

Une Analyse Synthétique de l'Approche du Capital-Risque Occidental et Islamique

[A Synthetic Analyze of Western and Islamic Venture Capital Approach]

Slimane Ed-dafali¹, Brahim Bouzahir², and Ahmed Chakir¹

¹LaREFA, Université Ibnou Zohr, ENCG Agadir, Maroc

²LERSEM, Université Chouaib Doukkali, ENCG El Jadida, Maroc

Copyright © 2016 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the ***Creative Commons Attribution License***, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: Research on alternative funding sources has constantly interacted with the more general research on entrepreneurship finance, in particular, Venture Capital (VC). Actually, these body of researches allow to be the main determinants of development practices compatible with Islamic VC such as Musharakah and Mudarabah [M&M] even if lack of integration; it's necessary to articulate with the Shari'a. Despite these results are sketchy on what to include and how to get there. This article adopts a theoretical perspective and attempts to go back almost chronologically on alternative funding sources approach that have been adopted to compare the practices of Western and Islamic VC [M&M]. In doing so, it shows that these practices constitute crucial source of financing tailored to innovation and small medium companies (SMC) with high growth potential, but underline how they respond, complement, stand out. However, this article suggests that both practical alternative funding sources based on this cooperative relationship is mutually beneficial, but they are clearly different in terms of appearance "Halal" and offer these practices together, the more potential to achieve the desired integration.

KEYWORDS: Venture capital (VC); Islamic finance; Musharakah, Mudarabah; Decision Criteria; Gouvernance.

RESUME: La recherche sur les sources de financements alternatifs a constamment interagi avec la recherche plus générale sur la finance entrepreneuriale, plus particulièrement, Capital-Risque. La communauté scientifique s'accorde, aujourd'hui, sur le fait que ce vaste ensemble de travaux permet de constituer les principaux déterminants de développement des pratiques compatibles au capital-risque islamique à savoir Musharakah et Mudarabah [M&M] même s'il manque d'intégration et devrait davantage s'articuler avec la Charī'a. Malgré ces résultats sont peu précis sur ce qu'il convient d'intégrer et sur la façon d'y arriver.

Pour relever ce défi, cet article adopte une perspective théorique et s'efforce de remonter quasi chronologiquement aux sources des approches de financements alternatifs qui ont été adoptées en vue de comparer les pratiques des praticiens du capital-risque occidental et islamique [M&M]. Ce faisant, elle montre que ces pratiques constituent des sources cruciales de financements adaptées aux jeunes entreprises innovantes à fort potentiel de croissance, mais soulignent à quel point elles se répondent, se complètent, se distinguent.

Dans l'état actuel des connaissances, cet article suggère que les deux pratiques de financements alternatifs, basées sur cette relation coopérative, est mutuellement bénéfiques, mais elles se distinguent nettement en termes d'aspect « Halal » et ces pratiques offrent, conjointement, le plus de potentiel pour aboutir à l'intégration souhaitée.

MOTS-CLEFS: capital-risque; Finance Islamique; Musharakah, Mudarabah; critères de décision ; Gouvernance.

1 INTRODUCTION

Les jeunes entreprises à forte croissance, souvent nommées les ‘gazelles’ ou encore ‘start-up’, sont un enjeu stratégique pour un pays [1],[2]. Plusieurs chercheurs et praticiens ont relevé l'importance de ces entreprises dans le développement d'un pays comme principales sources d'emplois et de création de la valeur [3],[4],[5]. Les jeunes entreprises innovantes sont considérées comme des entreprises à fort potentiel de croissance, elles sont aussi caractérisées par un risque très élevé, une faiblesse de leurs garanties tangibles et souvent confrontées aux problèmes de « liabilities of smallness » [6], [7]. Ces spécificités propres des jeunes entreprises innovantes constituent un défi important pour les dirigeants dans leur recherche de financements nécessaires au développement de leur entreprise et conduisent ainsi à un type de financement qui leur est spécifique : le financement par apport en fonds propres (ex., capital-risque occidental et islamique « Musharakah », « Mudarabah » [M&M] ; business angels et corporate venture), le financement externe traditionnel par emprunt bancaire n'est généralement pas une option (ex., [8], [9],[10]). On retrouve ici l'analyse de Williamson (1988) quant à la relation entre la nature des actifs et leurs types de financement. En effet, les financements publics (ex., subventions et aides diverses), dont Duguet [11] a montré qu'ils ne se substituaient pas aux autres sources de financements, peuvent être vus comme des compléments de financements internes.

Toutefois, les entreprises ciblées par les investisseurs en fonds propres présentent ainsi un certain nombre de particularités. Il s'agit des entreprises développant le plus souvent des innovations radicales qui leur permettent de connaître une croissance rapide, conduisant à anticiper d'importants profits futurs. De fait, ces investisseurs investissent le plus souvent dans des secteurs de haute technologie comme la biotechnologie ou le secteur des technologies de l'information et de la communication.

Depuis le début des années 1993 et jusqu'à l'éclatement de la bulle internet, les montants investis par le capital-investissement ont connu une croissance tant au niveau national qu'un international. Après l'effondrement des marchés financiers spécialisés dans les valeurs de croissance, ces investissements se sont stabilisés. D'après le rapport annuel de l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital AMIC[12], presque 34 fonds ont été enregistrés en mi-2006 à l'AMIC et gérés par 20 sociétés de gestion dont uniquement trois sociétés de gestion du capital-risque. De 1995-1999, le capital-investissement a investi 400 millions de DH et s'est passé à 8 milliards de DH en fin 2011 (un faible pourcentage est constaté du capital-risque de l'ensemble des investissements du capital-investissement). Ces fonds sont essentiellement investis dans des projets en phase de développement (59,37 % des montants investis par le capital-développement et uniquement 10,44 % par le capital-risque en 2008). Les statistiques sur la taille du marché de business angels (investisseurs informels) et de corporate venture sont particulièrement difficiles à obtenir dans le contexte marocain. Par exemple, la taille du marché de corporate venture représente presque 5 % du marché du capital-risque aux États-Unis [13].

Parallèlement, les sources de financements alternatifs de la finance islamique (ex., M&M) ont fait l'objet d'un intérêt grandissant par plusieurs chercheurs. Le marché de la finance islamique s'est considérablement développé depuis le début des années 1975. Il est passé à 300 institutions financières islamiques dans plus de 75 pays [14]. Alors qu'elle se chiffrait à 700 milliards de dollars sur le marché mondial en 2008, elle pèse 1,100 milliards en 2011. Grâce à ses caractéristiques d'éthique en finance, la finance islamique a réussi de faire mieux face à la crise financière internationale ce qui a conduit à l'instauration des codes de bonne pratique de la gouvernance et l'intégration de la problématique de l'éthique en finance afin de faire face aux enjeux de développement durable et la responsabilité sociale.

Avant d'entrer dans le vif du sujet, il convient de borner le périmètre de notre recherche en nous référant à quelques définitions et cadres conceptuels généralement admis par les chercheurs en science de gestion. De plus, il est nécessaire de préciser les significations que nous retenons pour des termes dont la polysémie génère trop souvent des confusions.

La première question est de définir ce que nous entendons par « jeune entreprise ». En effet, à travers la littérature, nous relevons des conceptualisations hétérogènes. Il nous semble intéressant d'en se réfère à la littérature sur les cycles de vie des entreprises nous nous concentrons que sur les phases dites de « croissance rapide » et sur celles, en amont, de démarrage, donc pas en aval, de maturité. Bantel[15] utilise pour sa part le terme d'entreprise « adolescente » qui est également éclairant. En effet, l'âge d'entreprise pourrait bien être la plus importante de toutes les dimensions de différenciation entre les jeunes entreprises et des organisations matures [16].

Une autre question est de définir ce que nous entendons par « capital-risque ». De façon générale, nous nous référons à la définition de terme proposée par l'AMIC, « Le capital-investissement ou Private Equity en anglais est une activité financière consistant à effectuer une prise de participation pour une durée déterminée sous forme de capital, de titres de créances convertibles ou non ainsi qu'en avances en comptes courants d'associée dans des entreprises non cotées. Le capital-investissement est un soutien fondamental de l'entreprise non cotée en bourse tout au long de son existence. Il finance le démarrage, le développement, la transmission ou l'acquisition de cette entreprise. » Le capital-investissement se décline

sous plusieurs formes dont le capital-risque, ou venture capital en anglais, « il s'agit d'un financement en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des entreprises en création ou en phase de démarrage de l'activité ».

Enfin, la dernière question est de définir ce que nous entendons par « Musharakah et Mudarabah ». La première alternative de financement c'est une association entre deux parties (ou plus) dans le capital d'une entreprise, projet ou opération moyennant une répartition des résultats (pertes ou profits) dans des proportions convenues. Elle est basée sur la moralité du client, la relation de confiance et la rentabilité du projet ou de l'opération. La deuxième alternative de financement où le financier (la banque islamique) (rabb al-maal) apporte les capitaux alors que l'entrepreneur (mudarib) apporte son savoir-faire et son travail. Dans ce dernier mode de financement, la banque n'est pas habilitée à intervenir dans la gestion quotidienne du projet.

La suite de l'article s'organise comme suit. La deuxième section constitue le cœur de l'article ; elle est consacrée à la synthèse des deux approches de financements alternatifs du capital-risque occidental et islamique. Nous nous attachons à leur origine, à leur adoption par la recherche en sciences de gestion, à leurs mérites et à leurs faiblesses. La troisième section est consacrée à la discussion et analyse dans quelle mesure les différentes approches se complètent, se répondent et peuvent être intégrées. Enfin, la conclusion fait le point sur l'état actuel de nos connaissances et propose quelques pistes pour l'orientation de la recherche future.

2 LES SOURCES ALTERNATIVES DE FINANCEMENTS EXTERNES

L'existence de multiples sources de financement soulève la question de savoir les modes de financement adaptés aux spécificités propres des jeunes entreprises. Cette question est analogue à des questions abordées dans la littérature en finance d'entreprise. Par exemple, une revue de la littérature assez riche est consacrée à l'étude de l'importance de la source de financement par dettes bancaires (ex., [17],[18], [19],[20]). De même, nombreux travaux s'intéresseraient à l'importance des investisseurs en fonds propres dans la dynamique de développement des entreprises innovantes. Toutefois, une revue de la littérature parallèle a vu le jour dans laquelle les études antérieures sur la finance islamique tentent d'identifier les divers avantages et les coûts associés à d'autres sources de financements alternatifs pour les entreprises innovantes.

Cet article focalise principalement sur les études récentes étudiant le rôle des capital-risqueurs et les deux sources de financements alternatifs de la finance islamique à savoir Musharakah et Mudarabah dans la dynamique de développement des entreprises innovantes. Elle a pour objectif de présenter une analyse synthétique de la littérature sur les principales sources de financements en fonds propres adaptés aux spécificités des jeunes entreprises innovantes, mais souligne aussi à quel point ces sources de financements se répondent, se complètent, se distinguent et offrent ainsi, conjointement, le plus de potentiel pour aboutir à l'intégration souhaitée. Il n'est toutefois pas ici question de présenter une revue exhaustive des travaux théoriques et empiriques antérieurs acquis.

2.1 L'INDUSTRIE DU CAPITAL-RISQUE

Nombreux travaux ont porté sur la décision d'investissement des capital-risqueurs. Ces travaux ont notamment porté sur le processus d'investissement, les critères de décision, le phénomène de syndication entre investisseurs et les aides et les conseils apportés aux entreprises en matière de recrutement, commercialisation, relation avec les clients et fournisseurs. La double compétence des capital-risqueurs leur permet de sélectionner les entreprises avant d'investir et de surveiller ensuite leur développement [21],[22]. D'autres séries d'études soulignent que la présence des capital-risqueurs est utile pour valoriser la valeur d'une entreprise lors d'introduction en bourse et que ces investisseurs jouent un rôle important dans la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent. En bref ces travaux indiquent que les capital-risqueurs sont des investisseurs actifs dans la gestion d'entreprise financée [23].

2.1.1 LE PROCESSUS ET LES CRITÈRES DE DÉCISION D'INVESTISSEMENT

Si la sélection des propositions d'investissement est courante pour un intervenant financier qui cherche l'allocation optimale de ses ressources financières, elle peut aussi être justifiée par le désir d'optimiser le temps d'accompagnement pour les structures s'occupant de l'appui aux créateurs. Cependant, les objectifs des banquiers et des capital-risqueurs ne sont pas identiques, leurs pratiques d'évaluation refléteront également ces différences. Ainsi, le processus de décision d'investissement des capital-risqueurs est d'un intérêt crucial dans la décision de financements des jeunes entreprises innovantes.

Plusieurs auteurs identifient différentes phases dans le processus d'investissement de sociétés de capital-risque au sein duquel prend place l'étape spécifique de l'évaluation (ex., [24], [25]). Ces différentes phases ont la particularité chacune de

faire intervenir des critères différents ou spécifiques. Ils ont souligné qu'un dossier passe par deux phases principales du processus de décision : le screening (sélection) et la due diligence (évaluation approfondie). La première phase est marquée par un déroulement très rapide et une grande sélectivité. Dans ce cadre, la sélection se résume à une étude très synthétique, l'objectif principal étant de « repérer des facteurs ayant un caractère rédhibitoire par rapport à la politique d'investissement de l'intervenant » [26]. Ettinger [27] précise que pour cette étape les intervenants se basent essentiellement sur une série de critères standardisés de « screening » – filtrage ou triage initial– privilégiant l'efficacité et la rapidité de leur prise de décision, car le temps consacré à cette phase est le plus souvent investi à fonds perdu. L'importance du cadre imposé par les objectifs et la politique d'investissement est ici déterminante. Selon Sahlman [24], près de 80 % des propositions d'investissement étaient rejetées dans le processus de sélection fréquemment à la simple lecture du plan de développement de l'entreprise ([25], [28], [29]). La deuxième phase est véritablement centrale dans le processus d'investissement. A ce moment les dossiers font l'objet d'un examen minutieux et méthodique. Il s'agit à des plans de développement qui méritent plus d'attention passe à la phase de due diligence, au cours de laquelle les caractéristiques de l'entreprise en général et le potentiel de l'équipe de management sont examinées. Cette phase d'évaluation se clôt par la décision d'accompagner ou non le projet d'entreprise. Plus généralement, cette phase d'évaluation récapitulative doit permettre pour Marion[26] « *de dégager un jugement de valeur sur la qualité de celui-ci [le projet], en vue de prendre une décision ou de formuler des recommandations concernant son avenir* ».

La question des critères d'évaluation des sociétés de capital-risque a été l'objet d'une attention particulière de la part des chercheurs [30],[25],[31],[32],[28],[33], [2]. Parmi ces travaux portant sur les critères d'évaluation, on peut mentionner ceux de McMillan et al.[31] qui donnent un aperçu des critères précis dont se servent les praticiens du capital-risque pour cerner ces dimensions. Dans cette étude, les auteurs identifient 24 critères d'évaluation regroupés dans cinq catégories et mesurent l'importance qu'y attachent les capital-risqueurs. Les cinq catégories sont la personnalité de l'entrepreneur, son expérience et concernant le projet lui-même, les caractéristiques du produit et/ou des services, ainsi que les caractéristiques du marché et les données financières. Toutefois, Marion [26]dégage de différentes études une image de l'évaluation comme « arbitrage risque/rentabilité aux contours flous ». Tyebjee et Bruno [25] ont cherché à identifier les critères avec lesquels les intervenants en capital-risque évaluent les projets, ils s'efforcent ensuite de relier les attentes en termes de rentabilité et de risque des intervenants aux critères préalablement identifiés. Cette approche permet d'articuler, autour de ces deux notions de risque et de rentabilité, les critères perçus comme étant déterminants par les praticiens du capital-risque.

2.1.2 MONITORING ET CONFLITS D'AGENCE

Les spécificités des jeunes entreprises innovantes renforcent les traditionnels problèmes d'asymétrie d'information entre l'entreprise et les capital-risqueurs. Ces problèmes traditionnels peuvent porter sur le comportement des dirigeants de l'entreprise (on parle alors de problèmes d'aléa moral) [34]. En effet, le niveau de l'asymétrie de l'information est conditionné par le stade de développement de l'entreprise [35],[36] et le degré d'intensité technologique des investissements [37]. Les problèmes d'aléa moral résultent de la séparation entre le management de l'entreprise et les actionnaires. Les managers, qui prennent les décisions au sein de l'entreprise, sont incités à agir dans leur propre intérêt et celui-ci peut diverger des intérêts des actionnaires, notamment si les dirigeants sont peu associés aux bénéfices de l'entreprise. Ces problèmes d'aléa moral se posent tout particulièrement dans le cas des startups qui se financent par fonds propres auprès d'investisseurs spécialisés, ceux-ci étant en effet directement associés aux performances de l'entreprise.

Toutefois, des chercheurs antérieurs ont détaillé les sources des conflits potentiels et ont cherché d'expliquer les solutions possibles pour les régler : contrat de financement, financement séquentiel, type de titres utilisés, syndication entre les investisseurs. Par exemple, Cherif et Dubreuille [38] soulignent qu'au moment de la signature de contrats, les deux acteurs fixent un certain nombre de points importants tels que : les droits de suivi, d'information et de prise de décision ; la nature et l'étendue de l'appui apporté au management par les capital-risqueurs ; les modalités de distribution des bénéfices éventuels, des plans de stock-options et les augmentations possibles de capital et la durée d'implication du capital-risqueur et les droits de cession. En effet, le financement séquentiel en tant que mode de contrôle des dirigeants a fait l'objet d'un grand intérêt dans plusieurs travaux antérieurs (ex,[39],[40],[41]). Il s'agit des apports en fonds propres qui peuvent s'échelonner dans le temps par l'organisation de différents « tours de table ou round financing » [40]. Ces mesures permettent de minimiser les coûts d'agence. Par exemple, la méthode de financement séquentiel permet de discipliner le dirigeant dans le sens où ce dernier arbitre entre la valeur créée obtenue au terme du premier tour de financement et la dilution de son contrôle sur la société dans les prochains tours de financement [42],[24].

Dans la même veine, nombreux travaux ont essayé de déterminer le contrat de financement optimal(ex., [43], [44],[45],[46],[47]). Manigart et al.[48] concluent que la confiance et le contrôle peuvent avoir joué un rôle substituable ou complémentaire en fonction du degré d'asymétrie de l'information entre les acteurs.

Certains chercheurs ont mis en évidence que les entreprises financées par capital-risque ont plus tendance à voir remplacer le fondateur de l'entreprise par un PDG « externe » et plus vite [36],[45],[21], que les entreprises non financées par capital-risque, ceci que le créateur ait conservé un rôle au sein de l'entreprise (la mise en place d'un nouveau PDG visant alors à accompagner le développement de l'entreprise) ou qu'il n'y exerce plus aucune activité (la société de capital-risque a alors pris le contrôle de la start-up). Il s'agit d'un mécanisme intentionnel interne de la gouvernance (monitoring) exercé par capital-risqueur via le conseil d'administration pour contrôler les décisions stratégiques des dirigeants d'entreprises financées [49].

En substance, Kaplan et Strömberg [22] ont montré que les caractéristiques des contrats de financement correspondaient à ce que les théories prédisaient, notamment sur les points suivants : les instruments les plus largement utilisés sont les titres convertibles ; les droits de vote, les droits aux flux financiers, le contrôle par le financement séquentiel et les autres droits sont souvent conditionnés à des mesures de performance (financière et non financière) ; la société du capital-risque pourra obtenir le contrôle total de l'entreprise si celle-ci ne réalise pas la performance attendue ; les sociétés du capital-risque intègrent souvent des clauses spécifiques pour se prémunir d'un éventuel comportement opportuniste du créateur. Ainsi les contrats de financement peuvent permettre la conversion obligatoire ou automatique des actions privilégiées en actions ordinaires si la performance est assez bonne [50].

Kaplan et Stromberg[22],[45] indiquent que les capital-risqueurs jouent un rôle de premier plan dans la formation de l'équipe de la haute direction des sociétés dans lesquelles ils investissent. Plus précisément, dans 14 % des cas, les capital-risqueurs jouent un rôle dans la formation de l'équipe de direction, avant d'investir, tandis que dans 50 % des cas les capital-risqueurs explicitement s'attendent à jouer un tel rôle après ils investissent. Kaplan et Stromberg([22],[45]) soulignent que lors de la phase de screening (sélection), les capital-risqueurs identifient généralement les domaines spécifiques dans lesquels, selon eux, la surveillance peut ajouter de la valeur. De même, les capital-risqueurs allouent des droits de décision et de contrôle d'une manière qui facilite les activités de surveillance post-investissement. L'implication du capital-risqueur se traduira par une plus grande représentation au conseil d'administration de l'entreprise [21]. Le degré d'implication des capital-risqueurs est aussi fonction de la distance géographique entre le capital-risqueur et l'entreprise et le type du capital-risqueur[21]. Les capital-risqueurs indépendants sont nettement plus impliqués dans leurs sociétés de portefeuille que les captifs ou semi-captifs [51] et les efforts fournis par les capital-risqueurs sont plus importants pour les entreprises en phase de démarrage qu'en phase de développement [35],[36].

Toutefois, la profession du capital-risque est caractérisée par un fort recours au pacte d'actionnaires (tableau.1), c'est un document extrastatutaire et confidentiel permettant d'organiser les pouvoirs entre les actionnaires et dirigeants(s) et les droits des investisseurs (capital-risqueurs), quelle que soit sa part dans le capital [52].

Une série de travaux a porté sur l'impact de la présence d'une société du capital-risque sur la jeune entreprise. Selon la synthèse de [8], les principaux apports de l'investisseur à la société investie sont la professionnalisation et certification. Les résultats de ces travaux tendent à montrer que l'arrivée d'une société du capital-risque a pour impact une professionnalisation de l'entreprise. D'après Hellmann et Puri [36], la valeur ajoutée de la société du capital-risque dépasse le simple apport de fonds. Les auteurs montrent l'influence des sociétés du capital-risque sur la politique de gestion de ressources humaines, l'adoption d'un programme de stock-options et le recrutement de spécialistes en marketing. Certains travaux ont porté sur l'ajout de valeur créée par la société du capital-risque. Barry[53] a montré que les sociétés du capital-risque ajoutaient de la valeur aux entreprises qu'elles avaient financées. Cet ajout de valeur provient de trois sources : l'acquisition de ressources, l'acquisition de connaissances et la réputation de la société du capital-risque [54].

Tableau 1. Les diverses clauses du pacte d'actionnaires

Les clauses relatives au contrôle de la stratégie du management	
Clause d'audit	le capital-risque se réserve en général le droit de faire procéder à tout moment à un audit approfondi des comptes de la société.
clause relative au comité consultatif	ce comité consultatif est composé du chef d'entreprise, de certains cadres supérieurs, de représentants des capital-risqueurs (et parfois de consultants extérieurs). Ces comités permettent à l'investisseur d'avoir une information régulière sur la marche de la société et de s'assurer du respect des objectifs fixés lors de la prise de participation.
clause de non concurrence	pendant la durée de présence de l'investisseur dans le capital, l'actionnaire principal à interdiction de lancer une nouvelle affaire directement concurrente.
Clause d'information (reporting)	cette clause oblige les managers à fournir régulièrement des informations sur l'impact des décisions prises sur les états financiers de la start-up (bilan, compte de résultats, rapport d'activité, etc.).
Les clauses relatives au maintien des équilibres financiers et à l'évolution de l'actionariat	
Clause anti-dilution	Cette clause à l'investisseur d'obtenir l'engagement des autres actionnaires, en pratique les fondateurs, de lui céder le nombre d'actions nécessaires pour maintenir son pourcentage de capital détenu antérieurement à l'opération.
Clause ratchet et l'ajustement du prix de souscription	c'est une clause de garantie de valeur apparue après la sévère correction à la baisse des valeurs
Clause de liquidation préférentielle	cette clause a pour objet, en cas de cession de l'entreprise, de permettre aux capital-risqueurs de retrouver leur investissement initial en se faisant payer par le tiers acquéreur, prioritairement aux autres actionnaires
Clause de earn out	c'est un contrat financier dans lequel une partie du prix d'achat d'une société est à payer dans le futur, sous condition de réalisation des revenus prévisionnels (financement contingent).

Source : Cherif et Dubreuille [38]

2.2 LE CAPITAL-RISQUE ISLAMIQUE (MUSHARAKAH ET MUDARABAH)

Dès le milieu des années 1975, la finance islamique est devenue opérationnelle dans certains pays occidentaux et musulmans et notamment avec l'émergence d'un courant de recherche qui s'intéressait à l'éthique en finance. Un intérêt grandissant par des chercheurs est porté au rôle que peut jouer la finance islamique dans la dynamique de développement des jeunes entreprises. La plupart des économistes islamiques affirment que le principe de Partage des Profits et des Pertes (3P) repose sur deux grands modes de financement, à savoir Mudarabah et Moucharaka [55]. Ce principe est souhaitable dans un contexte islamique dans laquelle le partage des profits est lié à un partage des risques entre les acteurs. Dans le cadre de cette structure de financements de 3P, la banque islamique fournit des capitaux à une entreprise dans laquelle les gestionnaires sont responsables de la prise de décisions stratégiques et opérationnelles. Il n'existe pas des problèmes majeurs dans cette structure de financements si la banque est autorisée à surveiller les activités commerciales de l'entreprise. Cependant, les mécanismes de « monitoring » surveillance appropriée doivent encore être mis au point sur le principe de 3P, notamment dans le cas de Mudarabah qui ne prévoit pas pour le financier le droit de contrôle (la banque islamique). En effet, les frais de surveillance pourraient être plus faibles pour les banques islamiques étant donné des problèmes d'agences restantes nettement faibles [56].

Par exemple, Saleh[57] souligne trois droits de contrôle sous la responsabilité de l'établissement bancaire dans le cas de Mudarabah. Ces droits consistent à veiller à ce que l'entrepreneur (emprunteur) soit conforme aux termes du contrat, le partage des bénéfices et la responsabilité limitée en cas de perte. La responsabilité est la remise du capital de Mudarabah. Saleh ajoute aussi deux droits et responsabilités de l'emprunteur. Les droits comprennent la conduite des affaires avec un degré de liberté et les décisions comptables. Les responsabilités sont la conformité avec les termes du contrat et la liquidation de l'entreprise à la fin du contrat de Mudarabah. Humayon et Presley[55]ajoutent que l'utilisation moderne de mode financement Mudarabah exige évidemment des spécifications préliminaires de droits et des responsabilités. Il est nécessaire pour la construction des contrats standardisés 3P ou des règlements, à la lumière des cadres juridiques des pays musulmans. Une caractéristique marquante de ces statuts doit être définie les droits et les obligations des responsables de différents groupes au sein de la structure organisationnelle. Les règlements similaires devraient déterminer les clauses relatives à la performance de l'entreprise financée par rapport à d'autres entreprises du même secteur d'activité.

Toutefois, la mission de contrôle de la conformité des produits/services, des instruments, des opérations et le style de management avec les règles de la loi islamique, la Charî'a est assurée par un comité de contrôle et de supervision appelé comité de la Charî'a. Ce comité est composé de membres à la fois compétents en jurisprudences commerciales, financières et économiques (Fiqh Al-Mouamalat) avec des connaissances suffisantes en matière de la finance contemporaine Hamza et Guermazi-Bouassida [58] et que la présence d'un comité de la Charî'a au sein d'une banque islamique est un indicateur de conformité des produits offerts par les banques islamiques ce qui renforce le climat de la confiance. La conformité peut être aussi testée par le recours à un conseil des ulémas à compétence nationale dont l'avis est requis avant la mise en place de contrats nouveaux [59].

En effet, les spécificités des jeunes entreprises renforcent les problèmes d'agence entre l'emprunteur et la banque islamique. Comme dans le contexte du capital-risque, l'intensité de ces problèmes est plus forte dans les banques islamiques que classiques et les institutions financières non bancaires [55]. Par exemple, la littérature sur la finance d'entreprise offre plusieurs solutions ou mécanismes pour atténuer ces problèmes d'agences entre les bailleurs de fonds et les dirigeants d'entreprises. Il s'agit notamment de mécanismes de suivi le comportement des dirigeants de l'entreprise [34], la séparation de la gestion et de contrôle (l'approbation et le suivi des décisions) [60],[34] et le financement séquentiel [24]. Cependant, la présence d'aléa moral ne peut pas permettre à la banque d'accorder un montant de capital plus important avec un seul Moudarib (emprunteur). Le problème d'aléa moral est réduit parce que l'entrepreneur participe dans le capital d'entreprise. Le problème de l'asymétrie d'information serait donc réduit puisque la banque a également le droit de s'impliquer dans la gestion du projet d'entreprise dans lequel il a investi. Une étude sur 18 sociétés de capital-risque islamiques en Malaisie menée par Farid Fara[61] a révélé que la plupart de ces sociétés sont impliquées dans le mode de financement Musharakah. Ce mode de financement reste plus avantageux pour le propriétaire que celui de Mudarabah dans le sens où le propriétaire du capital a le droit de s'intervenir dans la gestion et donc peut avoir un certain contrôle en vue d'atténuer les problèmes traditionnels causés par l'asymétrie d'information [62]. En résumé, les banques islamiques recourent souvent aux mécanismes de contrôle développés dans le contexte du capital-risque pour réduire les problèmes traditionnels dans le cas de financements par M & M.

3 DISCUSSION

Sur base de développement théorique proposée dans la section précédente, nous organisons la discussion en trois temps. Tout d'abord, nous proposons un tableau de synthèse. Ensuite, nous soulignons la complémentarité et la nécessité de combiner les deux approches de financements alternatifs adaptés aux jeunes entreprises. Nous terminons en proposant une piste permettant une meilleure intégration de la recherche et en rappelant l'impact des pratiques du capital-risque occidental sur la dynamique de développement des pratiques du capital-risque islamique, plus particulièrement, M & M.

3.1 TABLEAU DE SYNTHÈSE

Le tableau 2 (page suivante) offre une vue synthétique des deux approches de financements alternatifs passées en revue dans la section précédente. Il propose également un niveau d'analyse complémentaire en regroupant ces travaux antérieurs dans huit principaux attributs.

3.2 COMPLÉMENTARITÉ DES APPROCHES

Le tableau 2 montre que les capital-risqueurs sont des investisseurs plus actifs et ont un rôle interventionniste dans le processus de décision de financer ou non une jeune entreprise. Alors que la littérature sur la finance islamique souligne que les managers ne sont pas très actifs dans le financement par Mudaraba par rapport à Musharaka. En effet, l'absence de la liquidité des participations de capital-risque signifie également que la gouvernance de la sortie à court terme constitue une problématique centrale. La position du capital-risqueur au conseil d'administration devrait permettre d'une identification plus rapide du moment où la gestion doit être changée ce qui serait possible grâce à la recherche d'une cible d'acquisition externe [63]. Toutefois, le capital-risqueur finance des projets que son expertise lui a permis de sélectionner. Mais, du fait de sa rémunération qui l'associe aux performances de l'entreprise, il finance des projets plus risqués et nécessitant un important apport financier externe. Dans ce contexte de financements alternatifs, les managers peuvent essentiellement être considérés comme visant un retour sur leurs compétences spécifiques. Leurs interventions peuvent encore se révéler cruciales, aussi bien en matière de financement qu'en termes de conseils, d'aides à la définition du marché ou à la mise en place de l'équipe dirigeante dans l'entreprise. Cette compétence leur permet de sélectionner les projets avant d'investir et de surveiller ensuite leur développement [21],[45]. Un des problèmes majeurs des entrepreneurs est l'identification des investisseurs en fonds propres avec d'expertises spécifiques à investir dans leurs projets. Le rôle d'expertises spécifiques de

l'investisseur peut être considéré comme prenant une entreprise à un stade où d'autres formes d'intermédiation financière sont appropriées. Le capital-risque est particulièrement approprié dans un secteur d'activité d'entreprises avec un actif non redéployable ou hautement spécialisé.

En outre, la concentration sur un secteur spécifique permet à l'accès plus rapide à l'information confidentielle et à l'intervention pour contrôler la gestion des dirigeants [63]. Par ailleurs, les critères de sélection de dossiers restent semblables dans les deux approches de financements avec la prise en compte de critère primaire « Halal » dans la finance islamique. Certaines écoles de Charî' à (Madihib) autorisent l'investissement dans les entreprises qui ont des revenus limités provenant des activités non halals, de nature secondaire, mais cela représente moins de cinq, voire même dix pour cent de revenu total de l'entreprise (exemple l'expérience en Malaisie).

Toutefois, Gompers et Lerner[64], Sahlman[24] et Wang et Zhou[39] ont indiqué que le meilleur moyen pour le capital-risqueur pour assurer le suivi et le contrôle d'une entreprise est d'effectuer un financement de manière séquentielle. Néanmoins, cette contrainte de résultat peut conduire, l'entrepreneur à quiller les comptes, de son entreprise pour que le capital-risqueur continue son financement [65]. En effet, le traitement des pertes et profits est cependant asymétrique en [M&M], car les pertes doivent être partagées conformément aux proportions d'investissement, mais cela ne s'applique pas nécessairement à la participation aux bénéfices, la proportion de partage est acceptable pour les acteurs du contrat. Par exemple, un entrepreneur peut se prévoir d'une augmentation de la part de bénéfices par rapport à sa contribution dans l'investissement où l'investisseur reste passif dans la conduite de projet. Il peut être considéré comme équitables, si les investisseurs jouent un rôle actif dans la gestion et reçoivent, ainsi une part plus importante par rapport à ceux qui sont passifs. En effet dans le contrat Mudarabah, l'entrepreneur reçoit une part des bénéfices, même si elles ne font aucune contribution à l'investissement en termes d'aspect financier. En effet, la plupart des techniques d'évaluation développées en finance d'entreprise sont applicables pour les investisseurs en fonds propres et certains comme les approches options réelles à la décision d'investissement peuvent être particulièrement importantes notamment dans la réduction des problèmes d'asymétrie d'information dans la phase d'amorçage/démarrage d'entreprise.

Tableau 2. Comparaison des deux approches du capital-risque occidental et islamique

Attribut	Capital-risque	Musharakah et Mudarabah
Négociabilité des actions	Non liquide	Non liquide
Monitoring par les managers de fonds d'investissement	Actif/direct	Actif/passif/direct
Le rôle du marché dans le contrôle de l'entreprise	Faible	Faible
Accès au capital	Le niveau des investissements : 1) "early stage" (amorçage/démarrage) : l'accès est limité à un ensemble de bailleurs de fonds avec des compétences hautement spécialisées. 2) "early stage" (développement) : plus étroits sur le marché concurrentiel, mais des compétences de surveillance requises actives	Le niveau des investissements : 1) "early stage" (amorçage/démarrage) : l'accès est limité à un ensemble de bailleurs de fonds avec des compétences pas forcément spécialisées. 2) "early stage" (développement) : plus étroits sur le marché concurrentiel, mais des compétences de surveillance requises actives pour Musharakah
Spécificité de l'actif	actif très spécialisé	actif non forcément spécialisé
Évaluation de projets	Critères sophistiqués (par exemple, pas de versement de dividende lors de stade de financement « early stage ») et/ou la nécessité d'une série d'analyses de sensibilité en raison d'une rentabilité très incertaine et non seulement risquée des investissements.	Critères assez spécifiques dans le respect de critère primaire « Halal » de types de services/produits
Décisions d'investissement	Multi stages	Multi stages
Disponibilité d'information	Les informations confidentielles répandues et difficiles à révéler, d'où nécessité d'un monitoring étroit par des managers de fonds	Les informations confidentielles/monitoring fort pour Musharakah et faible pour Mudarabah

Source : nous mêmes

3.3 L'IMPACT DE L'INDUSTRIE DU CAPITAL-RISQUE OCCIDENTAL SUR LE CAPITAL-RISQUE ISLAMIQUE

Une série de travaux a porté sur l'impact des pratiques des professionnels du capital-risque sur la dynamique de développement du capital-risque islamique, plus particulièrement, les deux modes de financement [M & M]. Selon la synthèse de Denis[8], les principaux apports de l'investisseur dans la société investie sont les critères de sélection, le monitoring, la professionnalisation et la certification. Les résultats de ces travaux tendent à montrer que l'arrivée d'une société de capital-risque a un impact sur la professionnalisation de l'entreprise financée que les entreprises non financées. D'après Hellmann et Puri[36], la valeur ajoutée de la société de capital-risque dépasse le simple apport de fonds. La rémunération des investisseurs en fonds propres se joue donc sur cette plus-value d'où l'importance qu'il doit porter au contrôle et à la surveillance du fondateur et de l'équipe dirigeante. En effet, les entreprises font souvent l'objet d'une mauvaise gestion, l'entrepreneur s'intéressant à ses intérêts personnels qui ne sont pas toujours alignés sur ceux des investisseurs, ce qui conduit à conclure des contrats pour réduire les problèmes d'agence.

Certains travaux ont porté sur l'ajout de valeur créée par la société de capital-risque [50],[66]. Cette valeur ajoutée provient de trois sources : l'acquisition de ressources, l'acquisition de connaissances et la réputation de la société du capital-risque [54]. Cumming Fleming et Suchard [66] soulignent que les sociétés de capital-risque s'impliquent au processus de création de la valeur au niveau financier, administratif, marketing, stratégique ou management.

En effet, les banques islamiques peuvent bénéficier de l'expérience des capital-risqueurs au niveau :

- du processus de décision et les critères d'évaluation plus sophistiqués adoptés par les capital-risqueurs.
- du réseau d'affaire large et la grande réputation des sociétés du capital-risque
- du modèle des CR au niveau de la formation d'alliances stratégiques, techniques de gestion de risques et syndication.
- des mécanismes de gouvernance développés, par exemple, le financement séquentiel.
- des stratégies de sortie surtout pour la Mousharaka qui est la plus convenable avec le capital-risque.

Toutefois, l'activité de capital-risque au Maroc est en phase de démarrage (modeste par rapport à l'expérience américaine et européenne). Toutefois, en raison de la convergence de la finance islamique et l'activité de capital-risque occidental, ces deux modes de financement peuvent créer une synergie du développement de la finance participative.

4 CONCLUSION

Cet article dresse un inventaire des deux approches du capital-risque développées adaptées au financement des jeunes entreprises innovantes et les analyse pour montrer en quoi elles se répondent, se complètent et peuvent être combinées. Le cheminement que nous avons suivi met en évidence l'impact des pratiques des professionnels de capital-risque occidental sur la dynamique de développement de l'activité de capital-risque islamique, plus particulièrement les deux modes de financement en fonds propres à savoir [M&M]. Par la suite, nous avons détaillé les principaux problèmes traditionnels relèvent de la relation dyadique entre les professionnels du capital-risque occidental et islamique ainsi les mécanismes développés pour atténuer leurs intensités. La complexité vient de l'absence des écrits bien détaillés sur le financement par [M & M] en vue de combiner les deux approches du capital-risque pour les analyser.

Une des conséquences de cette synthèse de recherche est que les connaissances actuelles restent peu pertinentes pour les praticiens. Il importe donc de rester modeste et de participer à la construction, pas à pas, d'un cadre théorique plus complet qui permettra aussi de répondre aux questions ouvertes.

Cet article n'était pas de présenter une analyse de la littérature exhaustive des résultats acquis. Nous sommes d'ailleurs convaincus qu'ils sont bien trop nombreux et, malheureusement, très souvent contradictoires du fait de l'hétérogénéité des populations étudiées et des méthodologies utilisées. Simplement, nous espérons que d'avoir définir des pistes de recherches solides aideront nous à les tester sur le terrain en parallèle de développement de notre base théorique.

REFERENCES

- [1] P. Davidsson, and J. Wiklund, "Conceptual and empirical challenges in the study of firm growth," *Entrepreneurship and the Growth of Firms*, vol. 1, pp. 39-61, 2006.
- [2] D. Muzyka, S. Birley, and B. Leleux, "Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists," *Journal of Business Venturing*, vol. 11, no. 4, pp. 273-287, 1996.
- [3] M. Van Dijk, "Small enterprises and the informal sector: key issues," *In: Mathew, P.M. (Ed.), Small Enterprise Development: The Experiences of the South and the North*, Oxford and IBH, New Delhi., 2000.

- [4] P. A. Gompers, "A note on the venture capital industry," *Harvard Business School Background Note* vol. 295-065, pp. 29 pages 1994.
- [5] D. L. Birch, "Sources of job growth—and some implications," *Jobs, earnings, and employment growth policies in the United States*, pp. 71-76: Springer, 1990.
- [6] H. Aldrich, and E. R. Auster, "Even dwarfs started small: Liabilities of age and size and their strategic implications," *Research in organizational behavior*, vol. 8, no. 1986, pp. 165-186, 1986.
- [7] J. Ranger-Moore, "Bigger may be better, but is older wiser? Organizational age and size in the New York life insurance industry," *American sociological review*, pp. 903-920, 1997.
- [8] D. J. Denis, "Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence," *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 2, pp. 301-326, 2004.
- [9] F. Savignac, *The impact of financial constraints on innovation: evidence from french manufacturing firms*, Université Panthéon-Sorbonne (Paris 1), 2006.
- [10] M. UEDA, "Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation," *THE JOURNAL OF FINANCE*, vol. LIX, no. 2, 2004.
- [11] E. Duguet, "Are R&D subsidies a substitute or a complement to privately funded R&D? Evidence from France using propensity score methods for non-experimental data," *Evidence from France using Propensity Score Methods for Non-Experimental Data (July 2003). University of Paris I Cahier de la MSE EUREQua Working Paper*, no. 2003.75, 2003.
- [12] AMIC, "Annuaire des Membres de l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC), 2012-2013.," 2013.
- [13] T. Hellmann, *A theory of corporate venture investing*, Graduate School of Business, Stanford University.No. 1452
- [14] B. Radi, and I. Bari, "LES PRODUITS FINANCIERS ALTERNATIFS AU MAROC : PRATIQUE ET PERSPECTIVES," *La Revue des Sciences de Gestion*, vol. 3, no. n° 255-256, pp. 153-159, 2012.
- [15] K. A. Bantel, "Technology-based, "adolescent" firm configurations: strategy identification, context, and performance," *Journal of Business Venturing*, vol. 13, no. 3, pp. 205-230, 1998.
- [16] M. Grünhagen, *The Evolution of Entrepreneurs Fund-Raising Intentions: A Multiple Case Study of Financing Processes in New Ventures*: Springer Science & Business Media, 2008.
- [17] T. Bates, "Financing small business creation: The case of Chinese and Korean immigrant entrepreneurs," *Journal of Business Venturing*, vol. 12, no. 2, pp. 109-124, 1997.
- [18] G. Cassar, "The financing of business start-ups," *Journal of Business Venturing*, vol. 19, no. 2, pp. 261-283, 2004.
- [19] D. S. Evans, and B. Jovanovic, "An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints," *The Journal of Political Economy*, pp. 808-827, 1989.
- [20] D. Holtz-Eakin, D. Joulfaian, and H. S. Rosen, "Entrepreneurial decisions and liquidity constraints," *The RAND Journal of Economics*, vol. 25, no. 2, pp. 334-347, 1994.
- [21] J. Lerner, "Venture capitalists and the oversight of private firms," *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 1, pp. 301-318, 1995.
- [22] S. N. Kaplan, and P. Strömberg, "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts.," *NBER WORKING PAPER No. 7660*, 2000.
- [23] M. C. Jensen, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *The Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, pp. 831-880, 1993.
- [24] W. Sahlman, "The structure and governance of Venture capital organizations," *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 473-521, 1990.
- [25] T. T. Tyebjee, and A. V. Bruno, "A model of venture capitalist investment activity," *Management science*, vol. 30, no. 9, pp. 1051-1066, 1984.
- [26] S. Marion, "Evaluation de projets de création d'entreprises innovantes," *Revue Banque*, vol. 504 - Avril 1990, 1990.
- [27] J. C. Ettinger, "Pratiques d'évaluation et de sélection de projets d'activités nouvelles en Europe," *Revue Française de Gestion*, vol. JAN-FEB, 102, pp. 45-57, 1995.
- [28] J. Hall, and C. W. Hofer, "Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation," *Journal of Business Venturing*, vol. 8, pp. 25-42, 1993.
- [29] C. Mason, and R. Harrison, "Why Business Angels' Say No: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate," *International Small Business Journal*, vol. 14, pp. 35-51, 1996.
- [30] W. A. Wells, *Venture capital decision-making*: University Microfilms, 1975.
- [31] I. C. MacMillan, R. Siegel, and P. S. Narasimha, "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals," *Journal of Business Venturing*, vol. 1, no. 1, pp. 119-128, 1985.
- [32] I. C. MacMillan, L. Zemann, and P. Subbanarasimha, "Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process," *Journal of Business Venturing*, vol. 2, no. 2, pp. 123-137, 1987.
- [33] V. H. Fried, and R. D. Hisrich, "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making," *FM: The Journal of the Financial Management Association*, vol. 23, no. 3, pp. 28-37, 1994.

- [34] M. Jensen, and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360, 1976.
- [35] D. Cumming, and S. A. B. Johan, "Advice and monitoring in venture finance," *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 21, no. 1, pp. 3-43, 2007.
- [36] T. Hellmann, and M. Puri, "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence," *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 1, pp. 169-197, 2002.
- [37] P. A. Gompers, "Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital," *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 5, pp. 1461-1489, 1995.
- [38] M. Cherif, and S. Dubreuil, *Création de valeur et capital-investissement*: Pearson Education France, 2009.
- [39] S. Wang, and H. Zhou, "Staged financing in venture capital: moral hazard and risks," *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 1, pp. 131-155, 2004.
- [40] X. Tian, "The causes and consequences of venture capital stage financing," *Journal of Financial Economics*, vol. 101, no. 1, pp. 132-159, 2011.
- [41] Y. Hsu, "Staging of venture capital investment: A real options analysis," *Unpublished Working Paper, National Taiwan University*, 2002.
- [42] C. B. Barry, C. J. Muscarella, J. W. Peavy et al., "The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process," *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 447-471, 1990.
- [43] A. R. Admati, and P. Pfleiderer, "Robust financial contracting and the role of venture capitalists," *The Journal of Finance*, vol. 49, no. 2, pp. 371-402, 1994.
- [44] B. S. Black, and R. J. Gilson, "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets," *Journal of Financial Economics*, vol. 47, no. 3, pp. 243-277, 1998.
- [45] S. N. Kaplan, and P. Strömberg, "Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring," *American Economic Review*, vol. 91, no. 2, pp. 426-430, 2001.
- [46] D. Cumming, "Contracts and exits in venture capital finance," *Review of Financial Studies*, vol. 21, no. 5, pp. 1947-1982, 2008.
- [47] J. B. Barney, L. Busenitz, J. Fiet et al., "The relationship between venture capitalists and managers in new firms: determinants of contractual covenants," *Managerial Finance*, vol. 20, no. 1, pp. 19-30, 1994.
- [48] S. Manigart, A. Korsgaard, R. Folger et al., "The impact of trust on private equity contracts," *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series*, vol. 2002, 2002.
- [49] G. Charreaux, "Le gouvernement d'entreprise," in *Encyclopédie des ressources humaines*, J. Allouche éd., Paris, Vuibert, pp. 628-641, 2003.
- [50] O. Bengtsson, and B. A. Sensoy, "Investor abilities and financial contracting: Evidence from venture capital," *Journal of Financial Intermediation*, vol. 20, no. 4, pp. 477-502, 2011.
- [51] L. Bottazzi, M. Darin, and T. Hellmann, "Who are the active investors? Evidence from venture capital," *Journal of Financial Economics*, vol. 89, no. 3, pp. 488-512, 2008.
- [52] P. Battini, "Capital risque: mode d'emploi, conseils et financements pour entrepreneurs ambitieux," *Éditions d'Organisation*, vol. 2e édition, 2000.
- [53] D. Barry, "Some venture programs sharing gains with corporate workforce," *Corporate Venturing Report*, vol. 1, pp. 22-23, 2000.
- [54] M. V. J. Maula, "CORPORATE VENTURE CAPITAL AND THE VALUE-ADDED FOR TECHNOLOGY-BASED NEW FIRMS," Department of Industrial Engineering and Management, Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology, 2001.
- [55] H. A. Dar, and J. R. Presley, "Lack of profit loss sharing in Islamic banking: management and control imbalances," *International Journal of Islamic Financial Services*, vol. 2, no. 2, pp. 3-18, 2000.
- [56] T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, and O. Merrouche, "Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability," *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, no. 2, pp. 433-447, 2013.
- [57] N. A. Saleh, "Unlawful Gain and Legitimate Profit in Islamic Law: Riba, Gharar and Islamic Banking," *Cambridge: University Press*, 1986.
- [58] H. Hamza, and S. Guerhazi-Bouassida, "FINANCEMENT BANCAIRE ISLAMIQUE: UNE SOLUTION ÉTHIQUE À LA CRISE FINANCIÈRE," *La Revue des Sciences de Gestion*, vol. 3, no. 255-256, pp. 61-166, 2012.
- [59] F. Guéranger, "Finance islamique," Dunod, ed., 2009, p. 273 pages.
- [60] E. Fama, and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, pp. 301-325, 1983.

- [61] F. M. Ahmad Farid "The Potential of Mushārah as an Islamic Financial Structure for Venture Capital Funding in Malaysia," Ph.D. thesis, Durham University, 2008.
- [62] M. F. KHAN, "COMPARATIVE ECONOMICS OF SOME ISLAMIC FINANCING TECHNIQUES," *Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia.*, 1991.
- [63] R. Romano, "Corporate law and corporate governance," *Industrial and corporate change*, vol. 5, no. 2, pp. 277-340, 1996.
- [64] J. L. Paul Gompers, "An analysis of compensation in the U.S. venture capital," *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 3-44, 1999.
- [65] F. Savignac, "Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes," 2007.
- [66] D. Cumming, G. Fleming, and J.-A. Suchard, "Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns," *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, no. 2, pp. 295-331, 2005.