les notions de bénéfices et de coûts du financement par capitaux propres. Si l'on considère les modes de financement comme des structures de régulation des coûts de transaction attachés aux caractéristiques d'un actif, le financement d'un investissement devient une transaction dont il faut gérer le coût, sachant que la source principale de coûts de transaction correspond aux coûts d'adaptation engagés pour procéder aux ajustements nécessités ex-post par l'inadéquation de la structure financière aux caractéristiques des actifs.

La minimisation des coûts de transaction induits par la nature de l'investissement conduit à financer par dette les investissements ayant une valeur de revente sur le marché secondaire en raison de leur redéployabilité et à financer par capitaux propres les projets ayant une valeur fragile en raison de leur spécificité. Dans un univers d'incertitude, ce principe conduit à associer une structure de régulation régie par des règles prédéterminées (la dette) aux actifs possédant une aptitude à la revente (actifs redéployables). A contrario, il est associé une structure de régulation offrant de la flexibilité (les capitaux propres) aux actifs dont la valeur est fragile (actifs non redéployables).

Les PME de croissance qui recourent aux capitaux propres pour le financement de leur croissance externe privilégient la flexibilité qu'apportent les capitaux propres si l'opération de croissance externe doit être un échec. Rappelons que les actifs acquis par croissance externes se caractérisent par la fragilité de leur valeur. Cette caractéristique partagée avec les actifs spécifiques permet de procéder par analogie et d'appliquer aux actifs acquis par croissance externe les prescriptions de Williamson concernant le financement par capitaux propres des actifs spécifiques.



Dans cette perspective, les bénéfices d'un financement par capitaux de la croissance externe correspondent à la flexibilité dont se dote l'entreprise si l'opération est appelée à connaître des difficultés, voire à être un échec pouvant conduire à l'anéantissement de la valeur des actifs acquis. Symétriquement, un financement par capitaux propres génère des coûts induits par les bouleversements qu'engendre l'arrivée d'un investisseur sur la gouvernance de l'entreprise. L'entrée d'un investisseur modifie le mode d'exercice du pouvoir en vigueur dans l'entreprise et la répartition des droits de propriété détenus par les actionnaires familiaux. La perte de contrôle constitue un coût que les dirigeants-proprétaires mettent en balance avec la flexibilité que confère le recours à un financement adapté à la fragilité de la valeur des actifs acquis.

## Conclusion

L'objectif de ce papier est d'analyser les besoins de financement de la croissance externe des PME en croissance. L'étude empirique s'appuie sur un échantillon de 193 PME ayant réalisé des fusions-acquisitions entre 2006 et 2010. A notre connaissance, peu d'études ont traité des problématiques de financement des fusions-acquisitions dans les PME, les auteurs s'étant focalisés sur les entreprises cotées. Notre recherche met en évidence les spécificités du mode de financement de ces opérations dans les PME.

Les tensions entre les contraintes relevant de la gouvernance et celles attachées au financement par capitaux propres s'avèrent avoir une influence sur le choix des modes de financement de la croissance externe des PME de croissance. Des contextes (concentration sectorielle), des caractéristiques attachées aux opérations (taille de l'actif acquis en raison de son lien avec le potentiel de croissance et le risque supporté en cas d'échec), des caractéristiques attachées à l'opérateur (niveaux de marge et de rentabilité) font que, pour la moitié des PME engagées dans un processus de croissance externe, les bénéfices d'un financement par capitaux propres l'emportent sur les coûts de cette ressource financière externe. L'hypothèse est validée selon laquelle un financement par capitaux propres est privilégié lorsque les PME réalisent des opérations de croissance externe stratégiques présentant un risque élevé en cas d'échec.

Ce papier contribue à la recherche sur les fusions-acquisitions et sur les besoins de financement des PME de croissance. Il met en évidence la nécessité d'un financement adapté aux caractéristiques de l'actif financé d'autant plus cinglant en présence d'opérations de taille conséquente. Les travaux de Williamson s'avèrent ainsi applicables au besoin de financement de la croissance externe des PME de croissance.

Cette recherche contribue sur le plan méthodologique à la formulation d'indicateurs pouvant approcher les risques de perte de contrôle, de défaillance et d'abandon de projets dans le contexte d'opérations de croissance externe réalisées par des PME de croissance. En effet, les études antérieures se sont fortement intéressées dans ce domaine aux entreprises cotées, les études sur les PME étant très rares en raison notamment de la difficulté de traitement des données.

Les résultats de cette étude empirique participent à mieux comprendre les choix de financement des PME dans le contexte d'opérations de croissance externe. Ils visent à aider les PME qui souhaiteraient procéder à ce type d'opération et, plus largement, les acteurs du financement des PME à mieux appréhender leur choix de financement.

Cette recherche comporte, cependant, des limites qui sont autant de pistes de prolongements. Notre étude s'intéresse uniquement aux PME de croissance de Rhône-Alpes, il semble pertinent d'élargir l'échantillon à l'ensemble des PME de croissance françaises. Il serait également intéressant de développer notre modèle de recherche en élargissant les indicateurs caractérisant la structure financière et la performance des PME et en distinguant selon les modes de croissance externe (acquisition d'entreprise ou achat de fonds de commerce).

## Références

- Adair P. et Adaskou M. (2011), « Théories financières et endettement des PME en France : une analyse en panel », *Revue internationale PME*, vol. 24, n°3-4, p. 137-171.
- Agarwal R et al. (2009), « Heterogeneous resources and the financial crisis: implications of strategic management theory », *Strategic Organization*, vol 7, n° 4, p. 467-484.
- Balakrishnan S, Fox I. (1993), «Asset specificity, Firm heterogeneity and Capital Structure », *Strategic Management Journal*, vol 14, n° 1, p. 3-16.
- Berger A.N. et Udell G.F. (1998), « The Economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, p. 613-673.
- Bharadwaj A, Shivdasami A. (2003), «Valuation effects of bank financing in acquisitions », *Journal of Financial Economics*, vol 67, n°1, p. 113 – 148.
- Bouzgarrou H. (2013), « Financing decision in acquisitions: The role of family control », *1<sup>st</sup> TSFS Finance Conference*, December 2013.
- Bouzgarrou H et Navatte P. (2014), « Family Firms and the Choice of Payment Method in Domestic and International Acquisitions », *Management International*, vol. 18, n° 4, p. 107 – 124.
- Caprio L, Croci E, Del Giudice A. (2011), « Ownerships structure, family control and acquisition decisions », *Journal of Corporate Finance*, vol 17, n° 5, p. 1636 – 1657.
- Cassia L., Cogliati G.M. et Paleari S. (2009), « Hypergrowth among European SMEs: an explorative study », working paper, Department of Economics and Technology Management, University of Bergamo.
- Erel I., Liao R.C. and Weisbach M.S. (2012), "Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions", *Journal of Finance*, vol. 67, n°3, p. 1045-1082.
- Faccio M, Masulis R. (2005), « The choice of payment method in European mergers & acquisitions », *Journal of Finance*, vol 60, n°3, p. 1345 – 1388.
- Graebner M. E. (2009), « Caveat Venditor: Trust Asymmetries in Acquisitions of Entrepreneurial Firms », *Academy of Management Journal*, vol. 52, n°3, p. 435 – 472.
- Huot P. et Carrington C. (2006), « Financial Profiles. High Growth SMEs », Etude réalisée pour le Gouvernement du Canada.
- Ivanov V. et Xie F. (2010), « Do Corporate Venture Capitalists Add Value to Start-Up Firms? Evidence from IPOs and Acquisitions of VC-Backed Companies », *Financial Management*, vol. 39, n°1, p. 129-152.
- Kochhar R. (1996), « Explaining Firm Capital Structure : The Role of Agency Theory vs Transaction Cost Economics », *Strategic Management Journal*, vol 17, p. 713 – 728.
- Harris M, Raviv A. (1988), « Corporate control contests and capital structure », *Journal of Financial Economics*, vol 20, p. 55 – 86.
- Hovakimian A, Opler T, Titman S. (2001), « The debt-equity choice », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 36, p. 1 – 25.
- Marion A. et Faverjon C. (2016), « La demande de capitaux propres des PME en croissance : impératif financier ou volonté stratégique ? », *Revue Internationale PME*, vol. 29, n°1, p. 71 – 100.
- Mondelli M, Klein P. (2013), « The role of asset specificity in financing choice in the agrifood sector », *Revista de Economia e Administração*, vol 12, n° 2, p. 180 – 197.
- Martynova M, Renneboog L. (2009), « What determines the financing decision in corporate takeovers : Cost of capital, agency problems, or the means of payment, vol 15, n° 3, p. 290 – 315.

- Myers SC. (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol 5, p. 147 – 175.
- O'Brien JP. (2003), « The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation », *Strategic Management Journal*, vol 24, n° 5, p. 415 – 431.
- Picard C. (2006), « Les gazelles en France », Direction des Etudes et Synthèses Economiques, INSEE.
- Ragozzino R. et Reuer J. J. (2010), « The Opportunities and Challenges of Entrepreneurial Acquisitions », *European Management Review*, vol. 7, p. 80–90
- Slangen A.H.L. and Hennart J.-F. (2008), "Do Multinationals Really Prefer to Enter Culturally Distant Countries Through Greenfields Rather than Through Acquisitions? The Role of Parent Experience and Subsidiary Autonomy", *Journal of International Business Studies*, vol. 39, n°3, p. 472-490.
- Stulz R.M. (1998), « Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control », *Journal of Financial Economics*, vol 20, p. 25 – 54.
- Vos E., Yeh A., Carter S. et Tagg S. (2007), « The happy story of small business financing », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, n° 9, p. 2648-2672.
- Williamson O.E. (1988), « Corporate finance and corporate governance », *Journal of Finance*, vol. 43, p. 567-591.
- Weitzela U. et McCarthy K. (2011), "Theory and Evidence on Mergers and Acquisitions by Small and Medium Enterprises", *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, vol. 14, n°2/3, p. 248-275.
- Wright M. et Stigliani, I. (2012), "Entrepreneurship and growth", *International Small Business Journal*, vol. 3, n°1, p. 3-22.
- Zahra, S. A., Ireland R. D. et Hitt M. A. (2000), "International expansion by new venture firms: International diversity, mode of market entry, technological learning, and performance", *Academy of Management Journal*, vol. 43, p. 925–950.