

**KEDGE BUSINESS SCHOOL**

---

**MÉMOIRE**

Présenté en vue d'obtenir

**Master en Management – Programme Grande École**

SPÉCIALITÉ : Finance d'Entreprise

---

# **L'influence du capital-investissement sur l'influence du pilotage des PME**

**M. Victorien CHOUZO**

---

Sous la direction de : **M. Pierre CASANOVA**

Soutenu le lundi 1<sup>er</sup> juillet 2019.

Les opinions exprimées dans ce mémoire sont propres à leur auteur et n'engagent en aucun cas KEDGE Business School et le Programme Grande Ecole.

## Sommaire

Sommaire.....	3
Synthèse.....	5
Introduction .....	8
1 Revue de littérature.....	12
1.1 Définition du capital-investissement et de la création de valeur .....	12
1.1.1 Qu'est-ce que le capital-investissement ?.....	12
1.1.1.1 Fonctionnement du capital-investissement et état des lieux du marché .....	12
1.1.1.2 Les déterminants du dynamisme du capital-investissement.....	15
1.1.2 Comment les auteurs définissent la création de valeur ?.....	16
1.1.2.1 Valeur actionnariale Vs Valeur partenariale .....	16
1.1.2.2 La création de valeur reste définie par des métriques financières .....	17
1.1.3 Les caractéristiques d'un investissement.....	17
1.1.3.1 Les critères de sélection du fonds.....	17
1.1.3.2 Les méthodes d'évaluation utilisées .....	18
1.1.4 Les rôles du capital-investisseur .....	19
1.1.4.1 Un rôle de coach et de conseiller .....	19
1.1.4.2 Un expert de la finance .....	20
1.2 La théorie de l'agence au centre de la relation capital-investisseur dirigeant .....	22
1.2.1 Définition de la théorie de l'agence et ses prolongements .....	22
1.2.1.1 La théorie de l'agence.....	22
1.2.1.2 Les prolongements de la théorie .....	23
1.2.2 La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement ... ..	24
1.2.3 ... Qui est à l'origine de nombreux conflits .....	25
1.2.3.1 Les conflits sociocognitifs .....	25
1.2.3.2 La réactance psychologique.....	26
1.3 Comment résoudre ces conflits qui freinent la création de valeur ?.....	28
1.3.1 La théorie de la confiance.....	28
1.3.1.1 Le rôle de la confiance.....	28
1.3.1.2 Les conséquences de la confiance sur la relation capital-investisseur dirigeant .....	29
1.3.1.3 Les effets pervers adossés à la confiance .....	30
1.3.2 Le contrôle du dirigeant.....	30
1.3.3 La théorie du contrat ou pacte d'actionnaire .....	31
1.3.3.1 Les contrats pour réduire les coûts d'agence.....	31
1.3.3.2 Les obligations convertibles comme outil de ces contrats .....	33
1.4 Quelles sont les stratégies des sociétés de capital-investissement pour augmenter la performance des firmes ?.....	35
1.4.1 La syndication.....	35
1.4.2 La spécialisation .....	36
1.4.2.1 Comment la spécialisation améliore la performance ?.....	36
1.4.2.2 Accentue-t-elle réellement la performance des firmes ? .....	36
1.4.3 La sélection Vs l'addition de valeur .....	36
1.4.4 La théorie du prospect .....	37
1.4.5 Les apports extra-financiers des sociétés de capital-investissement .....	38
1.4.5.1 L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives.....	38
1.4.5.2 Un apport opérationnel des sociétés de capital-investissement.....	39
1.5 La performance des entreprises financées par capital-investissement .....	41
1.5.1 Une amélioration de la performance financière et opérationnelle après l'entrée	

du fonds .....	41
1.5.2 Qui influence positivement la création de valeur .....	43
1.5.3 Même si certaines études nuancent cet effet positif du fonds .....	45
1.5.4 Qu'en est-il de la performance des firmes post-opération ?.....	46
2 La méthodologie de recherche et les résultats obtenus.....	50
2.1 Définition de la création de valeur et des variables qui en découlent .....	50
2.1.1 Comment peut-on définir la création de valeur ? .....	50
2.1.1.1 Valeur sociale Vs Valeur financière .....	50
2.1.1.2 Définition de la valeur financière .....	50
2.1.2 Les variables de l'étude quantitative .....	51
2.1.2.1 Variable 1 : la croissance du chiffre d'affaires .....	51
2.1.2.2 Variable 2 : la croissance de l'excédent brut d'exploitation (EBE).....	52
2.1.2.3 Variable 3 : l'évolution de la marge d'EBE.....	52
2.1.2.4 Variable 4 : l'évolution du ROE (Return on Equity) .....	53
2.1.2.5 Variable 5 : l'évolution du ROA (Return on Assets) .....	53
2.1.3 Les éléments à analyser lors de l'étude qualitative .....	54
2.2 Démarche méthodologique et analyse de l'échantillon.....	56
2.2.1 Approche épistémologie et méthode de collecte .....	56
2.2.1.1 Étude quantitative .....	56
2.2.1.2 Étude qualitative .....	59
2.2.1.3 Mes hypothèses.....	59
2.2.2 Caractéristiques de l'échantillon .....	60
2.2.2.1 Étude quantitative .....	60
2.2.2.2 Étude qualitative .....	63
2.3 Les résultats obtenus.....	64
2.3.1 Étude quantitative .....	64
2.3.1.1 Les sociétés de capital-investissement favorisent la création de valeur pour les PME .....	64
2.3.1.2 Même si la variable 4 montre le contraire .....	65
2.3.1.3 Les limites de l'étude.....	65
2.3.2 Étude qualitative .....	66
2.3.2.1 La création de valeur est propre à chaque investisseur et leur vision du métier .....	66
2.3.2.2 La gouvernance comme base pour la création de valeur.....	68
2.3.2.3 Les apports des investisseurs .....	69
2.3.2.4 L'alignement d'intérêts comme une condition pour le succès de l'opération .....	70
2.3.2.5 La nature de la relation reste fortement corrélée aux qualités de l'investisseur et de la SCI .....	71
2.3.2.6 La création de valeur par les SCI.....	72
Conclusion.....	75
Bibliographie .....	77
Table des annexes .....	79
Table des illustrations .....	84
Table des tableaux.....	85

## Sujet : L'influence du capital-investissement sur l'influence du pilotage des PME

Victorien CHOUZO

---

### Synthèse

Le capital-investissement constitue une alternative au financement par dette des entreprises, ou bien l'introduction en bourse. Le capital-investissement est le carburant des PME et ETI françaises. Il représente un véritable enjeu pour la France car ce sont ces entreprises qui assurent l'emploi et le dynamisme du pays. Il intervient directement sur l'attractivité et la compétitivité de notre pays, en développant par la suite la croissance de notre économie.

Le capital-investissement se traduit également pour un dirigeant par la perte de contrôle totale ou partielle de son entreprise. En effet, en achetant les actions, les SCI apportent un capital financier mais reçoivent de facto des droits de vote pour exercer un contrôle sur l'entreprise. La SCI exerce ainsi une influence sur l'entreprise financée, et donc directement sur le pilotage de l'entreprise. Les investisseurs ont un pouvoir sur les décisions stratégiques de l'entreprise, ce qui modifie le pilotage de l'entreprise par les dirigeants. Je souhaitais à travers ce mémoire de recherche comprendre si l'influence de la société de gestion est positive ou négative ; si une entreprise financée par un fonds de capital-investissement aura tendance à être plus performante et plus rentable qu'avant l'entrée du fonds dans son capital ; et si le capital-investissement a un effet positif sur la création de valeur au sein des firmes. Ainsi, la problématique de ce mémoire est la suivante :

#### ***Les sociétés de capital-investissement sont-elles créatrices de valeur pour les PME ?***

Le but est de comprendre si les sociétés de capital-investissement sont créatrices de valeur pour les PME. Par exemple, si une entreprise réalisait 5% de croissance avant l'entrée du fonds au capital, et réalise post-opération un taux de croissance du chiffre d'affaires de 10%, existe-t-il une corrélation avec la présence du fonds au capital ? Les investisseurs se contentent-ils d'un apport financier ? Quelles sont leurs stratégies pour créer de la valeur, qui reste leur but pour espérer réaliser une plus-value ? Comment s'y prennent-ils ? Quels sont les leviers pour créer de la valeur ? Existe-t-il un type de gouvernance favorable à la création de valeur ?

J'ai réalisé dans un premier temps une revue de littérature, pour comprendre comment

les auteurs définissent la création de valeur, puis pour connaître les leviers de la création de valeur : tout d'abord un choix avisé de la part des fonds, la mise en place d'une gouvernance, les stratégies des fonds pour créer de la valeur, le rôle de la confiance, les apports financiers et extra-financiers des investisseurs, ect. Pour étudier finalement d'un point de vue empirique les performances des entreprises financées par capital-investissement.

Pour ma deuxième partie, j'ai choisi de réaliser une étude quantitative et qualitative afin de pouvoir répondre au mieux à ma problématique. Concernant mon étude quantitative, j'ai défini 5 variables pour analyser la création de valeur. J'ai créé un échantillon d'entreprises financées par capital-investissement, pour analyser les variations des variables avant l'entrée du fonds puis après que le fonds soit rentré au capital. Dans un second temps, j'ai réalisé une étude quantitative, en interrogeant des investisseurs et des dirigeants d'entreprise pour comprendre les leviers de la création de valeur et les risques à maîtriser pour maximiser la création. J'ai voulu comprendre comment créer un alignement d'intérêts entre l'investisseur et le dirigeant.

Ce mémoire aborde également les différences entre le capital-investissement français et le private equity américain. Il permet de comprendre les deux approches entre les investisseurs français et américains dans leur objectif de création de valeur.

## INTRODUCTION

## Introduction

L'année 2018 a été une année record pour le capital-investissement français. D'après France Invest, en 2018, 18,7 milliards d'euros ont été levés par les sociétés de capital-investissement françaises, contre 16,5 milliards en 2017. Sur cette même année, 14,7 milliards ont été investis dans plus de 2200 entreprises (versus 14,3 milliards en 2017 investis dans 2100 entreprises). Les fonds levés en 2018 ont vocation à être investis dans les 5 prochaines années, ce qui laisse présager un bel avenir pour le capital-investissement français. Le secteur du capital-investissement français se place aujourd'hui en troisième position au niveau mondial, derrière le Royaume-Uni et les États-Unis. Le capital-investissement se réfère aujourd'hui comme un moyen de plus en plus plébiscité pour financer les entreprises françaises.

Le capital-investissement peut se définir comme une prise de participation majoritaire ou minoritaire en fonds propres dans des entreprises non cotées en bourse. Les sociétés de capital-investissement lèvent des fonds auprès d'investisseurs institutionnels ou des family office. Il permet de financer une entreprise tout au long de son cycle de vie, et se décline sous différentes formes :

Métiers du capital-investissement	Étapes du cycle de vie d'une entreprise
Capital-innovation	Projets : R&D ; naissance / émergence Post-crédation
Capital-développement	Décollage Réussite
Capital-transmission	Maturité Survie
Capital-retournement (activité très marginale en France)	Déclin, difficultés, déshérence Capacité de rebond

Source : Xerfi

Tableau 1 : les segments du capital-investissement

La littérature anglophone est bien plus précise dans l'utilisation des termes. En effet, le capital-investissement se traduit en anglais par « Private Equity ». Or le mot « Private Equity » en anglais fait uniquement référence au segment du capital-développement et du capital-transmission. Le capital-risque se traduit quant à lui par « Venture Capital ». Lorsque le terme capital-investissement sera employé dans ce mémoire, ce dernier fera référence au capital développement et au capital-transmission, ou bien « Private Equity » en anglais. Le capital-risque est un segment de marché à traiter et analyser à part, car sa nature et ses buts sont différents. Il a vocation à investir dans des entreprises très jeunes, très souvent non rentables,



mais qui ne possèdent pas les mêmes besoins que les PME, et surtout, qui ne se valorisent pas de la même manière. La prise en compte du capital-risque dans ce mémoire risquerait de fausser notre analyse. Ce mémoire se concentrera ainsi sur le « Private Equity ».

Le capital-investissement constitue une alternative au financement par dette des entreprises, ou bien l'introduction en bourse. Une opération de capital-investissement aura pour but de renforcer les fonds propres d'une entreprise en rétablissant les équilibres bilanciaux entre dettes et capitaux propres, ou bien financer les projets de croissance des entreprises. Le capital-investissement est le carburant des PME et ETI françaises. Il représente un véritable enjeu pour la France car ce sont ces entreprises qui assurent l'emploi et le dynamisme du pays. Le capital-investissement intervient directement sur l'attractivité et la compétitivité de notre pays, en développant par la suite la croissance de notre économie. On peut citer l'exemple de Ludendo, plus connu sous le nom de la grande récré, qui a pu booster sa croissance grâce au capital-développement pour financer ses ouvertures de magasins et ses croissances externes. Le groupe est aujourd'hui présent dans 19 pays et compte 280 magasins.

Le capital-investissement se traduit également pour un dirigeant par la perte de contrôle totale ou partielle de son entreprise. En effet, en achetant les actions, les SCI apportent un capital financier mais reçoivent de facto des droits de vote pour exercer un contrôle sur l'entreprise. Les opérations de capital-investissement peuvent être minoritaires ou majoritaires. Dans les deux cas, la SCI dispose d'un droit de regard sur la gestion de l'entreprise, mais sans s'immiscer au sein de celle-ci. Plus la part du capital est concentrée entre les mains des investisseurs financiers, plus ils disposent de pouvoir au sein de l'entreprise, qui se traduit généralement par des droits de veto sur les décisions qui gouvernent la vie de l'entreprise dans le cas d'un investissement minoritaire. La SCI exerce ainsi une influence sur l'entreprise financée, et donc directement sur le pilotage de l'entreprise. Les investisseurs ont un pouvoir sur les décisions stratégiques de l'entreprise, ce qui modifie le pilotage de l'entreprise par les dirigeants. Je souhaiterais à travers ce mémoire de recherche comprendre si l'influence de la société de gestion est positive ou négative ; si une entreprise financée par un fonds de capital-investissement aura tendance à être plus performante et plus rentable qu'avant l'entrée du fonds dans son capital ; et si le capital-investissement a un effet positif sur la création de valeur au sein des firmes. Ainsi, la problématique de ce mémoire est la suivante :

*Les sociétés de capital-investissement sont-elles créatrices de valeur pour les PME ?*

Le but est de comprendre si la SCI a eu un effet positif sur la création de valeur de l'entreprise. Par exemple, si une entreprise réalisait 5% de croissance avant l'entrée du fonds au capital, et réalise post-opération un taux de croissance du chiffre d'affaires de 10%, existe-t-il une corrélation avec la présence du fonds au capital ? Les investisseurs se contentent-ils d'un apport financier ? Quelles sont leurs stratégies pour créer de la valeur, qui reste leur but pour espérer réaliser une plus-value ? Comment s'y prennent-ils ? Quels sont les leviers pour créer de la valeur ? Existe-t-il un type de gouvernance favorable à la création de valeur ? Les fonds de capital-investissement ont-ils pour objectif de vendre un maximum d'actifs pour maximiser leur plus-value ?

Ce mémoire de recherche se concentrera sur les petites et moyennes entreprises (PME) dans le cas français, notamment pour la seconde partie intitulée « la méthodologie de recherche et les résultats obtenus ». Pour la première partie qui concerne la « revue de littérature », certains articles ne traitent pas du cas français et ne se concentrent pas uniquement sur les PME. Le but de la seconde partie est de compléter la revue de littérature sur des thèmes qui n'ont pas été abordés, et qui ne me permettent pas de conclure sur ma problématique. Il s'agit ainsi de comprendre, à travers mon étude quantitative et qualitative, si les sociétés de capital-investissement sont créatrices de valeur pour les PME.

**PARTIE 1 :**

**REVUE DE LITTERATURE**

# 1 REVUE DE LITTÉRATURE

## 1.1 Définition du capital-investissement et de la création de valeur

### 1.1.1 Qu'est-ce que le capital-investissement ?

#### 1.1.1.1 Fonctionnement du capital-investissement et état des lieux du marché

Comme défini plus haut, le capital-investissement fait référence à des investissements en fonds propres de la part de sociétés de capital-investissement dans des entreprises matures. Les sociétés de gestion, ou sociétés de capital-investissement, lèvent des capitaux via un fonds de capital-investissement (*Kaplan et Strömberg, 2009*). Ces fonds sont organisés comme des « limited partnerships » où les « general partners (GPs) » managent le fonds et les « limited partners (LPs) » apportent les capitaux. Ces « limited partners » peuvent inclure des fonds souverains, des États, des banques, des compagnies d'assurance, des caisses de retraites, des investisseurs étrangers via des fonds de pension ou des family office, ou encore des fonds de fonds. Un des facteurs clés de succès concerne l'alignement d'intérêts entre les LPs et les GPs. Cet alignement d'intérêt est assuré par un système de rémunération dit « waterfall » avec les « carried », le « hurdle » et le « catch-up ». En général, les auteurs ont remarqué que la répartition des plus-values s'effectue comme suit : 80% pour les LPs et 20% pour les GPs. La durée de vie du fonds est généralement comprise entre 8 et 12 ans, mais peut être rallongée avec les accords des différentes parties. Quant à la durée de détention en portefeuille de l'entreprise, elle se situe généralement entre 3 et 7 ans. Pour ces auteurs, les opérations de LBO se réfèrent à des opérations de capital-investissement car dans une opération LBO, une entreprise est acquise par une SCI en utilisant une faible part de capitaux propres adossée à une part plus importante de dettes.

Le capital-investissement n'est pas un phénomène nouveau. Il s'est fortement développé dans les années 1980, pour finalement diminuer à la fin des années 80 suite à l'effondrement du marché des junk bonds. Les montants levés et investis ont atteint des records en 2006, grâce notamment au développement du marché du capital-investissement en Europe au début des années 2000. Le graphe ci-dessous, qui provient du rapport de 2017 de *l'European Venture Capital Association*, montre les tendances des montants levés et investis de 1997 à 2017 en Europe. En 2017, 92 milliards d'euros ont été levés en Europe, pour 73 milliards investis.

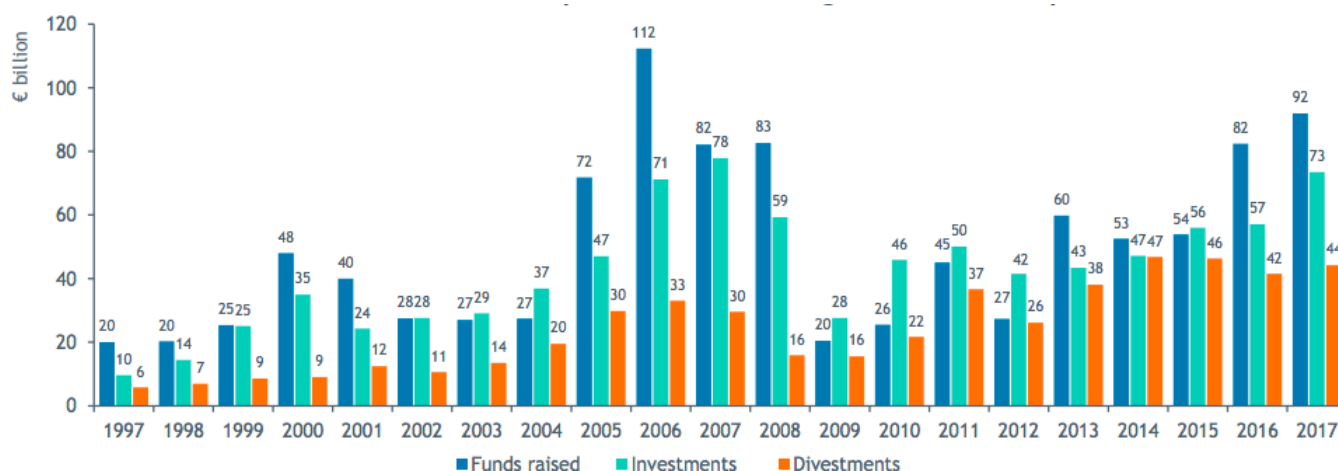


Figure 1 : les montants levés et investis en Europe en milliards d'euros

L'effet de la crise de 2008 semble aujourd'hui bien loin, et les montants levés et investis commencent à se rapprocher de leur niveau historique (2006) en Europe.

En 2018, le capital-investissement français maintient son rythme de croissance. 18,7 milliards d'euros ont été levés par les sociétés de capital-investissement, via 230 véhicules, qui seront investis au cours des 5 prochaines années majoritairement dans des entreprises françaises (contre 16,5 milliards en 2017, +13%), d'après l'étude de France Invest intitulée « *L'activité des acteurs français du capital-investissement* » parue le 28 mars 2019. 48% de ces capitaux ont été levés auprès d'investisseurs étrangers. Ce pourcentage n'a jamais été aussi élevé. Cela démontre l'attractivité de notre économie, et la confiance placée dans celle-ci. 14,7 milliards ont été investis dans 2200 entreprises majoritairement françaises (contre 14,3 milliards dans 2100 entreprises en 2017, taux de croissance annuel moyen de 16% entre 2012 et 2018). Ces chiffres placent l'industrie française du capital-investissement en deuxième position, derrière le Royaume-Uni, qui reste le principal acteur du capital-investissement en Europe. Cependant, l'écart tend à se résorber. L'effet crise semble aujourd'hui dépassé, comme le démontre le graphique ci-dessous qui retrace l'évolution des montants investis lors des vingt dernières années :

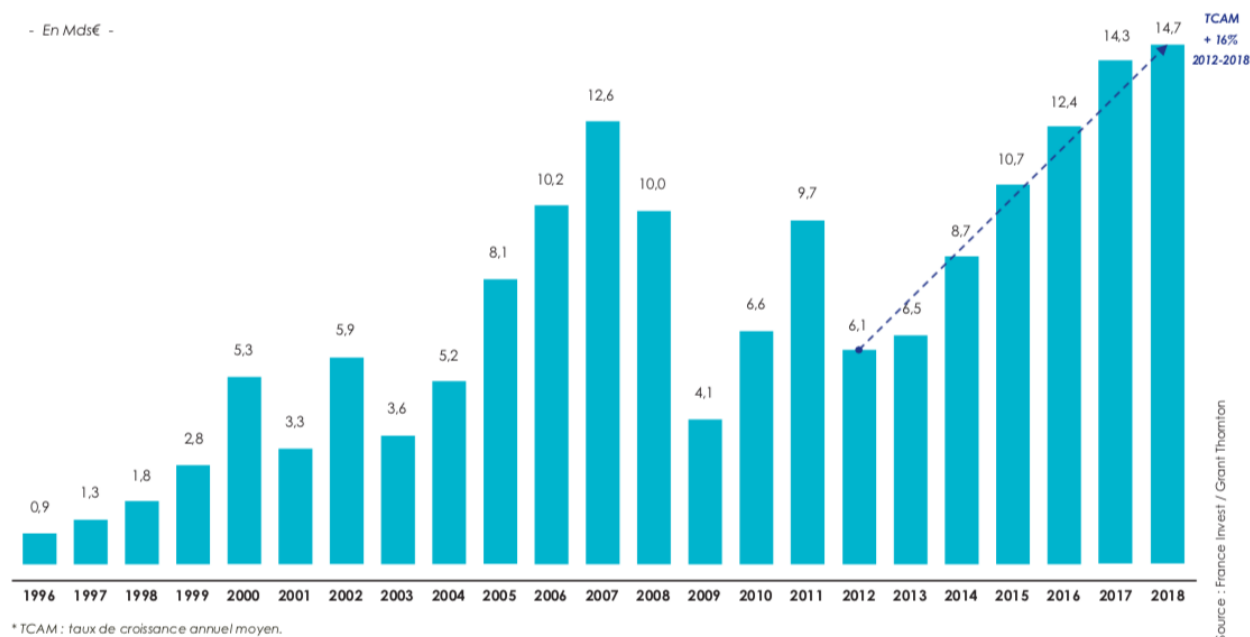


Figure 2 : les montants investis en France en milliards d'euros

Une des caractéristiques du marché français concerne les primo-ouvertures du capital, qui font référence aux entreprises qui ouvrent leur capital pour la première fois. Le pourcentage des primo-ouvertures ne cesse d'augmenter. En 2018, 53% des montants investis constituaient des primo-ouvertures. Cela montre l'appétence de plus en plus grande des chefs d'entreprise vers ce type de financement, et également l'image positive que le capital-investissement véhicule.

Sur les 2218 entreprises accompagnées par des SCI en 2018, 1332 sont concernées par la problématique de ce mémoire, car les opérations s'inscrivent dans une logique de capital-développement ou capital-transmission. Ces deux formes rentrent dans la définition du capital-investissement donnée plus haut. Rappelons que ce mémoire ne couvre pas la création de valeurs sur le segment du capital-risque.

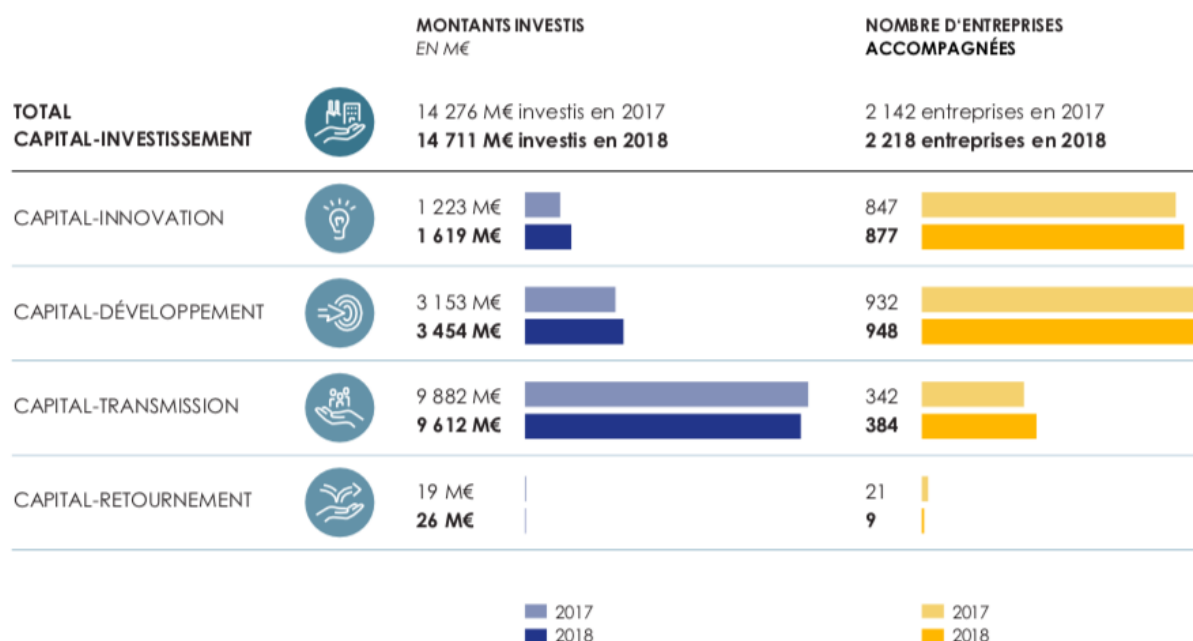


Figure 3 : répartition des montants investis en France par segment

*Kaplan et Stromberg, 2009*, nous expliquent également que lors des transactions, les voies de sorties du fonds sont des questions primordiales qui sont discutées dans la phase pré-investissement, entre le dirigeant de l'entreprise et la SCI. Il existe 4 moyens de sortie. Le premier, le plus répandu, concerne la vente de l'entreprise à un acheteur stratégique non-financier. D'après leur étude réalisée entre 1970 et 2007, ce type de sortie est utilisé dans 38% des cas. Le second moyen, utilisé dans 29% des cas, désigne la vente de l'entreprise à un partenaire financier, qui peut être une autre SCI ou un fonds de LBO. La troisième voie de sortie est considérée comme la voie royale, ou la voie qui démontre que l'opération a été couronnée de succès (*Pommet et Sattin, 2012*) : elle désigne l'introduction en bourse de la société financée par capital-investissement. Dans 14% des cas l'introduction en bourse est utilisée comme voie de sortie. Pour finir, la dernière possibilité demeure la probable banqueroute de l'entreprise qui arrive dans 6% des cas. Il se peut également que l'entreprise soit vendue à l'équipe managériale actuelle, via un MBO. Ceci reste un cas plus isolé.

### 1.1.1.2 Les déterminants du dynamisme du capital-investissement

Avant de passer à un univers microéconomique dans le but d'étudier l'influence du capital-investissement sur les entreprises, étudions d'abord l'influence macroéconomique du contexte institutionnel sur la dynamique du capital-investissement. En effet, le capital-investissement est à la croisée entre l'innovation, l'entrepreneuriat et la finance (*Dubocage et Rivaud-Danset, 2006*). L'innovation est représentée par la R&D, les droits de propriété et les

transferts de technologie ; l'entrepreneuriat par un écosystème favorable pour entreprendre ; et la finance par des marchés financiers robustes et de nombreux investisseurs institutionnels présents pour répondre aux besoins de financement des entreprises. Pour ces auteurs, si un pays dispose des critères énoncés plus haut, alors ce dernier dispose de caractéristiques institutionnelles favorables au développement du capital-investissement. Ils prennent l'exemple des États-Unis, les leaders en termes de montants levés et investis, pour montrer que les conditions du succès du marché résident dans de fortes dépenses en R&D du pays, un cadre propice à l'entrepreneuriat caractérisé par le « rêve américain », et des marchés financiers efficaces. *Kortum et Lerner, 1998*, ajoutent que les droits de propriété intellectuelle sont un enjeu majeur, d'autant plus pour le capital-risque. Il est nécessaire de protéger l'innovation, qui vont par la suite être vendues sous la forme de licences ou brevets à des grandes entreprises, notamment dans les biotechnologies. Ces auteurs ont montré que le taux de dépôt de brevet augmente si une entreprise est financée par capital-investissement, par rapport à une autre entreprise au financement plus classique.

C'est pour toutes les raisons énoncées plus haut que *Makino et Al, 2004*, affirment que l'effet des SCI est plus important dans les économies développées par rapport aux économies émergentes car le contexte institutionnel du rachat est différent en fonction des économies.

## **1.1.2 Comment les auteurs définissent la création de valeur ?**

### **1.1.2.1 Valeur actionnariale Vs Valeur partenariale**

*Charreaux et Desbrières, 1998*, distinguent de types de valeur : la valeur actionnariale et la valeur partenariale. Dans la littérature, la création de valeur se définit comme égale à la rente que les actionnaires et les créanciers vont recevoir. Elle représente la valeur actionnariale. Pour eux, cette définition est réductrice et incomplète car les décisions de la firme vont avoir un impact sur toutes les parties prenantes de l'entreprise, et potentiellement créer plus de valeur qu'une simple « valeur actionnariale ». En effet, la valeur partenariale représente la valeur créée pour toutes les parties prenantes. Une action de l'entreprise va produire de la valeur pour un fournisseur, mais aussi pour un client. L'entreprise verse également des salaires : cela rentre dans la définition de la valeur partenariale. Avec la valeur partenariale, on quitte ainsi l'approche moniste de la firme pour aller vers une vision pluraliste de l'entreprise, où la valeur créée pour toutes les parties prenantes est prise en compte, comme par exemple le fournisseur, le client, le personnel, les prêteurs et les actionnaires. Cependant, déterminer la valeur partenariale est bien plus complexe, voire impossible, par rapport à la valeur actionnariale.



### 1.1.2.2 La création de valeur reste définie par des métriques financières

Pour *Kaplan, 1989*, il y a création de valeur pour la firme si sa valorisation a augmenté après l'opération, c'est-à-dire la valeur de ses titres a progressé. La valeur des titres s'obtient de la façon suivante :

$$\text{Valeur des titres} = \text{Valeur d'entreprise} - \text{Dettes financières} + \text{Trésorerie}$$

Ainsi, il y a création de valeur si la variation de la valeur des titres de l'entreprise entre la date d'investissement et la date de cession est positive. Pour lui, si l'entreprise est vendue à un industriel ou si elle est introduite en bourse, les valorisations seront plus élevées par rapport à une vente à un financier. Dans ce cas, la création de valeur sera encore plus importante. *Pommet et Sattin, 2012*, ont utilisé ce principe dans leur étude. Pour ces auteurs, si les entreprises ont été introduites en bourse suite à l'opération, cela montre que l'opération a été un succès, et que la collaboration entre le dirigeant et l'investisseur a ainsi créé de la valeur.

Toujours d'après *Kaplan, 1989*, la création de valeur peut aussi s'appréhender à travers l'analyse des éléments financiers des entreprises. Si le chiffre d'affaires a augmenté, si l'EBITDA a progressé, si la marge d'EBITDA évolue positivement et si le résultat net progresse, l'auteur affirme que la SCI a créé de la valeur pour l'entreprise. Il accorde également de l'importance à différents ratios, comme par exemple les flux nets de trésorerie par rapport au chiffre d'affaires, pour analyser si l'entreprise a su générer du cash. Pour définir la création de valeur, *José Miguel Gaspard*, dans son étude de 2012, a aussi analysé la hausse du chiffre d'affaires, de l'EBE, des marges et du ROIC (Return On Invested Capital), mais il a étoffé son étude avec l'analyse des gains de productivité générés ainsi que la hausse du nombre d'employés.

### 1.1.3 Les caractéristiques d'un investissement

#### 1.1.3.1 Les critères de sélection du fonds

La phase de sélection des entreprises, en amont de l'investissement, est une étape primordiale où la SCI n'a pas le droit à l'erreur. Peu d'informations sont disponibles car l'entreprise n'est pas cotée. Pour contrer ce risque, il est important de choisir les bons critères. *Broyes et Desbrière, 2000*, ont réalisé une étude en envoyant un questionnaire aux membres de l'AFIC (anciennement France Invest) où ils ont reçu 40 réponses sur 130 questionnaires envoyés. Le faible taux de réponse permet néanmoins de tirer un consensus. En effet, le premier critère auquel s'attache les financiers en France est le business plan de l'entreprise en question. Ce critère confirme les résultats de l'étude réalisée par *MacMillan et Al, 1985*. Le business plan

recense les projections de la firme dans le futur, et présente la « structuration technique, juridique, économique et financière du projet ». Les investisseurs vont se baser sur les documents comptables audités et certifiées pour ensuite recréer le business plan des entreprises. Le but est alors de confronter le business plan élaboré par le management et celui réalisé par l'investisseur.

Le second critère déterminant, toujours avancé par ces deux études, est le CV du dirigeant. En effet, même si le fonds prend une participation dans le capital de l'entreprise, le pilier et pionnier du projet reste le dirigeant. Il est donc important que le dirigeant possède des compétences et qualités en adéquation avec le projet de développement de son entreprise. Son niveau d'expertise dans le domaine est primordial.

*Fried et Hisrich, 1984*, confirment également ces deux critères. Mais pour eux, un troisième est bien supérieur. En effet, le business plan a beau être appétant, ainsi que le CV du dirigeant, mais si le TRI (taux de rentabilité interne) n'est pas conforme aux attentes de la SCI, l'investissement n'aura pas lieu. La rentabilité du projet est cruciale. Le TRI requis dépend de la nature de la SCI. Ils différencient deux types de SCI : les SCI captives, c'est-à-dire les filiales de grandes banques ou organismes de gestion et les SCI indépendantes. Dans les SCI indépendantes, nous pouvons trouver des SCI nationales et régionales, qui ont pour but de soutenir et développer l'activité de la région. Les filiales de grandes banques exigent les TRI les plus élevés sur du capital-développement, de l'ordre de 25%. Pour les autres, le TRI se situe entre 20 et 25%. Le TRI varie en fonction des projets. Il est influencé par l'horizon d'investissement, le secteur d'activité, le marché, la liquidité ou encore le niveau d'endettement du montage.

### **1.1.3.2 Les méthodes d'évaluation utilisées**

Les méthodes d'évaluation et l'évaluation de la valeur de l'entreprise sont deux choses centrales dans la décision d'investir ou non. L'entreprise n'étant pas cotée, l'investisseur va accorder une grande importance au calcul de la valeur de l'entreprise. Pour ce faire, il existe différentes méthodes d'évaluation, dont 3 principaux groupes (*Broye et Desbrière, 2000*) :

- L'actualisation des flux futurs (Discounted Cash Flow et dividendes)
- Les méthodes comptables (méthode patrimoniale)
- Les méthodes basées sur les usages sectoriels (multiples, comparables, multiples de transactions)

A travers leur étude, ils ont trouvé qu'il existe un fort consensus pour les multiples et les multiples de transactions. Le multiple de l'EBITDA reste le plus utilisée au sein de la profession. Les méthodes d'actualisation des flux futurs sont moins sollicitées, tout comme les méthodes comptables. Néanmoins, il arrive très fréquemment que les SCI utilisent un éventail de plusieurs méthodes pour arriver à leur objectif. A l'inverse de la France, *Wright et Robbie, 1996*, ont montré qu'au Royaume Uni les SCI accordent une grande importance au multiple des bénéfices, plus qu'au multiple d'EBITDA. Concrètement, une SCI qui entre dans le capital d'une entreprise à une date N va par exemple payer 7 fois son EBITDA. En N+5 son but sera de vendre sa participation à hauteur de 9 fois l'EBITDA. Les flux estimés par la vente de leur participation vont ensuite permettre de calculer le TRI de l'opération, ainsi que les flux intermédiaires perçues durant la période de détention, qui peuvent prendre la forme de dividendes ou paiements d'intérêts dans le cadre d'obligations convertibles.

#### **1.1.4 Les rôles du capital-investisseur**

##### **1.1.4.1 Un rôle de coach et de conseiller**

Comme le compte de résultat de la SCI dépend uniquement de la performance des entreprises en portefeuille, *Davila, Foster et Gupta, 2003*, ont montré que les SCI sélectionnent des entreprises à fort potentiel de croissance avec des managers expérimentés. Ensuite, la SCI exercera un rôle de coach pour littéralement coacher les entreprises dans la réalisation des objectifs stratégiques, commerciaux et financiers. C'est principalement les directeurs de participations qui leur accordent du temps et essayent de les voir régulièrement (deux fois par mois). Ces derniers possèdent une grande expérience dans de nombreuses industries et sont capables d'endosser le rôle d'accélérateur pour l'entreprise. Pour *Sapienza, Manigrat et Vermeir, 1996*, les investisseurs ont une influence sur quatre principaux aspects : l'innovation du produit et les développements produits, le marché et les clients, le réseau, le management des hommes. Concernant l'innovation sur les produits, la SCI est en mesure de jouer un rôle de facilitateur entre les parties qui sont nécessaires à l'innovation, comme par exemple des bureaux d'études externes, des consultants, des ingénieurs qui ont déjà travaillé sur ce type de projet, ect. Ensuite, ils possèdent un regard externe sur l'entreprise, comme sur ses marchés et ses clients. Grâce à leur expérience, ils sont en mesure d'aider les entreprises à trouver sa niche. La SCI peut également mettre à disposition de l'entreprise son réseau. Son réseau proche concerne les autres entreprises en portefeuille, qui sont peut-être vectrices de synergies pour l'entreprise en question, ou leur réseau au sens plus large, qui englobe toutes les personnes que les investisseurs ont pu côtoyer au cours de leur carrière. Pour le dernier aspect, le management des hommes,

les capital-investisseurs mettent en place des politiques de rémunération basées sur les objectifs et les primes afin de motiver les collaborateurs de l'entreprise.

Mais *Barney et Al, 1996*, mettent en garde les entreprises soutenues par capital-investissement sur le fait que la SCI ne doit pas prendre trop d'importance dans la gouvernance, afin de ne pas devenir dépendant du fonds sur les quatre aspects cités plus haut. Ils insistent sur le management des dirigeants, qui doit toujours être présent. Ce n'est pas parce qu'une entreprise dispose de beaucoup de ressources, et qu'elle est suivie par un fonds, que son succès est assuré. Il est nécessaire de savoir transformer ces ressources, et cette transformation passe par les capacités managériales du dirigeant.

#### **1.1.4.2 Un expert de la finance**

Pour certains auteurs, les SCI n'interviennent uniquement sur les questions financières et non pas sur les problématiques de management. Ces auteurs tendent donc à limiter le rôle de conseiller de l'investisseur. *Stévenot, 2005*, a travaillé sur la gouvernance des entreprises françaises financées par capital-investissement en réalisant une étude qualitative sur 11 entreprises. Il en ressort que les SCI interviennent principalement sur les questions financières, notamment lors de la sortie du fonds via l'introduction en bourse, ou lorsque l'entreprise s'engage dans un processus de croissance externe. C'est lors de ces étapes clés que le fonds est plus enclin à apporter et mobiliser ses compétences financières, en termes de valorisation essentiellement, mais également sa grande expérience sur les sujets de fusions, acquisitions ou absorptions. Ainsi, les SCI vont inciter l'entreprise à entreprendre des croissances externes dans un but de création de valeur. Grâce à son réseau et son expertise, la SCI va apporter des cibles potentielles, puis va aider l'entreprise dans la valorisation et l'évaluation de l'intérêt financier de l'opération.

Étant d'abord des financiers, les investisseurs aident donc l'entreprise sur les sujets de gestion financière, car ils demeurent des experts de la finance. Néanmoins, cela présente un désavantage. En effet, ils vont de facto s'intéresser essentiellement aux chiffres et résultats financiers de l'entreprise, ce qui implique que la SCI exerce une pression sur les résultats financiers, dans une logique court-termiste. Les dirigeants interrogés avancent que le fonds cherche essentiellement la maximisation de la valeur de l'entreprise, afin qu'elle soit vendue à une valeur des titres supérieure à celle d'entrée. *Gompers, 1996*, soutient également la thèse de la logique court-termiste du fonds, propre aux financiers, qui s'oppose à la vision moyen-long terme de l'entreprise. Cette logique permet d'augmenter la valeur de l'entreprise en réduisant par exemple les dépenses de R&D, juste avant la sortie du fonds. La SCI peut également profiter

d'une tendance haussière sur les marchés pour vendre ses parts prématurément. Il entache ainsi la viabilité à long terme de l'entreprise.

## **1.2 La théorie de l'agence au centre de la relation capital-investisseur dirigeant**

### **1.2.1 Définition de la théorie de l'agence et ses prolongements**

#### **1.2.1.1 La théorie de l'agence**

Les précurseurs de la théorie de l'agence sont *Berle et Means, 1932*, qui s'intéressaient à la relation bipartite entre les dirigeants d'une entreprise et les actionnaires. Pour eux, lorsque ces deux personnes sont différentes, il y aurait une incapacité à satisfaire les intérêts des deux groupes. Mais c'est réellement *Jensen et Meckling, 1976*, qui ont popularisé cette théorie. D'après ces auteurs, une relation d'agence est « un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage(nt) une autre personne (l'agent) pour réaliser une tâche en son nom, qui implique la délégation de l'autorité en matière de prises de certaines décisions de l'agent » (p306). Cette théorie caractérise la relation entre dirigeants et actionnaires. A l'intérieur de l'entreprise, la délégation de décision à l'agent, c'est-à-dire le dirigeant, se fait dans un contexte d'information imparfaite. Toutes les organisations sont constituées d'un ensemble de contrats qui définissent les relations entre les acteurs. Dans ce contrat, il est inscrit que le but d'une entreprise consiste en la maximisation du profit pour l'actionnaire. En échange l'agent reçoit un salaire. Ainsi, dès le départ, il existe une divergence d'intérêts. En effet, l'actionnaire veut rentabiliser au maximum son investissement, son capital, tandis que le dirigeant est prêt à prendre plus de risques étant donné que le capital ne lui appartient pas, dans le but de recevoir les bénéfices de son action. Trois fonctions existent :

- La fonction de décision : le principal décide des finalités, l'agent va décider des actions à mener.
- La fonction de contrôle : le principal va contrôler les actions et la performance finale.
- La fonction risque : le principal risque son capital, l'agent risque ses compétences.

Des coûts d'agence en résultent, qui ont pour but d'augmenter l'efficacité de l'entreprise dans un contexte d'information imparfaite, si ces coûts sont maîtrisés. *Jensen et Meckling* font référence à l'optimum de Pareto pour les définir. Ils représentent l'écart entre la solution mise en place et la solution idéale, qui correspondrait à une situation où les coûts d'agence seraient nuls. Parmi ces coûts d'agence, il y a :

- Les coûts de surveillance : coûts supportés par le principal. Ils sont liés à la surveillance de l'agent.

- Les coûts d'obligation : des coûts supportés par l'agent comme par exemple la publication de résultats mensuels pour tenir le principal informé.

L'entreprise qui saura réduire ces coûts sera celle qui perdurera. L'agent veut donc garder un certain pouvoir décisionnel sur ses actions, qu'il possède grâce aux informations dont il dispose. Il en résulte ainsi une asymétrie d'information, volontaire ou non, car l'agent connaît mieux la vie de l'entreprise. L'entreprise n'est donc pas un acteur unique, il exige une divergence d'intérêts entre l'actionnaire et le dirigeant. Les coûts d'agence sont nécessaires pour rééquilibrer ces différences.

### **1.2.1.2 Les prolongements de la théorie**

*Dubocage et Rivaud-Danset, 2006*, ont popularisé le modèle de certification. Pour ces auteurs, la SCI résout le problème d'asymétrie d'information entre l'entreprise et l'investisseur institutionnel, à savoir les banques, car la sélection de l'entreprise fournit un signal de fiabilité et de confiance aux banques. Cette sélection va envoyer un signal positif au marché sur la santé et la performance de l'entreprise, et ainsi réduire l'asymétrie d'information : si une entreprise a été choisie par un fonds de capital-investissement cela démontre ses capacités à générer des profits. Mais il est plus compliqué de contourner le problème d'asymétrie d'information entre l'investisseur et le dirigeant, car le principal ne peut pas connaître le niveau d'engagement et d'effort de l'agent. Il peut en résulter une divergence d'intérêts importante, dans le cas où les ambitions personnelles du dirigeant peuvent passer avant les intérêts du fonds.

Pour *Wright et Robbie, 1988*, il existe un moyen pour le fonds de contrer cette asymétrie informationnelle : ce dernier doit s'impliquer dans les décisions de l'entreprise. En effet, cette implication lui permettra d'être tenu informé des avancées de l'entreprise, des problèmes qu'elle rencontre ou encore des besoins qu'elle a. Ils expliquent qu'en capital-investissement, les investisseurs sont beaucoup plus proches des dirigeants, et essaient de se rencontrer deux fois par mois, hors comité de direction, de manière plus informelle, pour discuter librement. Ils avancent que la performance du capital-investissement est améliorée par cette proximité entre l'actionnaire et le dirigeant, et l'intervention dans la prise de décision. Pour lui, cette proximité booste la performance. Il met en opposition au capital-investissement les sociétés cotées avec un actionnariat dispersé, où dans ce type d'entreprise les actionnaires ne vont pas chercher l'information sur la santé de l'entreprise, et les potentielles voies pour l'aider à booster sa performance.

Mais, pour *Akerlof, 1970*, une des parties détient toujours une information privée, c'est-à-dire une information supplémentaire par rapport à une tierce partie. Cela se fait notamment le plus ressentir lors des émissions d'actions des dirigeants, dans le cas où la SCI rachète ces actions. Le dirigeant dispose d'informations supplémentaires quant à la valeur de son entreprise, et il aura ainsi tendance à surévaluer la valeur de sa firme pour ne pas léser l'actionnariat actuel. Il est donc difficile de contrer cette asymétrie d'information. Mais via un système de gouvernance efficace, la SCI est en mesure de la réduire.

### **1.2.2 La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement ...**

Pour limiter ces problèmes d'agence, il semblerait qu'il existe un modèle type de gouvernance pour les entreprises financées par capital-investissement. Dans la plupart des cas, c'est la SCI qui va être l'initiatrice de ce mode de gouvernance particulier.

La gouvernance d'entreprise peut se définir comme « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » (*Charreaux, 1997*). *Charreaux, 2003*, souligne qu'il est important qu'il y ait une relation personnelle entre le capital-investisseur et le dirigeant, ce qui favorisera l'échange et la collaboration commune. Cet échange et cette collaboration seront des piliers pour créer un avantage concurrentiel pérenne qui dopera la création de valeur. L'enjeu de la relation devient l'échange. Mais concrètement, comment créer un cadre pérenne pour l'échange ?

*Jensen et Murphy, 1990*, avancent que le capital-investissement apporte une meilleure forme organisationnelle aux entreprises soutenues. Ils ont réalisé une étude sur 43 investissements, et ont noté que dans la plupart des cas les capital-investisseurs mettent en place un conseil d'administration, mais avec des caractéristiques différentes que ceux des entreprises cotées. Les conseils d'administration sont par exemple plus petits (entre 6 et 8 membres) et ils se rencontrent plus souvent (12 réunions formelles par an en ajoutant des réunions informelles tout au long de l'année). Cela permet de créer des liens de proximité propice à l'échange, et donc à la création de valeur, comme l'avance *Charreaux*. Les dirigeants et les actionnaires oseront se dire les choses plus directement et plus franchement. De plus, cela permet d'entreprendre tout de suite des mesures correctives si les résultats divergent par rapport aux estimations du business plan faites pendant la phase de pré-investissement. Si l'entreprise ne souhaite pas implémenter un conseil d'administration ou un conseil de surveillance, la SCI lui proposera de créer un comité d'actionnaires. Ce dernier, comme son nom l'indique, rassemble



tous les actionnaires de l'entreprise. Lors de ces comités, qui se tiennent généralement une fois par trimestre, le dirigeant présente les résultats financiers et les points stratégiques à discuter avec le fonds. La mise en place des comités d'actionnaires requiert une charge de travail moins importante, et des obligations juridiques plus souples. Le périmètre de ces comités est défini contractuellement dans le pacte d'actionnaire entre le fonds et le dirigeant.

Sur l'aspect de la motivation des dirigeants, qui est également un élément très important pour réduire les coûts d'agence, les SCI motive les principaux dirigeants de l'entreprise avec des plans d'intéressement via notamment des stock-options, ou bien ils peuvent demander au management d'investir une partie de leur patrimoine directement dans l'entreprise (*Dubocage et Rivaud-Danset, 2006 ; Jensen 1989*). C'est notamment l'objet de la théorie des signaux. Elle permet d'évaluer la motivation de l'entrepreneur qui va dépendre des signaux qu'il va émettre lors de la signature du contrat. Un signal peut par exemple être le montant des fonds propres personnel qu'il va apporter dans l'opération. Concernant les stock-options, et grâce à son étude, *Jensen* a montré qu'en moyenne le directeur général reçoit 5,4% des actions de l'entreprise, et l'équipe dirigeante se partage 16%. De plus, le fort niveau de dette associé à l'opération met la pression sur l'équipe dirigeante pour atteindre les objectifs fixés dans le business plan.

### **1.2.3 ... Qui est à l'origine de nombreux conflits**

#### **1.2.3.1 Les conflits sociocognitifs**

Le système de gouvernance des entreprises soutenues par capital-investissement a beau essayer de limiter l'asymétrie d'information et les coûts d'agence, mais il est toujours probable que des conflits viennent entacher la relation et menacer la création de valeur.

*Anne Guéry Stévénot, 2006*, a réalisé une étude qualitative sur les conflits entre les investisseurs et les dirigeants. Elle a choisi de réaliser deux questionnaires : un premier à destination des fonds et un second pour des PME soutenues par capital-investissement. Deux fonds régionaux et deux fonds nationaux ont été interrogés. Une dizaine de PME, toutes appartenant au secteur industriel, ont été mobilisées. Elle note tout d'abord que l'implication du fonds se limite aux questions financières et à la problématique de rémunération des cadres. Son manque d'expertise limite son intervention aux autres domaines. Le premier facteur de conflit apparaît lorsque des idées incompatibles sont proposées au sein d'un groupe : la méfiance du dirigeant vis-à-vis du fonds devient le premier signe de potentiels conflits. Puis, la plupart des dirigeants estiment que les premières tensions apparaissent quand les résultats financiers se dégradent, et laisse ensuite place à « un effet boule de neige » : l'investisseur

devient plus présent et exerce davantage de pression sur le dirigeant. La structure de gouvernance a également vocation à être modifiée. Un conseil d'administration avec un directoire est mis en place, adossé à un conseil de surveillance. C'est lorsque les résultats financiers ne sont pas en lien avec le business plan que la logique court-termiste du fonds prend le dessus. Elle note que cela est encore plus présent pour les investisseurs nationaux, où leur but sera de diluer l'actionnariat actuel, et verront même cette baisse de résultat comme un moyen d'y parvenir.

*Livian, 1987*, définit quant à lui les moments où les conflits sont les plus intenses durant l'investissement. Un premier conflit survient lors de la phase de pré-investissement concernant la stratégie et le calendrier de l'opération, notamment la date de sortie du fonds. En effet, l'investisseur voudra influencer la stratégie de l'entreprise de sorte à ce qu'elle crée un maximum de valeur juste avant la sortie du fonds. Il en vient ainsi la seconde phase où les conflits sont les plus importants : le moment où la SCI sort du capital. Les intérêts divergent souvent à ce stade-là concernant la valorisation de l'entreprise, où le dirigeant n'intervient pas. La SCI préférera vendre au plus offrant, même si les probables gains pour le dirigeant ou les probables synergies seront moindres.

*Gompers, 1996*, suit également cette thèse, et a démontré après une étude qualitative réalisée auprès d'une vingtaine de PME que les conflits arrivent à leur paroxysme lors de la sortie du fonds. C'est quelques mois précédant la phase de sortie que la logique court-termiste du fonds prévaut sur la stratégie à moyen et long terme du dirigeant. Le but est alors d'augmenter la valeur de l'entreprise en réduisant les dépenses d'investissement, dont principalement les dépenses en R&D. La SCI peut également profiter d'une tendance haussière sur le marché des actions pour vendre sa participation plus tôt que prévu.

### **1.2.3.2 La réactance psychologique**

Un autre type de conflit est avancé par *Anne Guéry Stévenot, 2006* : elle le prénomme la réactance psychologique, qui peut se définir comme les relations de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants. Elle a observé que la réactance psychologique est une des principales sources de conflit. Elle l'a défini comme un mécanisme de défense mise en œuvre par l'homme qui essaye de préserver sa liberté d'action lorsque celle-ci est menacée. En effet, lorsqu'une SCI entre au capital, le dirigeant sait que son pouvoir et sa capacité décisionnelle se diluent, tout comme son actionnariat. Il perd son indépendance. Dès lors, il essaye d'affirmer encore plus son pouvoir. Un « combat de coq » s'enclenche donc, où chaque partie voudra affirmer ses idées et les imposer à l'autre. Ce conflit menace la collaboration entre le dirigeant

et l'actionnaire, et entachera par la suite la création de valeur. L'auteur a également remarqué que beaucoup de dirigeants constatent un conflit identitaire. Ces derniers ne se sentent pas appartenir au même monde qu'aux financiers, qui sortent des meilleures écoles et parlent un langage différent du leur. Ils ne souhaitent pas faire partis de ce monde, qu'ils jugent élitistes, et préfèrent se rapprocher de dirigeants plutôt que de financiers. C'est ce sentiment qui alimente d'autant plus la réactance psychologique. Le dirigeant veut prouver aux investisseurs qu'il est tout à fait capable de prendre des décisions seules et gouverner son entreprise de façon autonome.

Le conflit engendre ainsi une relation moins productive entre capital-investisseurs et dirigeants. S'il est poussé à l'extrême, le conflit peut même remettre en cause la relation. Si la SCI est majoritaire, elle en viendra à demander le remplacement du dirigeant, et si elle est minoritaire, elle décidera de vendre prématurément ses parts. Dans les deux cas, la collaboration sera inachevée et les potentiels de croissance de l'entreprise non atteint. Dès lors, existe-t-il des moyens pour résoudre ces conflits ?

## **1.3 Comment résoudre ces conflits qui freinent la création de valeur ?**

### **1.3.1 La théorie de la confiance**

#### **1.3.1.1 Le rôle de la confiance**

*Fukuyama, 1995*, a apporté une définition complète de la confiance, qui a servi de base pour les travaux d'autres chercheurs. Il définit la confiance comme suit : « La confiance représente les attentes qui se constituent, à l'intérieur d'une communauté régie par un comportement régulier, honnête et coopératif, fondé sur des normes habituellement partagées, de la part des autres membres de cette communauté ». La confiance s'apparente donc à la capacité à coopérer. Nous accordons davantage notre confiance si nous partageons des valeurs communes, plutôt que de suivre des règles dictées.

*Charreaux, 1998*, a cherché à montrer le lien entre la confiance et la création de valeur. En s'appuyant sur la définition de *Fukuyama*, il explique le principe de double relation, de relation bipartite, qu'implique la confiance. La confiance ne peut pas être imposée par la hiérarchie ou une autorité extérieure. C'est un mécanisme endogène qui doit se développer entre deux personnes. Le mécanisme de confiance doit être spontané. Il présente également un caractère informel. *Charreaux* a trouvé que plusieurs rôles lui sont conférés dans la création de valeur. En effet, la confiance permet dans un premier temps de réduire les coûts liés au contrôle, avec les banques, les actionnaires, les salariés et les partenaires commerciaux. Pour l'exemple des salariés, la confiance engendre une baisse des coûts de la main d'œuvre car moins de contrôles sont nécessaires. Ensuite, la confiance rend les dirigeants plus libres, plus enclins à innover. Il appelle cela « l'élargissement de l'espace discrétionnaire des dirigeants ». Pour lui le contrôle est un frein à l'innovation des dirigeants, tout comme celle des salariés. Ces derniers se sentiront moins enclins à proposer leurs idées dans un climat de contrôle. Le rôle final de la confiance est donc de réduire les coûts d'agence, comme le démontrent ces exemples.

*Charreaux et Desbrières, 1998*, ont également montré que la confiance est un élément, une variable de la valeur partenariale. Pour eux, la valeur créée dans une entreprise ne peut pas se résumer à la valeur actionnariale, mais doit être élargie à la valeur partenariale. Dans la littérature classique la création de valeur se définit comme égale à la rente que les actionnaires et créanciers vont recevoir, qui représente la valeur actionnariale. Cette approche est incomplète car les décisions de la firme vont également avoir un impact sur ses parties prenantes. On quitte donc l'approche moniste de la firme pour aller vers une vision pluraliste de l'entreprise, où la valeur créée pour toutes les parties prenantes est prise en compte, comme par exemple le

fournisseur, le client, le personnel, les prêteurs et les actionnaires. La confiance constitue le socle commun, le facteur clé de succès de ce modèle. La firme a besoin d'avoir confiance en ses fournisseurs sur la qualité des matières ou produits, le délai de livraison ou encore le respect des quantités. La confiance est nécessaire à la création de valeur partenariale.

### **1.3.1.2 Les conséquences de la confiance sur la relation capital-investisseur dirigeant**

Une hypothèse évidente serait que la confiance entre le capital-investisseur et le dirigeant a une conséquence positive sur la performance de l'entreprise. *Bonnet, 2005*, a réalisé une étude pour tenter de valider cette hypothèse en envoyant des questionnaires à des fonds d'investissement. Elle a reçu 93 réponses. Elle définit la confiance par le fait que plus A considère que B tiendra ses engagements, plus A fait confiance à B. L'auteur a constaté à travers l'analyse des réponses que la confiance va permettre de résoudre les conflits et aura une conséquence positive sur la performance de la firme. La confiance va améliorer la coopération entre les deux parties, qui induit un meilleur échange d'informations. Elle va réduire les coûts de transaction. Les capital-investisseurs ont tous un niveau de confiance élevé dans les dirigeants (*Sapienza et Koorsgard, 1996*), car dans le cas contraire ils n'investissent pas. Plus la confiance est forte, et plus la qualité du reporting entre les fonds et le dirigeant est accrue. *Bonnet* a également constaté que plus la confiance est grande, plus la norme d'effort est élevée, c'est-à-dire que le dirigeant fournira un travail plus intense pour satisfaire les objectifs. *Wicks et Al, 1999*, ont aussi réalisé une étude qualitative pour analyser la confiance entre la SCI et le dirigeant. Les conclusions de *Bonnet* rejoignent celles de *Wicks et Al* : les bénéfices de la confiance résident principalement dans une amélioration de la coopération, un dirigeant plus disponible lorsque le fonds a des questions, et un meilleur échange d'informations entre ces deux parties. De plus, le dirigeant aura tendance à plus impliquer le capital-investisseur dans les décisions stratégiques de l'entreprise car il attachera de l'importance à son avis.

*Bonnet, 2005*, note cependant une variable importante à maîtriser qui est la fréquence des échanges et leur qualité. La relation de confiance se crée au travers de rendez-vous formels tout comme des rendez-vous informels. Il n'existe pas de règle d'or quant au nombre de rencontres mensuels ou annuels, mais l'auteur note que les dirigeants qui considèrent avoir un fort niveau de confiance entre eux et les investisseurs se rencontrent généralement deux fois par mois. Quant à la qualité des échanges, plus le capital-investisseur apportera des solutions à l'entreprise, plus l'entreprise lui fera confiance.

*Stévenot, 2006*, a réalisé une étude qualitative en interrogeant des SCI pour essayer de savoir quoi faire si la confiance est rompue entre le fonds et le dirigeant. Elle a constaté que le

seul moyen de renouer la confiance entre l'investisseur et le dirigeant est de revenir aux bases du contrat, c'est-à-dire le pacte d'autonomie et le pacte d'actionnaires, qui détaillent les conditions de la relation. Il est nécessaire de revenir aux bases dans un premier temps pour ensuite consolider sur cela pour se rencontrer à nouveau plus souvent.

### **1.3.1.3 Les effets pervers adossés à la confiance**

*Charreaux, 1998*, a également travaillé sur les effets pervers de la confiance dans son modèle de valeur partenariale, et avance qu'il y a des coûts qui sont associés au mécanisme de confiance, alors qu'au départ, le but de la confiance est de réduire les coûts d'agence. Il cite comme exemple le dirigeant qui essaye de cacher l'information, de la retarder ou la manipuler, dans le but de maintenir le niveau de confiance qu'il a développé avec le capital-investisseur. Puis, étant donné que les systèmes de gouvernance basés sur la confiance ont un caractère informel, l'évaluation du dirigeant est moins fréquente. *Wicks et Al, 1999*, rejoignent cette idée et mettent en garde les SCI. En effet, pour ces auteurs, il y a un risque élevé associé à la confiance car le dirigeant aura tendance à saisir des comportements opportunistes, qui seront perçus trop tardivement par la SCI à cause du fort niveau de confiance dans le dirigeant. Cette sur confiance impactera donc de façon négative la relation entre le dirigeant et le capital-investisseur, puis par la suite les résultats de l'entreprise.

*Zacharakis et Shepherd 2001*, ont travaillé sur la sur confiance en capital-investissement. Elle peut se décrire comme la tendance à sur estimer la probabilité qu'une chose arrive. Cela affecte les probabilités de jugement. Ils ont trouvé que la plupart des SCI sont en sur confiance. En effet, les SCI sur estiment la probabilité de réussite de l'investissement (96% des 51 sociétés qui ont participé à l'étude). Cette sur confiance aura tendance à mener la SCI vers des mauvaises décisions, étant aveuglées par cette relation idyllique. Souvent, plus il y a des informations disponibles sur l'entreprise plus la SCI pense prendre la meilleure décision. Or, c'est cette multitude d'information qui peut mener le fonds vers une mauvaise décision d'investissement.

### **1.3.2 Le contrôle du dirigeant**

Le contrôle du dirigeant représente un autre moyen pour empêcher les conflits. A travers son étude qualitative, *Stévenot, 2005*, nous montre que le contrôle du dirigeant s'effectue via le conseil d'administration, qui est plus actif et se rencontre plus souvent si l'entreprise est soutenue par une SCI (*Baker et Gompers, 1999*). La surveillance se fait par le droit de siéger au conseil d'administration et le droit de vote. Le reporting mensuel fait par le dirigeant pour le fonds constitue un autre moyen de contrôle. Mais le moyen de contrôle le plus efficace reste

l'aspect financier et le montage de l'opération, notamment sur la partie rémunération du dirigeant. En effet, la SCI peut jouer sur sa part détenue dans le capital en lui allouant des actions supplémentaires en cas de bonnes performances de l'entreprise. La SCI peut également demander aux managers d'investir personnellement dans l'entreprise. Cela permet d'exercer un contrôle d'un point de vue financier et mettre le fonds en position de force : la rémunération du dirigeant augmente s'il a été performant.

Le financement par étape, ou l'investissement séquentiel (*Sahlman, 1990*) constitue un autre moyen de contrôle. Il se définit comme la participation au prochain tour de table, seulement si le précédent a été fructueux. Dans son étude réalisée entre 1980 et 1988, il a montré que l'investissement séquentiel est un type d'investissement prisé par les SCI. 2/3 des investissements pour un fonds représentent un investissement séquentiel, contre 1/3 pour des nouveaux investissements (entreprise qui n'était pas présente dans le portefeuille du fonds). Ces engagements sont écrits dans le pacte d'actionnaires ou peuvent faire l'objet d'un contrat. Le fonds réinvestit si les garanties sont remplies. Ces garanties peuvent être des garanties formelles comme un montant d'EBITDA fixé à l'avance et/ou un montant de dividendes versé ; ou bien un aspect plus informel : si l'investisseur a un avis positif sur le dirigeant, à l'égard de la première opération, un réinvestissement peut s'envisager. Dans le cas d'une entreprise de commerce électronique, la SCI financera d'abord lors du premier tour de table la campagne de communication pour voir les retours. Dans la biotechnologie, le fonds investira d'abord dans des scientifiques reconnus (*Dubocage et Rivaud-Danset, 2006*). Le but est donc de structurer l'investissement en différentes étapes.

*Gorman et Sahlman, 1989*, ont trouvé via une étude qualitative auprès de SCI que les associés senior passent plus de 60% de leur temps dans les activités post-investissement auprès du dirigeant pour aider les entreprises dans le financement, la stratégie ou sur l'aspect opérationnel. Passer 60% de son temps avec les dirigeants permet in fine de les « contrôler ».

### **1.3.3 La théorie du contrat ou pacte d'actionnaire**

#### **1.3.3.1 Les contrats pour réduire les coûts d'agence**

Le précurseur de la théorie des contrats est *Sahlman, 1990*. Il est le premier à avoir travaillé sur les contrats comme un outil pour réduire les coûts d'agence. Dans la relation capital-investisseur dirigeant, on sait que la SCI va fournir l'effort maximal car une partie des bénéfices lui revient, et la rentabilité du fonds dépend uniquement de la performance de ses entreprises. Mais pour être sûr que l'entreprise fournira de son côté un effort maximal, le contrat,

ou pacte d'actionnaires, est un outil efficace. Un bon contrat est un contrat qui mêle incitation / surveillance / sanction. L'incitation se traduit par un mécanisme de compensation efficace en fonction des résultats, la surveillance se fait via un reporting mensuel et obligatoire, et les sanctions sont appliquées si les résultats ne sont pas à la hauteur de ce qui avait été prévu initialement dans le contrat.

*Aghion et Bolton, 1992*, ont étudié ces contrats. Ils ont remarqué que lorsque la capacité de financement externe du projet augmente, c'est-à-dire plus la profitabilité est haute et donc plus bas sont les conflits d'intérêts, le dirigeant possède une liberté d'exécution et aucun contrôle n'est exercé sur lui. Mais lorsque les problèmes d'agence et les contraintes financières augmentent, le contrôle passent du dirigeant au capital-investisseur. Le dirigeant ne pourra plus exercer librement ses fonctions. Toutes les décisions devront être prises en commun accord avec le capital-investisseur.

Mais ce sont réellement *Kaplan et Stromberg, 2003*, qui ont étudié le contenu en détail de ces contrats, avec une analyse plus approfondie. Ils se sont procurés 213 contrats, représentant 213 investissements réalisés par 14 fonds d'investissement. Ils partent du même principe : ces contrats ont pour but de réduire les coûts d'agence. Mais comment y parvenir ? Trois paramètres principaux sont définis dans ces contrats : les droits sur les flux de trésorerie, les droits de vote et les droits de contrôle du conseil d'administration. Les droits sont alloués de sorte que si l'entreprise est en mauvaise posture le fonds obtient le contrôle absolu du comité de direction. Si les performances s'améliorent, le fonds activera ses droits sur les flux de trésorerie et renoncera à ses droits de contrôle, pour redonner le contrôle du comité de direction ou conseil d'administration au dirigeant. Tout dépend des performances financières et non financières de l'entreprise, définies au préalable dans le contrat. Concernant les droits sur les flux de trésorerie, *Kaplan et Stromberg* les désignent comme « le contrat de motivation optimal ». Les capital-investisseurs s'assurent que le dirigeant fasse assez d'efforts en faisant varier sa rémunération en fonction des cash-flow. C'est également le moyen de faire un premier tri entre les dirigeants. En effet, seuls les bons dirigeants vont accepter ces contrats, car ils savent qu'ils sont en mesure d'atteindre les niveaux de cash-flow demandés. En général la SCI perçoit 50% des flux nets de trésorerie.

Concernant le conseil d'administration, ses missions sont d'embaucher le top management, les évaluer et les licencier si besoin. Il doit également ratifier les principales décisions stratégiques. Les fonds possèdent la majorité des droits de vote dans 25% des cas, le fondateur dans 14% des



cas et aucun des deux dans 61% des cas. La part des droits de vote augmente lorsque les résultats financiers se dégradent.

De nombreuses clauses sont également ajoutées. Une des plus utilisées est la clause de « vesting period » : le dirigeant doit rester un certain temps dans l'entreprise afin de toucher ses stock-options, et il ne doit pas partir chez un concurrent. Les clauses de « vested shares » sont des clauses clés dans les contrats. Ce sont des actions dont la valeur augmente en fonction du temps passé dans l'entreprise. Les clauses de sorties occupent également une part prépondérante de ces contrats.

Ces trois études se rejoignent donc toutes : plus les performances financières se dégradent et plus les droits de contrôle sur la gestion de l'entreprise augmentent.

### **1.3.3.2 Les obligations convertibles comme outil de ces contrats**

Les obligations convertibles sont les instruments financiers les plus utilisés dans les opérations de capital-investissement, après bien entendu les actions (*Kaplan et Stromberg, 2003*). Sur les 213 investissements étudiés, 204 ont eu recours aux actions plus des obligations convertibles. L'obligation convertible est un titre de créance convertible en actions. Le souscripteur paye ce titre et reçoit en contrepartie un intérêt. Le ratio de conversion est fixé au préalable. Le souscripteur a le droit, et non l'obligation, de convertir ses obligations en actions à la fin de la période de détention. Seul le fonds décide s'il veut devenir actionnaire de la société. L'émetteur dispose d'un premier avantage : étant donné que les obligations sont rattachées à des actions, le taux d'intérêt payé par l'émetteur est plus faible. Ensuite, les obligations convertibles donnent le maximum de garanties aux deux parties (*Biais et Casmetta, 1999*). En effet, les obligations sont converties en actions seulement si les performances de l'entreprise correspondent aux attentes fixées par la SCI. Le dirigeant sera donc incité à fournir un effort maximal, pour éviter de payer la prime de non conversion, dans le cas où les résultats sont en-dessous des attentes. Cela incite également le capital-investisseur à être plus impliqué dans la relation et assurer son rôle de soutien à l'entreprise pour que ses titres de créances soient convertis en actions à la fin de la période de détention. Mais, pendant la période de détention des obligations, le risque n'est pas supporté par le capital-investisseur, ce qui représente un grand avantage. Cela permet d'avoir une rémunération récurrente avec un risque limité. Les taux d'intérêts pratiqués sur le marché sont de 6 à 7% en nominal et 7 à 8% pour la prime de non conversion.

Ensuite, les obligations convertibles permettent de contrer le problème de valorisation pour les entreprises (*Dubocage et Rivaud-Danset, 2006*). En effet, une entreprise dont la valeur est supposée augmenter de façon exponentielle dans les 4-5 années à venir a tout avantage à fixer sa valeur à l'horizon 4-5 ans, et non au moment de l'émission des obligations convertibles. Elles permettent ainsi de contrer le premier conflit entre capital-investisseur et dirigeant qui est susceptible d'arriver lors des négociations sur la valorisation, et de rapprocher leurs intérêts communs.

## **1.4 Quelles sont les stratégies des sociétés de capital-investissement pour augmenter la performance des firmes ?**

### **1.4.1 La syndication**

*Brander et Al, 2002*, définissent la syndication comme le partage d'un financement avec plusieurs SCI. Plusieurs investisseurs participent à un même tour de table. Le but étant de réduire le risque d'un investissement avec une exposition partielle du fonds. L'idée est que la double ou triple expertise, apportée respectivement par le nombre de fonds présents au capital, améliorera la performance globale. Plus l'investissement est syndiqué et plus le risque est syndiqué (*Desbrières, 2001*). La même démarche est adoptée lors des tours de table suivants. *Brander et Al* ont réalisé une étude aux Etats-Unis sur 393 entreprises financées par capital-investissement. Leurs travaux ont confirmé l'hypothèse que les firmes soutenues par plusieurs SCI dégagent de meilleures performances financières et opérationnelles.

En se basant sur cette étude, *Pommet et Sattin, 2012*, ont constitué un échantillon d'entreprises européennes. Les auteurs ont observé 8 940 entreprises financées par capital-investissement, en les classant de la manière suivante :

- Un premier groupe regroupant les entreprises ayant fait faillite
- Un second groupe pour les entreprises toujours en activité
- Un troisième pour les entreprises en activité mais qui sont aujourd'hui introduites en bourse ou fusionnées/acquises par une autre entreprise.

Ils admettent qu'une sortie par introduction en bourse ou une fusion/acquisition représente un niveau de rentabilité élevé de l'entreprise. Les auteurs ont ainsi remarqué que plus il y a de fonds partenaires dans l'opération et plus grande est la probabilité d'une introduction en bourse ou une fusion/acquisition. L'âge du fonds n'a pas d'impact sur le succès ou non de l'investissement, mais, par contre, plus l'entreprise est âgée et plus elle a de chances d'être introduite en bourse. *Pommet et Sattin* rejoignent donc *Brander et Al* sur le fait que plus l'investissement est syndiqué et plus la performance de l'entreprise est élevée. En général, deux à quatre fonds participant à l'opération est un nombre optimal de financeurs.

## **1.4.2 La spécialisation**

### **1.4.2.1 Comment la spécialisation améliore la performance ?**

Pour *Norton et Tenenbaum, 1992*, une SCI est spécialisée dans un secteur particulier si ses investissements sont concentrés dans ce secteur, via des véhicules d'investissement spécialisés. Par exemple, la SCI disposera d'un fonds tourisme qui a vocation à investir dans des entreprises hôtelières, des agences de voyage, des compagnies de croisières, ect. Le but est de créer des synergies entre les entreprises en portefeuille, et également d'apporter une expertise technique dans un secteur en particulier. Par exemple, si le fonds possède d'un côté des groupes hôteliers en portefeuille, et de l'autre une entreprise proposant des services de digitalisation des réservations, ces deux types d'entreprises peuvent être mises en relation par la SCI dans le but d'une création de valeur commune, sans qu'il y ait un rachat ou une fusion/acquisition.

Si le fonds est spécialisé, ce dernier est également en mesure de mieux contrôler les actions de la firme, et de s'impliquer plus durement dans la gestion de celle-ci (*Gupta et Sapienza, 1992*). En effet, le capital-investisseur disposera d'une légitimité auprès du dirigeant, qui lui accordera davantage sa confiance, et le laissera s'immiscer plus facilement dans la gestion de son entreprise. Cependant, seules les grandes sociétés de gestion nationales voire internationales sont en mesure de proposer des véhicules d'investissement sectorisés, car il est plus difficile de lever des fonds auprès d'investisseurs en leur présentant uniquement une stratégie d'investissement fondée sur un seul et même secteur. En effet, le risque pesant sur la performance du fonds est plus bien élevé, les investissements étant concentrés sur un secteur.

### **1.4.2.2 Accentue-t-elle réellement la performance des firmes ?**

Dans leur étude sur 8 940 entreprises européennes observées, *Pommet et Satin, 2012*, ont trouvé qu'il est difficile de prouver un lien de causalité entre la spécialisation du fonds et la performance des firmes. Ce lien est ambiguë, et difficilement quantifiable. Des entreprises ont fait faillite bien qu'elles aient été soutenues par une SCI spécialisée, même si cette proportion reste faible (7%). Et ce n'est pas parce qu'une entreprise a été soutenue par un fonds spécialisé qu'elle a plus de chances d'être introduite en bourse ou fusionnée/absorbée. Néanmoins, il manque ici d'autres études qui pourraient potentiellement infirmer ou confirmer cette thèse.

## **1.4.3 La sélection Vs l'addition de valeur**

*Kaplan et Stromberg 2009*, distinguent deux autres types de stratégies d'investissement concernant les fonds : la stratégie de sélection et la stratégie d'addition de valeur. Concernant la stratégie de sélection, la SCI va choisir une cible à fort potentiel, disons A, qu'elle va pouvoir

revendre dans un horizon plutôt court (2-3 ans), dans le but de réaliser une plus-value sur la cession. La SCI s'impliquera moins dans la gestion car elle sait que compte tenu des potentiels du marché et de l'entreprise, avec son dirigeant actuel, la plus-value est quasiment assurée à la sortie. Pour la stratégie de création de valeur, l'entreprise ciblée réalise des performances moins impressionnantes que A, mais le fonds abordera cet investissement avec un horizon plus long (5-7 ans), pour lui apporter un soutien et un développement tout au long du projet, car la SCI connaît néanmoins le potentiel de cette entreprise. La stratégie d'addition de valeur est une stratégie de création de valeur par le fonds et pour l'entreprise. *Kaplan et Stromberg* ont estimé qu'entre 1970 et 2007 les SCI ont effectué plus de 17 000 rachats avec une valeur d'entreprise totale estimée à plus de 3,6 trillions de dollars. Ces chiffres leur ont permis de créer une base de données de plus de 6 950 rachats réalisés par 255 SCI entre 1973 et 2008, regroupant 77 pays. Ils ont essayé d'analyser les stratégies de ces fonds. Ces auteurs ont noté que les stratégies d'addition de valeur sont majoritairement utilisées par les sociétés de gestion, loin devant les stratégies de sélection. En effet, au vu de la concurrence et la pression exercée par les autres SCI, une entreprise à fort potentielle et sans un réel suivi ne reste pas longtemps sans fonds dans son capital, ces opportunités-là étant plutôt rares. Néanmoins, ils ont noté que cette stratégie est surtout utilisée pour des investissements dans des entreprises des économies développées. La proportion d'utilisation de stratégies de sélection augmente si les entreprises se situent dans des économies émergentes. C'est également en période de baisse de l'économie que les fonds ont le plus recours aux stratégies d'addition de valeur, et que l'effet de la SCI sur l'entreprise se fait le plus sentir pour essayer de maintenir le TRI requis en mettant en place des stratégies plus radicales, comme par exemple des suppressions d'emplois ou des délocalisations.

*Castellaneta et Gottschlag 2016*, confirment les conclusions de *Kaplan et Stromberg* dans leur étude de 2016, et constatent un effet significatif des firmes de capital-investissement sur la performance des firmes, notamment via les stratégies d'addition de valeur. Ils remarquent que plus l'investissement est long et plus l'effet de la SCI est important, ce qui induit une meilleure performance de la firme. Les auteurs ont aussi remarqué que l'effet de la SCI sera plus important dans les économies développées par rapport aux économies émergentes, même si un investissement dans une économie émergente reste rentable.

#### **1.4.4 La théorie du prospect**

La théorie du prospect a été publiée par *Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996*, dans une étude qui cherchait à montrer la valeur ajoutée des SCI sur les entreprises dans quatre pays, à savoir la France, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et les Etats-Unis. Pour ces auteurs, une autre

stratégie que les SCI peuvent utiliser est la théorie du prospect. Cette stratégie repose sur les entreprises winner du portefeuille, c'est-à-dire les entreprises qui surperforment par rapport aux prévisions du business plan. L'idée est que les SCI se concentrent davantage et apportent plus d'attention à ces entreprises-là. Quand les SCI anticipent des revenus élevés pour des entreprises, ils vont faire le maximum pour sécuriser ces revenus. Comment y parviennent-ils ? Les auteurs ont envoyé au préalable des questionnaires aux dirigeants et SCI, puis ont complété l'analyse par des entretiens. Ils ont reçu un taux de réponse très satisfaisant (80%). Contrairement à ce qu'on peut attendre, ces auteurs ont trouvé que les capital-investisseurs avec plus d'expérience interagissent plus fréquemment avec les dirigeants d'entreprise, et leur implication apporte ainsi plus de valeur aux entreprises. Tout repose sur la fréquence des rendez-vous, et leur qualité. Le présentiel est préféré aux appels téléphoniques ou les conférences par ordinateur. En France notamment, plus le dirigeant a de l'expérience et plus l'investisseur souhaitera le rencontrer, comme si ce dernier souhaitait engranger une partie de son expérience.

*Sapienza 1992*, avait déjà travaillé sur les variables qui impactent la création de valeur du fonds, en envoyant des questionnaires à des SCI et dirigeants, et avait reçu 51 réponses d'entreprises et 22 réponses de SCI. Il a réalisé une régression avec différentes variables. Les questionnaires lui ont permis de tirer un consensus. En effet, le niveau d'innovation, la fréquence et le style d'interaction sont toutes des variables qui vont influencer positivement la valeur créée. Cette vision doit être partagée par les deux parties, et ces derniers doivent se sentir interdépendants. Le niveau d'implication, qui augmente en fonction de ces trois variables, est positivement corrélé à la performance des firmes. L'auteur note également que plus la relation est ouverte et informelle et plus l'implication du fonds est élevée. De plus, sur les 22 réponses de la part des SCI, seules 4 appartiennent aux plus grands fonds mondiaux. Le reste étant des SCI nationales ou régionales. Cela permet de contredire la thèse avancée par *Desbrières*, que seules les SCI les plus puissantes sont en mesure de créer de la valeur pour leurs entreprises en portefeuille.

## **1.4.5 Les apports extra-financiers des sociétés de capital-investissement**

### **1.4.5.1 L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives**

L'approche classique de la théorie de l'agence, développée dans une partie plus haut, met en exergue la stricte séparation entre dirigeants et actionnaires. Ces derniers n'apportent exclusivement des capitaux financiers (*Berle et Means, 1932*). Cette approche est aujourd'hui dépassée (*Charreaux, 2003*). En effet, il avance qu'aujourd'hui les actionnaires apportent dans

un premier temps des capitaux financiers, mais également des ressources cognitives. Il définit les ressources cognitives comme l'apport de nouvelles compétences, qu'elles soient financières, managériales, ou une expertise sur un secteur donné. Ce sont toutes ces ressources qui aident l'entreprise dans la recherche de nouvelles opportunités d'investissement. Sur la partie managériale, la SCI peut aider l'entreprise sur le recrutement de cadres supérieurs pour constituer le top management. Sur la partie stratégique, le fonds n'hésitera pas à mandater des cabinets extérieurs pour aider l'entreprise dans l'écriture d'un nouveau business model plus ambitieux, par exemple. Si nous devons trouver un point commun entre tous ces apports, ce serait le réseau que la SCI est capable de mobiliser pour aider l'entreprise à atteindre ses objectifs.

En effet, les SCI sont en mesure de rassembler un fort réseau pour aider l'entreprise à se développer, à n'importe quel stade clé de développement de l'entreprise. Une fois ce réseau mobilisé, les SCI le mettent à disposition des entreprises (*Barney et Al, 1996 ; Gorman et Sahlman, 1989*). Les directeurs de participations passent plus de 60% de leur temps dans les activités post-investissement, en aidant les entreprises dans le financement, la stratégie, l'opérationnel et le recrutement, tout cela grâce à leur réseau. Sur la partie financement, les investisseurs sont souvent en contact fréquent avec des banquiers expérimentés. Pour la stratégie, ils connaissent des associés travaillant pour les plus grandes entreprises de conseil ; et pour le recrutement, grâce à leur expérience, ils connaissent de nombreuses personnes qualifiées en mesure de combler le manque de l'entreprise qu'ils suivent. Leur expérience a été acquise suite aux participations suivies tout au long de leur carrière. Leur réseau leur permet également de faire appel à des conseillers extérieurs pour les questions de gestion des ressources humaines, marketing ou droit (*Sapienza et Al, 1994*).

#### **1.4.5.2 Un apport opérationnel des sociétés de capital-investissement**

Une étude de *St Pierre, Nomo et Pilaeva, 2011*, vient réfuter la thèse de *Stévénnot, 2005*, sur la pression à court terme exercée par le fonds. Les trois auteurs ont réalisé une étude pour comprendre les apports non financiers des SCI au PME, en partant de la thèse que les fonds de capital-investissement sont toujours plus impliqués dans la gestion que de simples actionnaires (*Sapienza, Manigrat et Vermeir, 1996*). L'hypothèse de l'étude est que si le fonds apporte des ressources extra-financières, alors la valeur ajoutée se retrouverait dans l'organisation de l'entreprise, ses méthodes, et donc sa performance. L'étude a été réalisée auprès de 600 PME françaises et canadiennes, où une centaine sont suivies par des SCI. Ils ont conclu que les capital-investisseurs n'apportent pas seulement un soutien financier, mais ils les aident à mettre

en place de nouvelles procédures et des pratiques avec une vision à long terme qui cherchent le développement de l'entreprise. Par exemple concernant le côté opérationnel, il y a plus de chances qu'il y ait un conseil d'administration au sein de l'entreprise si cette dernière est soutenue par un fonds. Il y a une meilleure utilisation des systèmes de primes, plus d'investissements, et une plus grande probabilité que l'entreprise exporte. Les managers ont également plus de diplômes dans une entreprise financée par capital-investissement. Ils constatent également qu'il n'y a pas de différences avec une entreprise cotée en bourse sur la prime de risque payée par la PME pour s'endetter. Pourtant, dans la logique financière, la PME devrait avoir à subir une prime de risque supérieure à cause de l'illiquidité des titres de l'entreprise. La présence du fonds apporte donc de la confiance aux acteurs dans la capacité à l'entreprise de payer sa dette. Pour comparer ces variables, les auteurs ont créé trois groupes : les PME financées par capital-investissement, les PME dynamiques (affichant des taux de croissance exponentiel) et les non-dynamiques. Ils ont noté néanmoins qu'il n'existe pas de différences significatives entre les PME dynamiques et celles financées par capital-investissement, mais que les écarts sont plus importants entre les PME non-dynamiques et celles financées par capitaux propres.

*Sapienza et Al, 1994*, ajoutent également que, pour l'aspect opérationnel, les capital-investisseurs interviennent le plus dans l'embauche des cadres pour estimer si le candidat est le mieux placé pour prendre le poste, et aussi déterminer son niveau de rémunération, qui va impacter les charges de personnel et donc le montant d'EBITDA et sa marge.



## **1.5 La performance des entreprises financées par capital-investissement**

### **1.5.1 Une amélioration de la performance financière et opérationnelle après l'entrée du fonds**

Après avoir étudié les stratégies des SCI pour maximiser la création de valeur, il est maintenant important de regarder dans la littérature si les firmes soutenues par capital-investissement sont plus performantes que les autres, et si ces entreprises-là ont créé plus de valeur.

*Kaplan et Stromberg, 2009*, ont analysé les deals entre 1970 et 2007 et les performances des entreprises. Leur première conclusion concerne le taux de défaut des entreprises soutenues par capital-investissement, qu'ils ont estimé à hauteur de 1,2% par an (soit 6% sur la période totale), ce qui est plus bas que les 1,6% de taux de défaut que reporte Moody's sur les obligations américaines de 1980 à 2002. Les auteurs nous avertissent cependant que leur taux est à relativiser compte tenu des données cachées par les SCI, notamment concernant les investissements qui n'ont pas remplis les attentes. Les échecs tendent à être cachés par les fonds. Concernant la performance opérationnelle, les auteurs ont noté que le ratio dépenses opérationnelles sur les ventes augmente de 10 à 20% sur une durée de 3 à 7 ans, le ratio flux net de trésorerie sur les ventes augmente de 40% après 5 ans d'investissement, ce qui induit une augmentation de la valeur de la firme. Une étude française tire les mêmes conclusions. Il s'agit de l'étude réalisée par *Boucly, Sraer, Thesmar, 2011*. Ils ont réussi à créer une base de données concentrant 839 deals français, entre 1994 et 2004, pour analyser les changements à N+3 années à partir de la date d'entrée du fonds dans le capital. Dans les 3 ans qui suivent le LBO, les entreprises deviennent plus rentables et croissent plus vite que les autres, notamment sur le chiffre d'affaires, le nombre d'employés et les capitaux engagés. En effet, les ventes des entreprises soutenues par capital-investissement sont plus élevées de 12% par rapport aux entreprises du même secteur qui ne sont pas suivies par un fonds. Les dépenses d'investissement sont plus élevées de 24%, le nombre d'employés de 18%, l'actif est supérieur de 12%. Mais surtout, l'EBITDA pour les firmes sous capital-investissement a augmenté de 18% en 3 ans. Ces entreprises ont aussi plus recours aux dettes car les firmes de capital investissement aident les entreprises à avoir recours à l'emprunt, en apportant leur expérience et leur crédibilité.

Dans la première partie, nous avons défini la création de valeur. Souvenez-vous, *Kaplan 1989*, définissait la création de valeur comme la variation de la valeur des titres de l'entreprise entre la date d'investissement et la date de cession. Si cette variation est positive, il y a création

de valeur. Pour lui, si l'entreprise est vendue à un industriel ou si elle est introduite en bourse, les valorisations seront plus élevées par rapport à une vente à un financier. Dans ce cas, la création de valeur sera encore plus importante. Dans leur étude de 2009, *Kaplan et Stromberg* ont fait un état des lieux des ventes des entreprises après une première opération.

### Exit Characteristics of Leveraged Buyouts across Time

Year of original LBO	1970– 1984	1985– 1989	1990– 1994	1995– 1999	2000– 2002	2003– 2005	2006– 2007	Whole period
<b>Type of exit:</b>								
Bankruptcy	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%	6%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%	14%
Sold to strategic buyer	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%	38%
Sold to financial buyer	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%	24%
Sold to LBO-backed firm	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%	5%
Sold to management	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Other/unknown	26%	18%	12%	11%	10%	7%	24%	11%
<b>No exit by Nov. 2007</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>27%</b>	<b>43%</b>	<b>74%</b>	<b>98%</b>	<b>54%</b>
<b>% of deals exited within</b>								
24 months (2 years)	14%	12%	14%	13%	9%	13%		12%
60 months (5 years)	47%	40%	53%	41%	40%			42%
72 months (6 years)	53%	48%	63%	49%	49%			51%
84 months (7 years)	61%	58%	70%	56%	55%			58%
120 months (10 years)	70%	75%	82%	73%				76%

Tableau 2 : caractéristiques des sorties des LBO

D'après ce tableau, sur la période 1970-2007, 52% des entreprises ont été introduites en bourse ou vendues à un industriel. Cela montre ainsi que les SCI sont créatrices de valeur pour les PME car les investisseurs arrivent à rendre les entreprises attractives auprès des grands groupes, ou bien ils arrivent à les faire introduire en bourse.

D'un autre côté, *Kaplan et Stromberg* ont remarqué dans leur étude une baisse des CAPEX post-investissement. Ainsi, les cash flows actuels augmentent mais endommagent les potentiels de croissance des cash flows futurs. Concernant le nombre d'employés, les deux auteurs ont noté que le nombre d'employés post-investissement augmente, mais moins que les autres entreprises du même secteur. Le taux d'embauche est inférieur pour les entreprises soutenues par des fonds, et les hausses de salaires sont également plus lentes. Cela nuance donc le propos de *Boucly, Sraer et Thesmar* sur les dépenses d'investissement et le nombre d'employés.

Une seconde étude sur le cas français a été réalisée par *Gaspard, 2012*, et vient conforter les propos de *Boucly, Sraer et Thesmar*. Il a analysé 158 deals entre 1995 et 2005, avec des

entreprises réalisant plus de 2 millions de chiffre d'affaires, avec un horizon de données à 3-4 ans après la date du deal. 50% des entreprises appartiennent au secteur industriel. Vient ensuite le secteur de la distribution puis les services. Il a noté une hausse supérieure du chiffre d'affaires et de l'EBITDA. Les entreprises performant mieux que leurs pairs au sein de la même industrie. En effet, les firmes soutenues par capital-investissement affichent une croissance de 18% de leur chiffre d'affaires contre 7% pour les autres. Le return on invested capital (ROIC) est de 16,8% contre 10,5% pour les autres entreprises du secteur. Les marges brutes sont également bien meilleures. Sur la partie employée, pour lui la baisse des charges de personnel est due à des gains de productivité plutôt que des réductions d'effectifs. En conclusion, les preuves sont en faveur de la thèse stipulant que la création de valeur opérationnelle est favorisée par les sociétés de capital investissement en France.

### **1.5.2 Qui influence positivement la création de valeur**

*Brophy et Verga, 1988*, ont comparé le prix de l'action au moment de l'IPO avec le prix de l'action 20 jours après l'introduction en bourse, de 210 entreprises soutenues par capital-investissement contre 1053 qui ne l'étaient pas, de 1977 à 1983. Ils font l'hypothèse que si les SCI créent de la valeur les entreprises soutenues devraient être moins sous-évaluées que les autres, et devraient voir leur prix de l'action moins fluctuer et plus progresser que les autres entreprises. En effet, après leur analyse quantitative, ils ont pu constater que la croissance de la valeur du titre sur 20 jours des entreprises qui ont été soutenues par une SCI est supérieure à la hausse de la valeur du titre des autres entreprises. A l'aide de différentes méthodes de valorisation, ils ont recalculé la valeur du titre lors de l'introduction et constatent que les SCI ont bien joué leur rôle de conseiller financier car dans la plupart des cas la valeur des titres proposée est nettement moins sous-évalué si l'entreprise avait un fonds dans son capital. Ils en concluent ainsi que les firmes soutenues par CI sont plus performantes que les autres, et que la SCI a aidé l'entreprise à créer de la valeur. *Jain et Kini, 2000*, rajoutent que les SCI améliorent le profil de survie des entreprises. En effet ils ont créé un échantillon de 877 entreprises introduites en bourse entre 1977 et 1990, avec 40% d'entreprises qui ont été financées au préalable par fonds propres, et ont trouvé que leur probabilité de survie est plus importante. Le prix offert par action est généralement supérieur de 5 dollars pour ces entreprises. Généralement des banques d'investissement plus réputées s'occupent de ces dossiers et de meilleurs analystes. Les fonds apportent aussi leur expérience et guident l'entreprise dans la procédure de l'introduction et post-introduction.

*Kaplan, 1989*, rejoint cette idée que la SCI influence positivement la création de valeur. En effet, l'auteur a sélectionné 76 MBO entre 1980 et 1986 avec des valeurs d'entreprises supérieures à 50 millions de dollars ; et a analysé les performances des firmes 3 ans après le rachat par le fonds. Il constate une hausse de 42% du revenu opérationnelle, lorsque l'on compare N-1 et N+3, alors que la hausse moyenne du secteur avoisine les 20%. L'impact n'est pas significatif en N+1 et N+2 par rapport au secteur. Cela s'explique par le temps nécessaire aux SCI afin d'apporter une réelle valeur ajoutée à l'entreprise, qui représente le temps nécessaire pour la mise en place de nouvelles réformes, mais aussi pour que les dépenses d'investissements soient transformées en actif disponible pour produire. La seconde variable qu'il a analysé est le montant des flux net de trésorerie, qu'il définit comme le résultat opérationnel avant dépréciation moins les dépenses d'investissement. Les flux nets de trésorerie des entreprises rachetées augmentent de 20% de plus que les entreprises du secteur en N+1 par rapport à N-1, 43% de plus en N+2 et 80% de plus en N+3, toujours par rapport à N-1. Lorsque l'on rapporte les flux nets de trésorerie en fonction du chiffre d'affaires ou de l'actif, les résultats restent les mêmes : les flux nets de trésorerie sont supérieurs pour les entreprises financées par capital-investissement par rapport au secteur.

Peu d'études sont disponibles sur le cas français. C'est pourquoi la seconde partie de ce mémoire visera à combler le manque de la littérature académique sur le cas français. Cependant, une étude de France Invest de novembre 2018, en collaboration avec EY, nous apporte des éléments de réponse. Elle s'intitule « *Création de valeur dans les PME et les ETI françaises accompagnées dans leur transformation par les acteurs français du capital-investissement* ». L'étude porte sur 273 investissements en capital-développement et capital-transmission réalisés entre 2012 et 2017, avec des entreprises réalisant entre 20 et 500 millions d'euros de CA. Ils ont reçu 198 réponses. Pour eux la création de valeur se mesure comme la variation des fonds propres, où la variation des fonds propres est égale à la variation de la valeur de l'entreprise – la variation de l'endettement net. Leur étude montre que les fonds créent de la valeur pour les entreprises. En effet, les fonds sont entrés en moyenne à 7,9 fois l'EBE et sont sortis à 9,5 fois l'EBE. La valeur de l'entreprise a été multipliée par 1,67 en moyenne, la valeur du titre par 2,45. La création de valeur s'explique principalement par l'effet résultat, c'est-à-dire la hausse de l'EBE, expliquée elle-même par la croissance des revenus et les croissances externes. Le CA croît de 6% par an et l'EBE de 5,8% par an durant la période de détention. Côté emploi, 83% des entreprises ont augmenté leur nombre de salariés (35 000 emplois nets créés durant la

période étudiée). Enfin, 94% des entreprises ont poursuivi ou accéléré leurs dépenses d'investissement.

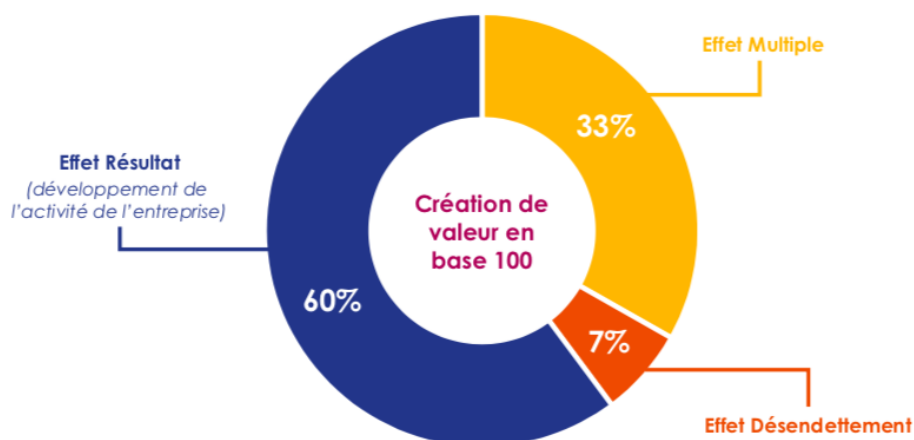


Figure 4 : principaux déterminants de la création de valeur

### 1.5.3 Même si certaines études nuancent cet effet positif du fonds

*Sophie Pommet, 2012*, a réalisé une étude sur le capital investissement et la performance des firmes dans le cas français. L'étude se concentre sur les entreprises françaises introduites sur le nouveau marché entre 1996 et 2002. L'avantage d'analyser les entreprises sur le nouveau marché est que les entreprises présentent des caractéristiques semblables (jeunes, peu de salariés, fortes capacités de croissance). 143 entreprises ont été analysées. Sur ces 143, 88 ont reçu un financement par des SCI. 55% d'entreprises appartiennent au secteur des NTIC, 19% à l'industrie, 12% au secteur technologique, 8% au média et 6% au secteur des sciences de la vie. L'auteur nuance la performance du capital-investissement car son étude révèle que les entreprises qui se sont financées par capital-investissement tendent à avoir un taux de survie plus faible que celles qui ont trouvé une autre source de financement. Leur durée de vie est inférieure. Cette étude contredit ainsi la thèse avancée par *Jain et Kini, 2000*. *Pommet* apporte cependant quelques limites à son étude. La principale est que les SCI n'ont pas toutes les mêmes stratégies d'investissement. En effet, les SCI dites captives, c'est-à-dire les filiales de grandes banques ou compagnies d'assurance, ont tendance à privilégier la maximisation de la plus-value pour maximiser le TRI. Les stratégies sont donc plus offensives, notamment en termes de réduction des coûts, ce qui peut nuire sur le long terme à l'entreprise. Or l'auteur n'a pas pu avoir accès aux stratégies d'investissement des différents SCI.

Une autre approche pour vérifier si les SCI créent de la valeur est de comparer les PER d'entreprises financées par capital-investissement post-introduction en bourse, par rapport aux autres entreprises. C'est la voie suivie par *Cherin et Hergert, 1988*, qui ont analysé les PER d'entreprises 24 mois après leur introduction en bourse. Ils ont étudié 71 entreprises soutenues par CI pré-IPO et 59 financées autrement que par des SCI. Toutes ces entreprises appartiennent au secteur de l'informatique et de l'équipement informatique. Ils ont remarqué qu'il n'y a pas de différences significatives de PER entre ces deux groupes d'entreprises. Ils ont donc rejeté l'hypothèse que les SCI créent de la valeur supplémentaire. Cependant, ils ne réfutent pas l'idée qu'il y ait pu avoir une création de valeur dans les 5 ans précédant l'IPO, et que la création de valeur se reflète dans le prix d'achat de l'action des entreprises financées par CI.

*Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996*, ont réalisé une étude pour comprendre la valeur ajoutée par les SCI dans quatre différents pays : les Etats-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la France. Ils sont arrivés à la conclusion que ce sont les investisseurs en fonds propres français qui apportent le moins de valeur. Ils ont réalisé des interviews avec les SCI et ont eu un fort taux de réponse : près de 80%. Les raisons sont multiples. Dans un premier temps, plus d'efforts et de temps sont accordés aux entreprises aux USA et au RU par rapport à la France et les Pays-Bas. En France, les investisseurs s'accordent surtout à leur rôle de conseiller financier. Ils contribuent moins sur la partie stratégique et apportent moins leur réseau. Il y a également moins d'interactions en France entre dirigeants et investisseurs, ce qui rend l'investisseur moins actif. En moyenne aux USA et au RU les investisseurs et les dirigeants se rencontrent une fois par mois, et leur apportent plus un rôle de conseiller stratégique. L'industrie du CI est dominée en France par des institutions financières, des filiales de grandes banques ou compagnies d'assurance. La plupart des investisseurs sont donc d'anciens banquiers qui ont moins d'expérience en CI, et sont moins à-même d'endosser un rôle de conseiller stratégique. L'étude tend donc à nuancer l'importance du fonds, mais ne nie en aucun cas le fait que les SCI apportent de la valeur. Concernant les conditions favorables à la création de valeur, l'étude démontre que plus il y a de l'incertitude autour de l'investissement et plus il y aura de valeur ajoutée par le fonds. De plus, plus l'entreprise est performante et plus le fonds apporte de la valeur, ce qui nous ramène ainsi à la théorie du prospect, vu précédemment.

#### **1.5.4 Qu'en est-il de la performance des firmes post-opération ?**

La plupart des études empiriques convergent donc vers l'idée que la performance financière et opérationnelle des firmes soutenues par des SCI tend à augmenter pendant l'opération, dans une logique de création de valeur. *Desbrières et Schatt, 2002*, ont voulu savoir

ce qu'il se passe après que le fonds soit sorti du capital, notamment dans le cas français. Pour ce faire, ils ont constitué un échantillon de 132 LBO réalisés en France entre 1989 et 1994 dans divers secteurs d'activité, comme l'imprimerie, la presse, l'industrie, le bâtiment ou encore les services. Ils ont remarqué que la performance se dégrade de façon importante après l'opération. La première des explications réside dans la baisse des CAPEX dans les 1 ou 2 ans précédant la sortie du fonds, qui va directement influencer l'actif économique de l'entreprise. Ainsi, la taille de l'actif des entreprises étudiées décroît fortement dans les 4 ans après la sortie du fonds. *Kaplan et Stromber 2009*, rejoignent *Desbrières et Schatt* sur le fait que les SCI endommagent les cash-flow futurs, notamment via la réduction des CAPEX avant la sortie du fonds. Certains fonds vautours peuvent même aller plus loin dans la démarche et obliger des entreprises à vendre une part de leurs actifs pour recevoir un flux financier intermédiaire. La seconde explication concerne la dégradation de la productivité après l'opération. La cause peut être la rupture de certains contrats avec le fonds, qui apportait de la confiance avec des clients ; des fournisseurs qui augmentent leur prix dans un contexte incertain ; le départ du dirigeant historique ; une hausse du BFR ; une hausse des stocks et des créances clients, ect. Toutes ces raisons ont pour point commun la moins bonne maîtrise par l'entreprise de la gestion opérationnelle. De plus, des embauches ont pu être réalisées durant les périodes de prospérité de l'entreprise. Ces dernières peuvent être un fardeau pour l'entreprise si son activité se retourne. *Desbrières et Schatt* ont ainsi conclu que la rentabilité économique et financière des entreprises post-opération chute.

*Fischer et Pollock 2004*, ont réalisé une étude qui nuance l'apport des SCI, notamment lorsque l'on compare le taux de survie en bourse des entreprises. Ces auteurs vont à l'encontre de l'étude réalisée par *Jain et Kini, 2000*, car ils ont constaté qu'une entreprise soutenue par capital-investissement a autant de chances d'échouer, une fois introduite en bourse, que les autres entreprises. Pour leur étude, ils ont étudié 218 entreprises qui se sont introduites en bourse entre 1992 et 1996 aux États-Unis, en excluant des fonds immobiliers, des compagnies d'assurance et des filiales. 50% représentent des firmes soutenues par CI. Il y a échec si dans les 5 ans l'entreprise a été retirée du marché primaire pour passer sur le secondaire ou si elle n'est plus cotée en bourse. L'étude empirique montre que si une entreprise a été soutenue par une SCI elle a autant de chances d'échouer après son IPO. Le passage private to public emmène un grand nombre de coûts et de risques car les manager auront affaire à des nouveaux investisseurs avec différents objectifs et différents horizons d'investissements. Souvent, des top managers sont embauchés. Une gouvernance plus formelle est également mise en place. Ils

notent cependant que la présence du CEO est importante. En effet, il y a moins de chances d'échecs si le CEO reste le même. Si le CEO reste avant et après l'IPO il est en mesure de faire pression sur le fonds pour contrer leur vision court-termiste. Ce qui peut expliquer un taux de survie supérieur.



## **PARTIE 2 :**

# **LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE ET LES RESULTATS OBTENUS**

## **2 LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE ET LES RESULTATS OBTENUS**

### **2.1 Définition de la création de valeur et des variables qui en découlent**

#### **2.1.1 Comment peut-on définir la création de valeur ?**

##### **2.1.1.1 Valeur sociale Vs Valeur financière**

Le cœur de la problématique concerne la création de valeur pour les PME par les sociétés de capital-investissement. Il est donc important de définir le terme de création de valeur, afin d'en faire une notion objective qui me permettra de comparer différentes firmes entre elles. Dans une logique macro-économique, la création de valeur s'analyserait avec la croissance du produit intérieur brut (PIB). De la valeur est créé au sein d'un pays si le PIB, qui représente la somme des valeurs ajoutées des entreprises, augmente.

Dans une logique micro-économique, une entreprise peut créer deux types de valeurs. Premièrement la valeur sociale, qui est plus difficilement observable ou quantifiable. Elle vise soit à embaucher de nouveaux collaborateurs, ou soit améliorer les conditions de travail de ses salariés : augmenter les salaires, redéfinir les horaires, le bien-être, la satisfaction. Cette valeur sociale peut être élargie à la société si l'entreprise essaye par exemple de réduire son empreinte carbone. On parle alors de valeur sociétale. La valeur sociale est difficilement mesurable car elle n'est pas inscrite dans les comptes. Il est délicat de connaître le taux de croissance des salaires, ou même l'évolution du nombre d'employés. Dans un second temps, une entreprise peut créer de la valeur financière. Cette dernière est observable, mesurable et quantifiable. On peut se baser sur le compte de résultat ou le bilan pour la mesurer. Pour notre étude quantitative, et par souci de simplification, nous nous concentrerons sur la création de valeur financière. A travers notre étude qualitative, nous essayerons d'avoir des informations sur la création de valeur sociale au sein des entreprises interrogées.

##### **2.1.1.2 Définition de la valeur financière**

La création de valeur financière est profitable pour la firme et ses actionnaires. Il y a création de valeur lorsque le taux de rentabilité est supérieur au coût des capitaux propres, ou le coût exigé par les actionnaires, ce qui veut dire que le projet, ou l'entreprise, rapportera de l'argent aux actionnaires. Il y a création de valeur si la SCI a permis à l'entreprise de développer son chiffre d'affaires, augmenter ses marges ou encore générer des flux de trésorerie. En effet, si l'entreprise a augmenté son chiffre d'affaires, cela a forcément eu un impact sur un autre acteur. Par exemple, elle a dû acheter davantage de matières premières, et a ainsi permis à un

fournisseur de développer ses ventes ; l'entreprise a pu investir dans une nouvelle machine grâce aux flux de trésorerie générés ; elle a réussi à lever une nouvelle dette pour un projet d'acquisition, ect. La création de valeur n'est donc pas propre à l'entreprise, mais permet de créer des réactions en chaîne, un cycle vertueux, et d'impliquer d'autres acteurs. D'un point de vue social, cette création de valeur financière a aussi permis d'embaucher de nouveaux collaborateurs, pour continuer à développer l'entreprise. L'entreprise verse des salaires et primes à ses employés, ce qui permet de faire un transfert de valeur de l'entreprise vers ses salariés. Ce sont ensuite ces salariés qui vont consommer au sein de l'économie, et vont continuer à créer de la valeur.

Il sera ainsi important de comprendre durant l'étude quantitative si oui ou non les SCI ont créé de la valeur pour les entreprises, et d'analyser avec l'étude qualitative quels sont les moyens qui ont été mis en œuvre pour y parvenir, dans l'hypothèse où la réponse à la problématique serait positive. S'il s'avère que les SCI ne sont pas créatrices de valeur pour les PME, il s'agira de comprendre via l'étude qualitative les raisons de cet échec. Par exemple, si une entreprise réalisait 8% de croissance par an avant l'entrée du fonds, mais ne réalise plus que 5% après l'entrée du fonds, cela veut-il dire que la SCI a freiné la création de valeur ? Avoir un fonds dans son capital pour une entreprise va-t-elle l'aider à être plus rentable ? L'influence de la SCI est-elle positive ou négative ? Voici autant de questions auxquelles je souhaiterais avoir des réponses grâce à mon étude quantitative et qualitative.

A travers l'étude quantitative, je me concentrerai sur la création de valeur d'un point de vue financier. Cinq variables ont été définies qui permettent selon moi de mesurer la création de valeur pour une entreprise. Je me pencherai sur le compte de résultat d'entreprises ayant ouvert leur capital ainsi que sur leur bilan.

## **2.1.2 Les variables de l'étude quantitative**

### **2.1.2.1 Variable 1 : la croissance du chiffre d'affaires**

La première variable à étudier concerne la croissance du chiffre d'affaires des entreprises qui ont été soutenues par des SCI. Il représente la somme des ventes de biens et services, inscrite au compte de résultat. Dans le cadre de mon étude, je vais comparer le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires avant l'entrée du fonds et après. Je définis N comme l'année où le fonds rentre au capital. Je vais comparer le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de N à N-2, avec le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de N à N+3, si les données sont disponibles jusqu'à N+3. Si elles ne le sont pas, je m'arrêterai à N+2. Afin d'avoir un maximum de données disponibles, je vais essayer de choisir des entreprises qui ont été

financées par capital-investissement avant 2015. Le but est de comprendre si la société de gestion a su aider l'entreprise à développer son chiffre d'affaires. Cet indicateur est intéressant car il permet de comparer le volume des ventes ou des revenus.

### 2.1.2.2 Variable 2 : la croissance de l'excédent brut d'exploitation (EBE)

La seconde variable à étudier sera la croissance de l'excédent brut d'exploitation, plus connu sous le nom de l'EBE. L'EBE permet de regarder si l'entreprise est performante sur son activité d'exploitation, indépendamment de la manière dont elle s'est financée et de sa politique d'amortissement. En effet, ces deux éléments viennent en dessous de l'EBE dans les soldes intermédiaires de gestion. C'est un indicateur très suivi par les SCI. Comme les données financières vont être prises depuis la base de données Diane, voici comment est calculé l'EBE :

*Chiffre d'affaires*

– *Achats de marchandises, matières premières et autres approvisionnements*

+ *Marge commerciale*

– *Consommations de l'exercice*

– *Autres achats et charges externes*

– *Charges de personnel*

– *Impôts, taxes et autres versements assimilés*

+ *Subventions d'exploitation*

= *EBE*

Comme pour le chiffre d'affaires, j'analyserai le taux de croissance annuel moyen de l'EBE sur la période allant de N-2 à N par rapport au taux de croissance annuel moyen de l'EBE allant de N à N+3.

### 2.1.2.3 Variable 3 : l'évolution de la marge d'EBE

La troisième variable concerne l'évolution de la marge d'EBE. La marge d'EBE se définit comme suit :

$$\text{Marge d'EBE} = \frac{\text{EBE}}{\text{Chiffre d'affaires}}$$

C'est un des indicateurs les plus suivis par les sociétés de capital-investissement. En effet, elle permet de comparer les entreprises sur leur activité d'exploitation et connaître la rentabilité d'une entreprise, indépendamment de sa structure financière et sa politique d'investissement. Étant donné que cette variable est un taux, j'analyserai l'évolution moyenne par an en point de pourcentage de la marge d'EBE avant l'entrée du fonds et après que le fonds soit entré dans le capital de l'entreprise. Cela nécessite donc de calculer la marge d'EBE pour chaque entreprise

et pour chaque année.

#### **2.1.2.4 Variable 4 : l'évolution du ROE (Return on Equity)**

La quatrième variable concerne l'évolution du ROE, ou plus communément appelé en français la rentabilité des capitaux propres. Le ROE est un indicateur suivi par les actionnaires car il permet de calculer la rentabilité financière des fonds propres. Une entreprise qui crée de la valeur est également une entreprise qui crée de la valeur pour ses actionnaires. La rentabilité des capitaux propres est un des ratios qui permet de le vérifier. Il se calcule de la manière suivante :

$$ROE = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$$

Un ROE de 20% signifie que pour 100€ de capitaux propres apportés par les actionnaires, le résultat créé s'élève à 20€. Cet outil est surtout regardé dans les secteurs qui demandent des plans de CAPEX très agressifs, comme l'industrie. A l'inverse, les actionnaires d'entreprises opérant dans le secteur des services seront moins regardants. Le ROE se met généralement en perspective avec les moyennes du secteur, ou des concurrents. Il ne constitue pas un outil d'analyse en tant que tel. Cette variable présente néanmoins une limite : si le niveau des fonds propres a changé durant les périodes étudiées, comme il arrive lors d'une augmentation de capital, le périmètre d'analyse n'est plus le même et ainsi le calcul du ROE est forcément faussé. Pour mon étude, il était impossible de dissocier les entreprises qui ont procédé à une augmentation de capital pour laisser entrer le fonds dans le capital, avec celles qui ont procédé par rachat de titres. Il est donc pertinent d'analyser l'évolution moyenne par an en point de pourcentage du ROE de N à N+3, pour voir si les capitaux investis ont généré du profit. A titre anecdotique, je calculerai également l'évolution moyenne par an en point de pourcentage du ROE de N-2 à N, même si ces deux périodes sont difficilement comparables.

#### **2.1.2.5 Variable 5 : l'évolution du ROA (Return on Assets)**

La cinquième et dernière variable concerne le ROA où la rentabilité des actifs en français. Le ROA permet de calculer le taux de rendement de l'actif, qui a été financé soit par dette soit par les actionnaires. Il évalue la capacité d'une entreprise à transformer son actif en revenu. Il permet de déceler si les ressources de l'entreprise créent du profit. Plus le ROA est élevé et plus l'entreprise est efficace dans l'utilisation de ses ressources. Il se calcule de la manière suivante :

$$ROA = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total actif}}$$

Certains analystes affirment que si le ROA est inférieur à 5%, cela veut dire qu'une

entreprise tire une rentabilité insuffisante de son actif. Là encore, cet indicateur est à relativiser compte tenu des secteurs d'activités et de l'intensité capitalistique nécessaire. D'après Xerfi, les trois secteurs dont les ROA sont les plus élevés sont :

- Les hautes technologies avec un ROA à 10,2% en moyenne
- La santé avec 9,5%
- Les transports avec 8,3%

L'indicateur est également intéressant compte tenu de l'image que peut véhiculer les fonds d'investissement auprès du grand public. En effet, bon nombre de personnes pensent que les fonds d'investissement agissent comme des fonds vautours, qui entrent dans le capital des entreprises pour tirer un maximum de valeur en vendant les actifs des sociétés. L'analyse de cet indicateur permettra de confirmer ou infirmer cette hypothèse. J'étudierai ainsi l'évolution moyenne par an en point de pourcentage du ROA de N-2 à N par rapport à la période allant de N à N+3.

### **2.1.3 Les éléments à analyser lors de l'étude qualitative**

Tout d'abord, il est important de préciser que l'étude qualitative sera réalisée après l'étude quantitative, afin d'exploiter au mieux les entretiens réalisés. Je fais l'hypothèse que mon étude quantitative confirmera la thèse qui est que les sociétés de capital-investissement sont créatrices de valeur pour les PME. En partant de ce postulat, le but de mon étude qualitative sera de comprendre les leviers de la création de valeur, les risques à maîtriser pour maximiser la création ainsi que l'avis global des personnes interrogées sur la création de valeur par les sociétés de capital-investissement.

Concernant les leviers de la création de valeur, je souhaiterais savoir s'il existe des moyens certains ou incertains pour à minima essayer de créer de la valeur avec l'entreprise. Par exemple, la gouvernance est-elle un facteur de création de valeur ? Le nombre de rencontres, formelles ou informelles, favorisent-elles la création de valeur ? Les investisseurs se positionnent-ils dans une stratégie de tyran vis-à-vis du dirigeant ? Les investisseurs se font-ils aider pour accompagner les entreprises ? Mettent-ils à disposition leurs compétences financières ? Leur réseau ? Est-ce que les investisseurs aident les entreprises à améliorer leur marge d'EBE ? Comment ? Les investisseurs se concentrent-ils uniquement sur la création de valeur financière ? Ou bien essayent-ils également de créer de la valeur sociale en collaboration avec le dirigeant ? D'un point de vue du dirigeant, quels sont les apports des investisseurs ? Quels sont les apports des investisseurs d'après eux ? Autant de questions auxquelles je souhaiterais avoir des réponses suite à mes entretiens.

Dans un second temps, je voudrais connaître les risques à maîtriser pour maximiser la création de valeur. D'après ma revue de littérature, j'ai compris que l'alignement d'intérêt entre les investisseurs et le dirigeant est primordial. C'est une condition nécessaire pour une bonne collaboration. Je voudrais comprendre comment dépasser ce risque de non-alignement des intérêts. Existe-t-il des moyens pour y parvenir ? Des mécanismes ou outils financiers ? Quels sont les autres risques qui peuvent entacher la création de valeur ?

Puis, pour finir, je souhaiterais avoir un avis global des investisseurs et des dirigeants sur la création de valeur par les SCI pour les PME. D'après leur point de vue, les SCI aident-elles les entreprises à créer de la valeur ? J'imagine que la réponse ne sera pas objective pour les investisseurs, mais je pense qu'ils peuvent m'apprendre des choses intéressantes de leur point de vue.

## **2.2 Démarche méthodologique et analyse de l'échantillon**

### **2.2.1 Approche épistémologie et méthode de collecte**

Pour répondre à la problématique de ce mémoire, j'ai choisi d'utiliser une approche positiviste, en essayant d'observer une réalité pour en dégager une connaissance objective et contextuelle. J'ai réalisé dans un premier temps une étude quantitative sur des entreprises financées par capital-investissement, pour comprendre si dans les faits les chiffres démontrent que oui les sociétés de capital-investissement sont créatrices de valeur pour les PME. Dans un second temps, j'ai effectué une étude qualitative pour connaître les moyens mis en place par les SCI pour créer de la valeur, ou au contraire les comportements qui peuvent devenir un frein à la création de valeur. J'ai essayé de comprendre le rôle des SCI dans la relation, leurs apports, leurs abus, s'ils jouent de leur pouvoir sur l'entreprise ou bien si les investisseurs se placent dans une démarche de développement de l'entreprise. Si tel est le cas, comment s'y prennent-ils, à quelle fréquence ? Peut-on tirer un « guide des best practices ? ». Ma méthodologie de recherche est donc une approche quantitative-qualitative.

#### **2.2.1.1 Étude quantitative**

Comme énoncé plus haut, la première étape de mon travail de recherche a été la réalisation d'une étude quantitative sur un échantillon d'entreprises financées par capital-investissement, en étudiant les cinq variables ci-dessus. Pour les variables 1, 2, 3 et 5, j'ai analysé les effets en amont de la prise de contrôle par le fonds et en aval pour comprendre l'influence des SCI sur ces 4 variables. Pour la variable 4, à savoir l'évolution du ROE, j'ai étudié la période de N à N+3.

Pour créer l'échantillon des entreprises, j'ai tout d'abord essayé de me rapprocher de France Invest, qui dispose de tous les deals réalisés par les SCI sur les dix dernières années. Ils ont donné une conférence à Lyon en janvier. J'ai rencontré le responsable des études statistiques pour voir avec lui s'il était possible de me fournir cette liste. Par souci de confidentialité, ce dernier n'a pas voulu me la transmettre. Par contre, il m'a transmis la liste des sociétés de gestion référencés sur France Invest. Il m'a sélectionné les SCI qui se positionnent sur le segment du capital-développement et capital-transmission. Grâce à cette liste je sais que 191 sociétés de capital-investissement ont investi dans des entreprises dans les dernières années sur ce segment. Il m'a conseillé de regarder sur le site internet des fonds qui communiquent sur leur portefeuille.

Sur ces 191 SCI, toutes ne communiquent pas sur leur portefeuille, et certaines ne communiquent uniquement sur les belles histoires, c'est-à-dire potentiellement les entreprises



qui ont vu leur performance nettement s'améliorer grâce aux fonds. J'ai donc essayé de cibler les SCI qui communiquent sur l'ensemble de leur portefeuille. Pour cela, j'ai comparé le nombre d'entreprises en portefeuille avec la taille du fonds, de l'équipe, et leur fréquence d'investissement, qui est facilement mesurable grâce aux communiqués de presse présents sur leur site. Cette méthode n'est forcément pas parfaite, mais elle m'a permis d'avoir un échantillon de SCI homogène. J'ai également sélectionné des SCI nationales et des SCI régionales, pour essayer d'avoir un échantillon des SCI représentatif de l'industrie française.

A ces difficultés se rajoutent également le secteur d'activité des entreprises. En effet, mon analyse aurait été faussée si j'avais sélectionné par exemple uniquement des entreprises industrielles dans mon échantillon. L'effet secteur aurait été bien trop présent dans l'analyse des variables. Je me suis donc basé sur la répartition par secteur des montants investis par les fonds. Elle s'illustre avec le graphe ci-dessous, fournit par France Invest :

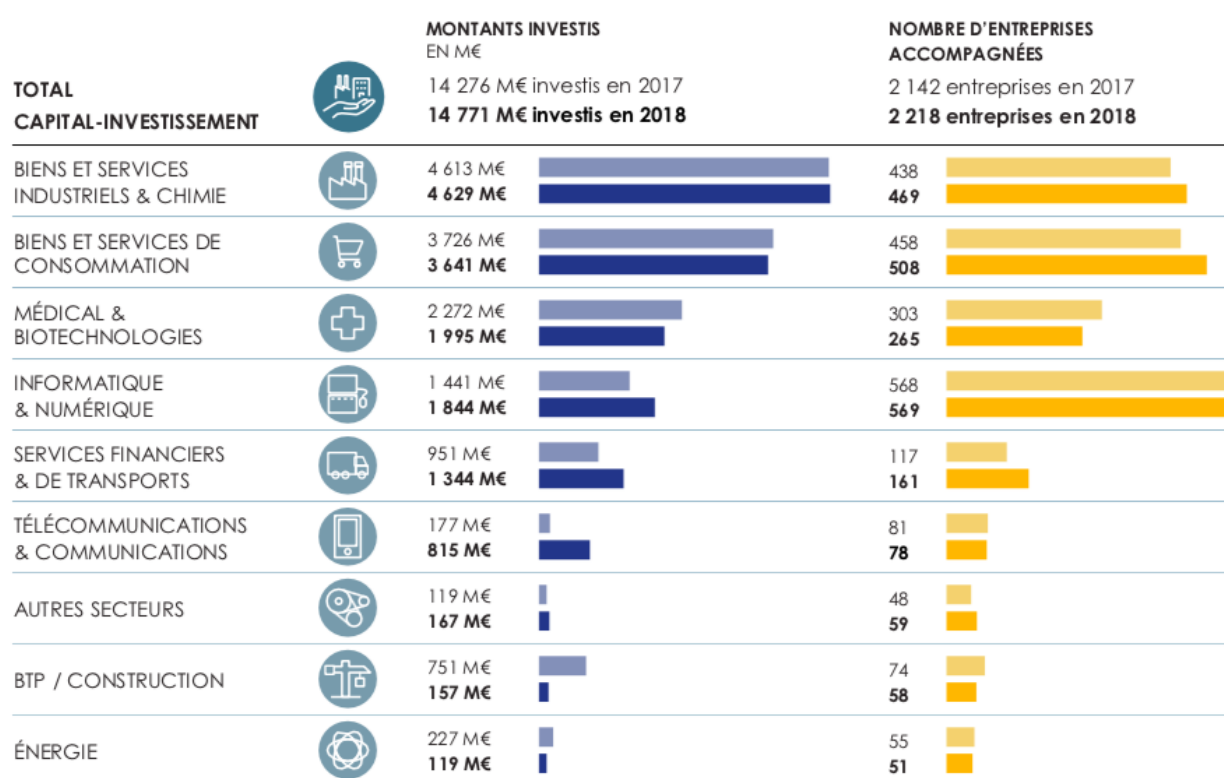


Figure 5 : répartition des montants investis par secteur

Les données en gras représentent les montants investis en capital-investissement en 2018, soit 14,8 milliards d'euros. Sur ces 14,8 milliards d'euros :

- 31% ont été investis dans des entreprises de biens et services industriels et des entreprises chimiques.
- 25% dans des entreprises de biens et services de consommation
- 14% dans des entreprises spécialisées dans le médical et les biotechnologies
- 12% dans des entreprises d'informatique et du numérique
- 9% dans les services financiers et les transports
- 6% dans les télécommunications et communications
- 1% pour les trois restants.

L'idée étant que mon échantillon respecte environ les mêmes ordres de grandeurs.

Une fois que mon échantillon inclut des SCI nationales et régionales, que je dispose d'un nombre significatif d'entreprises et qu'elles représentent une répartition par secteur cohérente, je me suis donc penché sur la collecte des éléments financiers des entreprises. Pour ce faire, je me suis connecté sur la base Diane, en libre accès depuis la Kedge Library. Malgré les 820 000 comptes d'entreprises présentes dans Diane, il m'est parfois arrivé de ne pas trouver les entreprises que j'avais sélectionnées, ou bien, les comptes n'étaient pas disponibles sur les dernières années. Il arrive parfois que certains investisseurs conseillent aux dirigeants de ne pas transmettre leurs comptes, quitte à payer une amende. J'ai donc supprimé ces entreprises de mon échantillon. Je l'ai vu diminuer sensiblement. Ensuite, les comptes consolidés ne sont pas disponibles sur Diane. Lorsque je voyais que plusieurs entreprises disposaient du même nom (au moins 4 entreprises) je les effaçais également de mon échantillon. Reconstruire un consolidé aurait été possible, mais pas dans le temps imparti pour le rendu du mémoire. Je me suis donc concentré sur les sociétés d'exploitation des groupes, et non sur les holdings.

Toutes les données financières sur les entreprises, à savoir le chiffre d'affaires, l'EBE, le résultat net, les fonds propres et le total actif ont été pris sur Diane et repris dans un grand Excel que j'ai construit. Cet Excel m'a permis de calculer les moyennes et les différents taux de croissance de mes variables. Un classeur rassemble toutes les données collectées. L'annexe 1 montre un aperçu du classeur rassemblant toutes les données. Sur une autre feuille de ce fichier, j'ai réalisé les différents calculs pour mon analyse, à savoir :

- Le TCAM du chiffre d'affaires sur la période N-2 N et N N+3 par entreprise
- Le TCAM de l'EBE sur les deux périodes par entreprise
- L'évolution de l'EBE, du ROE et du ROA par entreprise pour les deux périodes.

Suite à cela, j'ai pu calculer les moyennes et médiane. J'ai supprimé les grandes variations qui faussaient l'analyse, afin de calculer une moyenne et une médiane retraitée, non polluée de

variations excessives, qu'elles soient négatives ou positives.

### **2.2.1.2 Étude qualitative**

Pour mon étude qualitative, j'ai décidé de réaliser des entretiens avec 5 personnes. J'ai choisi d'interroger d'un côté deux directeurs d'investissement senior qui travaillent dans des sociétés de capital-investissement, et de l'autre 3 dirigeants d'entreprises qui ont eu recours à des sociétés de capital-investissement pour financer leur entreprise. Sur ces 3 dirigeants, 2 d'entre eux ont un point de vue positif sur la relation qu'ils ont avec les investisseurs. Pour le troisième, la collaboration s'est mal déroulée et il ne souhaite pas réitérer l'expérience avec une société de gestion. Les dirigeants interrogés et les investisseurs n'ont aucun lien entre eux. Ce ne sont pas des entreprises que les investisseurs ont eu en portefeuille.

Comme je réalise actuellement mon stage dans une société de capital-investissement, j'ai demandé à mes collègues de me donner le nom de deux confrères investisseurs qui seraient disponibles pour répondre à mes questions. Étant donné que mes collègues connaissaient mon sujet et sur quoi je travaillais, je ne souhaitais pas les interroger car leurs réponses auraient pu être biaisées. De plus, je connaissais déjà leur avis sur la question. Je voulais ainsi avoir d'autres points de vue pour étoffer mon analyse.

Concernant les dirigeants, mes collègues m'ont facilement donné le nom de deux dirigeants avec qui la relation s'est très bien déroulée. Étant donné qu'ils ont une vue globale sur les deals de la place financière, ils connaissent des entreprises avec qui des confrères ont eu des difficultés à développer la relation. Ainsi, ils m'ont donné le nom de plusieurs entreprises dont ils ont eu échos que la relation ne s'est pas bien déroulée. J'ai réussi à avoir une réponse favorable de la part d'un de ces dirigeants pour avoir un entretien.

Afin de mener à bien ces entretiens et d'avoir toutes les réponses à mes questions, j'ai réalisé deux questionnaires. Le premier est à destination des investisseurs (annexe 2). Le second concerne les entretiens avec les dirigeants (annexe 3). En effet, mes deux interlocuteurs étant bien différents, il est difficile de poser les mêmes questions à l'un et à l'autre.

### **2.2.1.3 Mes hypothèses**

Mes hypothèses pour l'étude quantitative sont les suivantes :

Hypothèse 1 : les SCI aident les PME à développer leur chiffre d'affaires.

Hypothèse 2 : les SCI apportent leur expertise pour améliorer la rentabilité de l'activité opérationnelle des entreprises, à savoir l'EBE.

Hypothèse 3 : la marge d'EBE des entreprises progressent plus vite lorsqu'une SCI est présent dans leur capital.

Hypothèse 4 : la croissance du ROE est plus importante sur la période N ; N +3 que sur la période N-2 ; N.

Hypothèse 5 : la croissance du ROA sur la période N ; N+3 est supérieure à la croissance du ROA sur la période N-2 ; N.

Mes hypothèses pour l'étude qualitative sont les suivantes :

Hypothèse 6 : la gouvernance (structure, fréquence des RDV, pacte d'actionnaire) est un facteur clé pour créer de la valeur.

Hypothèse 7 : le parcours de l'investisseur et ses qualités humaines sont déterminants dans la création de valeur.

Hypothèse 8 : le principal risque à maîtriser est l'alignement d'intérêts entre l'investisseur et le dirigeant.

Hypothèse 9 : les investisseurs aident à créer de la valeur en collaboration avec les dirigeants.

## 2.2.2 Caractéristiques de l'échantillon

### 2.2.2.1 Étude quantitative

Mon échantillon se compose de 12 sociétés de capital-investissement, qui communiquaient sur l'ensemble de leur portefeuille. La répartition nationale versus régionale s'effectue comme telle :

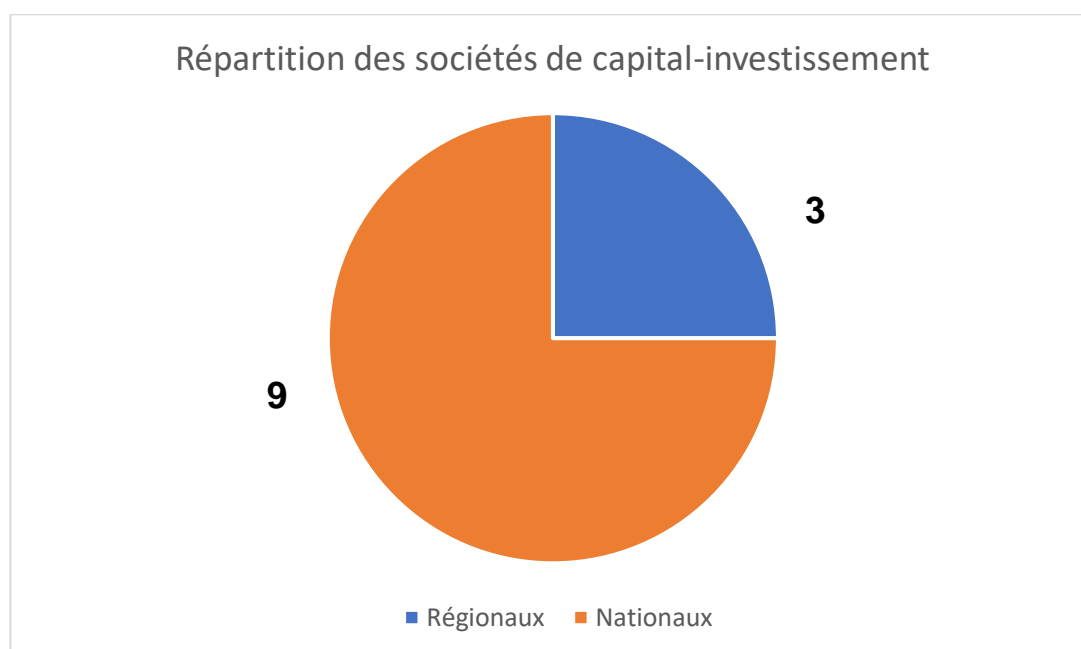
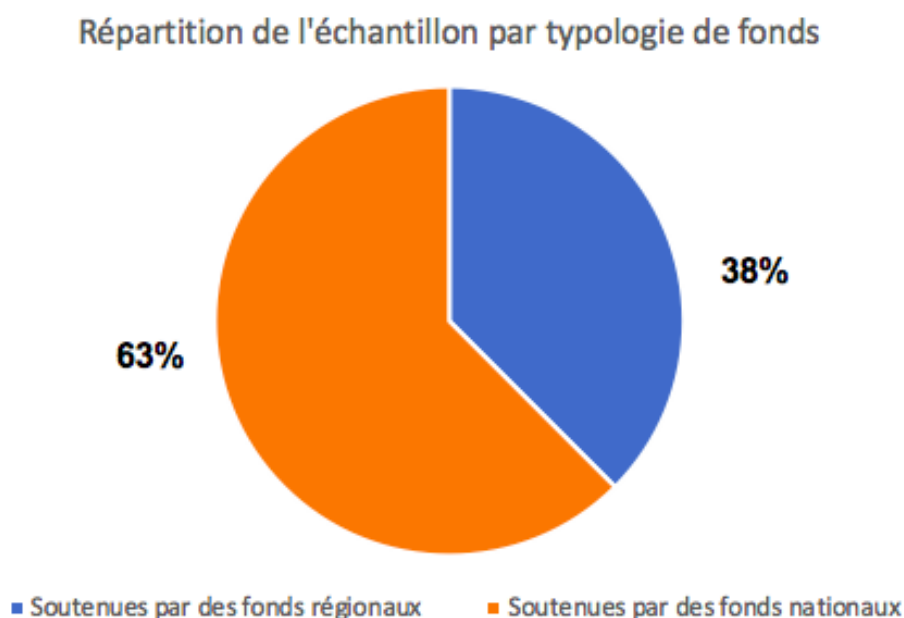


Figure 6 : répartition des SCI de l'échantillon

Pour construire ensuite mon échantillon d'entreprises, j'ai éliminé les entreprises qui n'étaient pas des PME. D'après l'INSEE, une PME est une entreprise constituée de moins de 250 salariés, qui a un chiffre d'affaires annuel inférieur à 53 millions d'euros ou un total du bilan qui n'excède pas 43 millions d'euros. Pour rentrer dans mon échantillon, l'entreprise doit remplir ces critères à la date d'entrée du fonds dans le capital, à savoir N. Il arrive fréquemment que des belles PME, c'est-à-dire qui réalisent environ 40-45 millions de chiffre d'affaires, vont passer la barre des 50 millions quelques années après l'entrée du fonds. Ces entreprises-là ont été gardées dans l'échantillon.

Avec ces 12 SCI, j'ai réussi à constituer un échantillon de 48 entreprises qui ont été financées par ces sociétés de gestion et qui respectent les critères. Sur ces 48 entreprises, la répartition de l'échantillon par typologie de SCI (nationale Vs régionale) s'effectue comme telle :



*Figure 7 : répartition des entreprises de l'échantillon par typologie de fonds*

Cette répartition semble cohérente, d'après le responsable des études statistiques de France Invest que j'ai appelé pour qu'il puisse me conforter dans cet ordre de grandeur.

Concernant la répartition par secteur, j'ai essayé de garder également les mêmes ordres de grandeur présentés par France Invest en fonction des secteurs d'activité des entreprises dans lesquels les SCI investissent. Pour rappel, en 2018, 31% des montants investis par les SCI se sont concentrés dans des entreprises opérant sur les biens et services industriels & la chimie ; et 25% dans entreprises de biens et services de consommation. La répartition sectorielle de mon échantillon est en lien avec celle de France Invest.

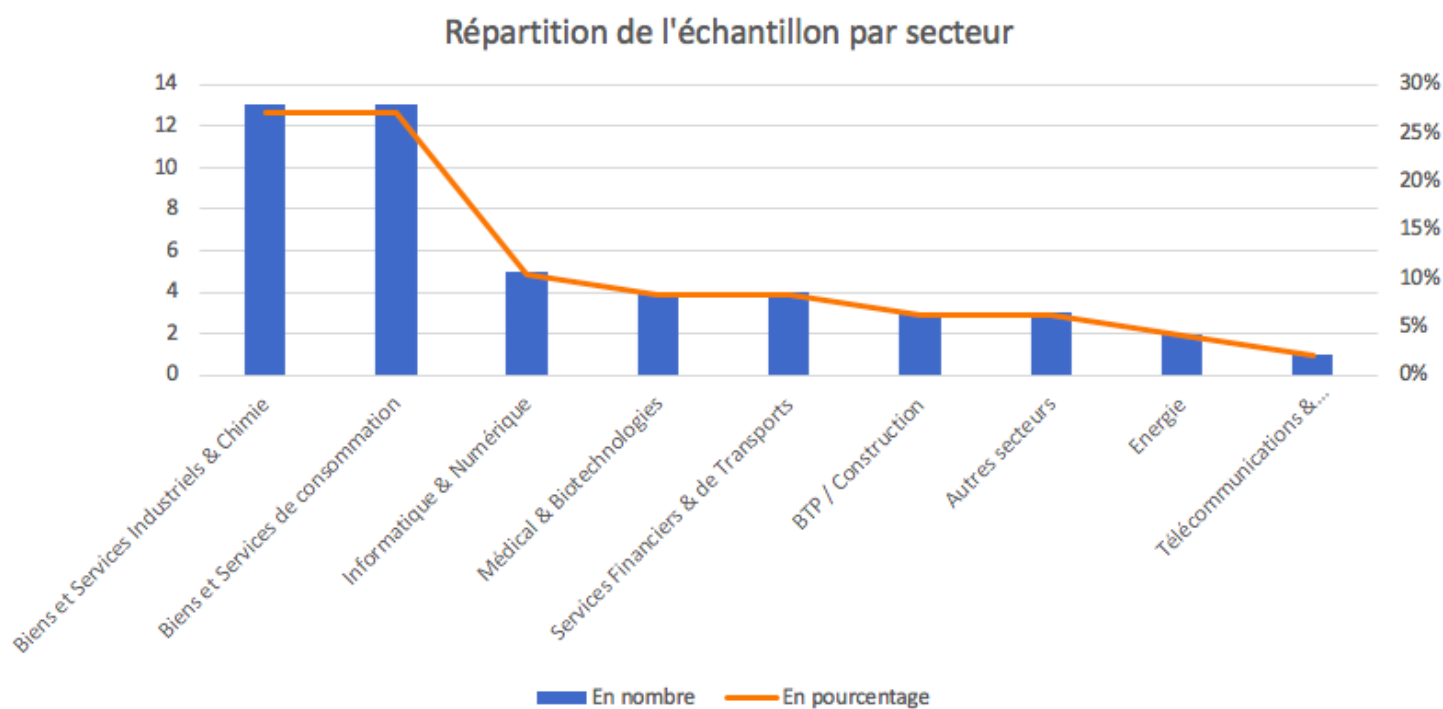


Figure 8 : répartition des entreprises de l'échantillon par secteur

En effet, 13 entreprises de mon échantillon appartiennent au secteur des biens et services industriels & la chimie, soit 27%, tout comme les biens et services de consommation. Viennent en troisième position les entreprises de l'informatique et du numérique (10%), suivis des entreprises du secteur médical & biotechnologie (8%), les services financiers et transports (8%), le BTP/construction (6%), 2 entreprises de l'énergie, 1 des télécommunications et enfin 3 entreprises que j'ai classées dans autres secteurs. Mon échantillon est donc représentatif des PME françaises soutenues par capital-investissement. Rapporté aux 1332 entreprises qui ont été soutenues uniquement en 2018 par des fonds sur le segment du capital-développement et capital-transmission, ainsi qu'aux 1000 entreprises en moyenne soutenues par an depuis 2012, il est vrai que mon échantillon paraît maigre. Cependant, récolter les éléments financiers des 48 entreprises a demandé beaucoup de temps et de patience. Je me suis contenté ainsi de mon échantillon de 48 entreprises pour analyser mes variables.

### **2.2.2.2 Étude qualitative**

Concernant les deux directeurs d'investissement senior interrogés, 1 appartient à une société de gestion nationale (appelé investisseur 1 pour l'étude), et 1 appartient à une société de gestion régionale (investisseur 2). Cela me permettra ainsi d'analyser s'il existe des différences dans l'accompagnement des entreprises entre ces deux types de SCI.

Pour les deux entreprises où je sais que les investissements et la collaboration se sont bien déroulés, une appartient au secteur des services à la personne. Nous allons l'appeler entreprise 1. La seconde opère sur le secteur industriel ; elle fabrique des composants en acier moulé, d'outillage pour fours de traitement thermique et de plasturgie pour l'automobile. Nous l'appellerons entreprise 2. La troisième entreprise où la collaboration a été plus délicate appartient au secteur de la santé. C'est un injecteur plastique à destination des entreprises de la santé.

Par souci de confidentialité, le nom des SCI ainsi que le nom des entreprises ne sont pas mentionnés.

## 2.3 Les résultats obtenus

### 2.3.1 Étude quantitative

#### 2.3.1.1 Les sociétés de capital-investissement favorisent la création de valeur pour les PME

Suite à l'étude quantitative réalisée, voici les conclusions de mon analyse :

			N-2 à N	N à N+3	N-2 à N+3
Variable 1	TCAM du CA sur la période	Moyenne	3%	7%	5%
		Médiane	4%	7%	6%
Variable 2	TCAM de l'EBE sur la période	Moyenne	2%	8%	5%
		Médiane	2%	6%	4%
Variable 3	Evolution moyenne en point de pourcentage de la marge d'EBE par an	Moyenne	+0,7 pp	+1,8 pp	+1,25 pp
		Médiane	+0,8 pp	+2 pp	+1,45 pp
Variable 4	Evolution moyenne en point de pourcentage du ROE par an	Moyenne	+0,8 pp	-0,7 pp	+0 pp
		Médiane	-0,4 pp	-0,1 pp	-0,25 pp
Variable 5	Evolution moyenne en point de pourcentage du ROA par an	Moyenne	+1,2 pp	+1,7 pp	+1,45 pp
		Médiane	+0,2 pp	+1 pp	+0,6 pp

Tableau 3 : les conclusions des variables étudiées

L'hypothèse 1, corrélée à la variable 1 est ainsi validée. En effet, les entreprises réalisaient 3% de croissance par an en moyenne de N-2 à N, contre 7% de croissance moyenne par an sur la période N à N+3. Lorsque l'on regarde la médiane, la même tendance se dessine. Les SCI ont ainsi un effet positif sur la croissance du chiffre d'affaires des entreprises.

Le TCAM de l'EBE sur la période N ; N+3 est supérieur au TCAM de l'EBE sur la période N-2 ; N. La hausse représente 6 points de pourcentage si l'on tient compte de la moyenne, et 4 points de pourcentage en prenant la médiane. L'hypothèse 2 est donc validée. Les SCI aident les entreprises à améliorer leur rentabilité sur leur activité d'exploitation. Il sera intéressant de comprendre lors de l'étude qualitative comment les SCI s'y prennent pour y parvenir.

Mécaniquement, comme les hypothèses 1 et 2 sont validées, l'hypothèse 3, l'est également. La marge d'EBE s'améliore en moyenne de 1,8 point de pourcentage par an après l'entrée du fonds, contre 0,7 point de pourcentage avant. L'écart est plus important lorsque l'on prend en compte la médiane. La différence est de +1,2 point de pourcentage pour la médiane, contre +1,1 point de pourcentage pour la moyenne.



L'hypothèse 5 est validée. En effet, la croissance du ROA sur la période N ; N+3 de 1,7 point de pourcentage est supérieure à la croissance du ROA sur la période N-2 ; N de 1,2 point de pourcentage. L'écart est plus significatif (+0,8 point de pourcentage par an) en prenant en compte la médiane. Cela vient donc prouver que les SCI n'exercent pas de pression sur les entreprises pour qu'elles réduisent la taille de leur actif, afin de recevoir des flux de trésorerie. Les SCI ne rentrent pas au capital d'une PME pour vendre tous ses actifs, en tirer un profit, puis revendre l'entreprise sans valeur.

### **2.3.1.2 Même si la variable 4 montre le contraire**

L'analyse de la variable 4 est plus délicate. Déjà, elle ne nous permet pas de valider l'hypothèse 4. En analysant la moyenne ou la médiane sur la période N ; N+3, le ROE décroît sur cette période. Cela voudrait dire que la rentabilité des capitaux propres a baissé après l'entrée du fonds dans le capital. La principale limite pour cette variable concerne la comparabilité des deux périodes. Deux cas existent.

Les SCI peuvent intervenir en fonds propre au niveau de la société d'exploitation, ce qui veut dire que le montant des capitaux propres a changé entre N-1 et N. Les fonds propres ont augmenté avec l'apport des SCI (si le résultat net négatif de l'année précédente ne vient pas annuler l'effet des fonds propres apportés). Il est donc difficile d'appréhender le ROE si les fonds propres ont sensiblement évolué entre les deux périodes.

Dans le cas d'une opération de LBO, les SCI peuvent créer un nouveau holding pour l'opération. Ils interviendront ainsi en fonds propres au niveau du holding. Comme j'ai analysé les résultats des sociétés d'exploitation, cela ne devrait pas affecter mon analyse. Mais comme un LBO consiste en une remontée de dividendes de la société d'exploitation vers la société mère, qui se traduit par un résultat financier négatif, et très souvent un résultat net négatif, la comparabilité de mon résultat net pour calculer mon ROE entre N et N+1 devient donc plus difficile.

Ainsi, après l'analyse des variables, même si l'hypothèse 4 ne peut être confirmée, je peux affirmer d'après mon étude quantitative que les sociétés de capital-investissement sont créatrices de valeur pour les PME. Elles aident les entreprises à améliorer leur chiffre d'affaires, leur EBE, leur marge d'EBE ainsi que leur ROA.

### **2.3.1.3 Les limites de l'étude**

La première limite à prendre en compte concerne mon échantillon. En effet, on peut se demander si l'échantillon est représentatif de toutes les entreprises financées par capital-investissement. Je pense qu'il offre une vue globale couvrant tous les secteurs de l'économie

française, en pourcentage de leur poids dans les investissements, mais qu'il aurait bien évidemment fallu analyser plus d'entreprises afin d'avoir un échantillon plus représentatif, et de facto des résultats plus robustes. Je pense cependant que pour mon travail de recherche, 48 entreprises est un nombre raisonnable au vu des difficultés que j'ai rencontrées pour le construire. Ensuite, on peut se demander si les sociétés de gestion ont-elles volontairement omis de communiquer sur les opérations où elles ont détruit de la valeur ? J'ai essayé de choisir des SCI qui communiquent sur l'ensemble de leur portefeuille. Cependant, il se peut qu'elles ne souhaitent pas communiquer sur les mauvaises opérations.

Sur Diane les comptes consolidés ne sont pas disponibles. J'ai donc analysé les comptes des sociétés d'exploitation. Cela peut également fausser mon analyse, même s'il est plus rare que des PME publient des comptes consolidés. J'aurais pu construire des comptes agrégés, mais au vu du nombre important d'entreprises analysées, cela n'était pas possible. De plus, construire un agrégé est très technique, car il est nécessaire d'éliminer les flux inter-sociétés (interco). Or il m'était impossible de les identifier sans un entretien avec le management de ces sociétés.

Ensuite, j'ai calculé des « moyennes de moyennes », ce qui, d'un point de vue mathématiques, n'est pas nécessairement fin dans l'analyse. Par exemple, pour la variable chiffre d'affaires, j'ai dans un premier temps calculer un TCAM par entreprise pour les deux périodes. J'ai ensuite calculé la moyenne de tous les TCAM par entreprise pour arriver à une moyenne globale. Cependant, je pense que cette méthode reste la plus appropriée afin de répondre à ma problématique.

Pour finir, l'analyse de mes variables ne démontre-t-elle pas la capacité des SCI à choisir les bonnes opportunités d'investissement, c'est-à-dire les entreprises sur lesquels parier et investir ? Les entreprises auraient-elles réalisé les mêmes taux de croissance sans les SCI à leur côté ? Ces questions peuvent ouvrir une nouvelle question de recherche et une nouvelle méthodologie de recherche. En effet, il serait opportun de prendre des entreprises similaires et concurrentes, d'en avoir une qui a été financée par capital-investissement et une autre non, pour comparer leurs performances. Il faudrait choisir plusieurs paires d'entreprises pour que les conclusions de l'étude puissent être utilisables. Cependant, la constitution de l'échantillon serait le principal obstacle de l'étude.

## **2.3.2 Étude qualitative**

### **2.3.2.1 La création de valeur est propre à chaque investisseur et leur vision du métier**

J'ai essayé de comprendre dans un premier temps comment les dirigeants choisissent les investisseurs. Le premier critère que les dirigeants avancent est « *le côté humain de*

*l'investisseur, ses valeurs, le feeling qu'il y a eu* », c'est-à-dire une volonté commune de travailler ensemble sur un projet commun durant 5-7 ans. La valorisation proposée à l'entrée, ou le management package défini ne sont pas les seuls facteurs. Les dirigeants définissent les investisseurs comme « *des partenaires, des associés* » plus que des actionnaires, qui seront « *des parties prenantes dans la nouvelle organisation* ». Le second critère pour choisir la SCI qui va les accompagner concerne « *l'adéquation entre les attentes de l'investisseur et les miennes* ». Par exemple, l'entreprise 1 souhaitait un investisseur minoritaire, pour garder le contrôle de son entreprise familiale. L'entreprise 2 quant à elle cherchait un investisseur spécialiste du secteur. Les attentes doivent également être les mêmes sur l'horizon de sortie. « *Nous étions d'accord sur un horizon à 5 ans* », remarquent les 3 dirigeants.

Le discours des investisseurs est en adéquation avec celui des dirigeants. Pour eux, leur métier est certes un « *métier financier* », mais la « *relation d'homme à homme est bien plus importante que nos compétences* ». « *Par exemple, si je ne suis pas en accord avec le dirigeant, s'il ne m'inspire pas confiance ou si je ne le sens pas compétent via son discours, je ne vais pas réaliser l'investissement et la relation s'arrêtera là* » avance l'investisseur 1. « *Chaque investisseur est différent et exerce son métier de façon différente, l'aide qu'il peut apporter dépend bien évidemment de la personne. J'ai connu des collègues qui ne rencontraient seulement une à deux fois les dirigeants par an. Mais pour moi ce n'est pas ça le métier. Nous devons être à leur côté pour les épauler* » m'explique l'investisseur 2. Outre les qualités techniques, un investisseur doit être « *humble, respectueux vis-à-vis du travail du dirigeant et il doit savoir rester à sa place, comme par exemple ne pas vouloir diriger à la place de l'entrepreneur* ». Le respect est la valeur qui est revenue pour les deux investisseurs. L'investisseur 2 complète la définition, en disant qu'il est important de respecter « *le dirigeant, les acteurs de l'entreprise, et la stratégie des dirigeants. Notre montage ne doit pas influencer les relations que le dirigeant a avec ses parties prenantes, au risque de nuire à l'entreprise* ».

A travers les premières questions je comprends donc que la création de valeur dépend des qualités humaines de l'investisseur, l'effort qu'il est prêt à déployer pour l'entreprise, mais aussi les connaissances sur le secteur d'activité. Les dirigeants apprécient les investisseurs qui « *connaissent leurs lacunes, leurs limites* » c'est-à-dire ceux qui savent où s'arrête leur expertise pour laisser la place soit au dirigeant soit à un consultant externe. L'hypothèse 7 (le parcours de l'investisseur et ses qualités humaines sont déterminants dans la création de valeur) est ainsi validée.

### 2.3.2.2 La gouvernance comme base pour la création de valeur

Tout d'abord, les investisseurs définissent la gouvernance comme l'ensemble des moyens pour encadrer les relations entre les actionnaires et l'équipe dirigeante. Elle vise à fixer « *des règles pour atteindre les objectifs en termes de business plan et aussi les rôles de chacun* ». Le premier point concerne la structure juridique de l'entreprise. Dans la plus grande partie des cas, les financiers créent une SAS, car les règles de gouvernance sont plus souples que dans une SA et elles peuvent être définies contractuellement. « *Le plus important dans la gouvernance est de trouver l'équilibre entre notre intervention raisonnable dans la gestion et de l'autre ne pas pouvoir être accusé de fautes de gestion* », rapporte l'investisseur 1. Leur intervention dans la gestion se traduit par des droits de vote et/ou droit de veto au sein du comité. Les investisseurs créent généralement un comité stratégique ou comité de surveillance, qui se rencontre une fois par trimestre. Il est composé des représentants des SCI, ou de l'investisseur lui-même, ainsi que des dirigeants. En général, les plans de CAPEX sont soumis au vote, les principales orientations stratégiques ou encore une modification dans les statuts. « *Le but est aussi de faire un point sur l'activité du groupe, les résultats financiers, et émettre des recommandations* » explicite le dirigeant de l'entreprise 2.

Le pacte d'actionnaires intervient dans le cadre de la gouvernance. Il est rédigé en amont de l'opération et doit être signé par toutes les parties. « *Son principal avantage est le droit d'information qu'il accorde mais aussi les problèmes de liquidité qu'il résout* » note l'investisseur 1. J'ai interrogé les 5 personnes sur les principales clauses, voici ce qu'il en ressort :

- Les clauses de liquidité : les clauses de rendez-vous, les clauses d'agrément, de sortie conjointe et les clauses de préemption.
- Les clauses d'anti-dilution : pour maintenir les pourcentages de détention du capital en cas d'opération sur le capital.
- Les clauses relatives au droit d'information.
- Les clauses de pari-passu pour maintenir l'égalité de traitement entre les investisseurs.

Les dirigeants notent « *la charge de travail importante que représente le droit à l'information, notamment en termes de production des reportings* ».

Ensuite, les interrogés notent également l'importance de la « *gouvernance informelle* ». Les investisseurs « *essayent de rencontrer au minimum une fois par trimestre leur participation, lors des conseils stratégiques, mais il arrive que ce soit plus, très souvent lors d'un déjeuner, pour créer un contexte plus informel* » rapportent les investisseurs. « *Les dirigeants savent*

*qu'ils peuvent m'appeler quand ils ont besoin* ». De leur côté, les dirigeants n'hésitent pas à appeler les investisseurs, *« surtout lorsqu'ils ont des questions rapides d'ordre financier »*.

Ainsi, comme j'ai pu le constater, la gouvernance est un facteur clé pour créer de la valeur. Elle permet de définir dès le début de la relation les bases pour son bon développement. L'hypothèse 6 est donc validée.

### **2.3.2.3 Les apports des investisseurs**

Pour les dirigeants, la première qualité qu'ils louent aux investisseurs est *« la mise à disposition de leur réseau »*. *« Que ce soit pour trouver le consultant pour répondre à un besoin spécifique, nous proposer des croissances externes ou bien nous proposer le CV d'un cadre dirigeant, les investisseurs sont très utiles »* répond le dirigeant de l'entreprise 1. L'investisseur 2 rajoute *« nous sommes dans une logique de synergies entre les entreprises de notre portefeuille. Par exemple, un dirigeant cherchait des solutions pour créer un système de réservation en ligne. Il s'avère qu'au sein de notre portefeuille nous avons une entreprise qui propose ce type de service. Je les ai donc mis en relation »*. Les investisseurs connaissent les bonnes personnes, de l'avocat d'affaires qui va permettre de créer une structure juridique optimale, jusqu'au consultant opérationnel qui va répondre au besoin de l'entreprise. L'investisseur 1 me fait remarquer qu'il existe des consultants salariés au sein de sa SCI, avec chacun leur spécialité en fonction de leur secteur, à destination des entreprises en portefeuille, pour répondre à leurs besoins spécifiques et techniques. De plus, d'après les investisseurs, ils apportent également une confiance aux banques, grâce aux fonds propres qu'ils injectent dans l'entreprise. Cette confiance permettra par exemple *« de lever de la dette senior avec des montants importants, que ce soit pour des prêts amortissables ou in fine »*. Mais les deux parties sont d'accord sur le fait que l'expertise technique en finance des investisseurs est très précieuse. Ils permettent d'améliorer les reportings et, dans le cas de l'entreprise 1, les investisseurs l'ont aidé à *« créer un outil d'analyse des marges par type de produit »*. Pour l'entreprise 2, les investisseurs ont été très précieux dans le cadre des croissances externes, pour épauler les dirigeants dans le processus et notamment sur l'aspect valorisation de la cible.

A la question *« aidez-vous les entreprises à améliorer leur CA ? »* les deux investisseurs sont formels : la réponse est non. *« Ce n'est pas à nous de démarcher des clients pour signer des nouveaux contrats. Par contre, si on a entendu quelque chose, on appelle le dirigeant pour qu'il fasse le travail nécessaire. Mais cela reste très rare »*. Les dirigeants sont en accord, et l'un d'entre eux réplique *« Encore heureux que non. Je veux rester le seul maître dans la gestion opérationnelle »*. Par contre, les investisseurs peuvent aider sur l'amélioration de la marge

d'EBITDA, en travaillant sur *« la structure des coûts, grâce à notre expérience »*. Le dirigeant de l'entreprise 2 a par exemple travaillé avec son investisseur pour lisser le coût des matières premières, grâce aux produits financiers appelés forward. Cependant, il est important de noter que les investisseurs n'ont jamais exercé de pression sur les dirigeants pour réduire la taille de leur actif. Les trois dirigeants n'ont pas senti le désir de leur investisseur de vendre une partie des actifs des entreprises. Les investisseurs cherchent plus à contrôler les CAPEX, pour que les dirigeants ne consomment pas tout le cash apporté par les fonds. L'investisseur 2 explique que *« en général, les dépenses de CAPEX sont soumises aux votes lors des comité d'actionnaires. Des montants sont fixés dans le pacte. En-dessous d'un certain seuil les dirigeants peuvent investir comme bon leur semble, mais au-dessus d'un montant les dirigeants doivent attendre l'accord du comité »*.

Concernant la création de valeur sociale, les dirigeants des entreprises 1 et 2 notent que *« le nombre d'employés lorsque le fonds est sorti de mon capital était supérieur de 30% par rapport à la date d'entrée. J'ai augmenté les salaires d'1,5% par an et l'intéressement des salariés était plus important car le chiffre d'affaires avait augmenté »*. Les salariés ont ainsi bénéficié de la croissance de leur entreprise. Les investisseurs sont attentifs à l'évolution du nombre d'employés car ils préfèrent bien évidemment que leurs investissements ont un effet sur la création d'emplois en France. Par contre, ils avouent ne pas regarder l'évolution des salaires des employés. L'investisseur 2 aime bien rassembler tous les salariés au début de la collaboration pour faire une grande réunion dans le but de les rassurer sur la volonté et la stratégie du fonds.

#### **2.3.2.4 L'alignement d'intérêts comme une condition pour le succès de l'opération**

Pour que l'opération soit un succès et qu'il y ait création de valeur, il est primordial que les intérêts des dirigeants soient alignés avec ceux des investisseurs et du fonds. Selon l'investisseur 1 *« mon expérience montre que la réussite d'une opération repose principalement sur l'alignement des intérêts et des enjeux entre les actionnaires financiers, les actionnaires opérationnels et le management »*.

Pour créer cet alignement d'intérêts, le principal outil est le management package. Son but est de donner une partie de la plus-value au management pour les faire profiter du succès de l'opération. Pour l'investisseur 2 *« le premier objectif est de garantir une même ambition qui est portée par un management pour un nouveau challenge, dans un but de création de valeur en collaboration avec les investisseurs. L'incitation financière va motiver le management pour atteindre l'objectif. Le deuxième objectif est d'inciter le management à prendre des risques »*.

Le but est donc de motiver et fidéliser le management qui a la responsabilité du projet managérial et entrepreneurial. Les investisseurs notent la place de plus en plus importante que prend le management package au sein des deals et surtout les conditions de plus en plus favorables et généreuses pour obtenir une rétrocession de la plus-value. Les dirigeants ne voient pas forcément le management package comme une motivation, *« mais plus comme une récompense pour le travail réalisé et la pression endurée durant ces années »*.

Ainsi, les investisseurs sont en accord avec l'hypothèse 8, stipulant que le principal risque à maîtriser est l'alignement d'intérêts entre l'investisseur et le dirigeant. L'hypothèse 8 est donc validée.

### **2.3.2.5 La nature de la relation reste fortement corrélée aux qualités de l'investisseur et de la SCI**

Grâce à l'entretien réalisé avec l'entreprise 3, j'ai compris que la seule maîtrise des paramètres cités plus haut ne permet pas d'avoir une création de valeur certaine. L'entreprise 3 réalisait avant l'entrée du fonds un TCAM du CA de l'ordre de 8%, selon le dirigeant. Après que le fonds soit entré au capital, le rythme de croissance par an était inférieur à 2-3%, et le résultat net de l'entreprise a été plombé par le poids de la dette. A la question *« avez-vous une image positive de la collaboration ? »* le dirigeant était formel, et répondit sèchement *« non »*.

J'ai ainsi essayé de comprendre les raisons de cet échec. Pour le dirigeant, la première cause concerne la nature de la SCI, qui est une filiale d'une grande banque française. Cette SCI donnait trop de participations à suivre à ses investisseurs. Par exemple, il se souvient que son investisseur suivait environ 25 entreprises, ce qui est bien trop pour assurer un suivi personnalisé. *« Ce modèle convient à des chargés d'affaires entreprises, qui opèrent sur le marché du financement, mais pas pour des investisseurs en fonds propres »*. Puis, si l'on souhaite évoluer au sein des grandes banques françaises, un atout que l'on doit avoir est la mobilité. Le dirigeant raconte que durant la période de collaboration, l'investisseur a changé car il a été muté ailleurs. Or son successeur n'était pas impliqué dans la relation, car il ne l'avait pas *« originé »*, autrement dit, ce n'était pas vraiment son dossier. L'investisseur n'était pas impliqué dans le dossier, et le dirigeant se sentait *« seul et pas écouté. Il ne connaissait pas assez bien mon entreprise et le marché. J'ai perdu beaucoup de temps à lui expliquer les choses lors des comités stratégiques. A la fin, il ne venait même plus »*. Le dirigeant le percevait comme un *« commercial, plus qu'un investisseur »* car l'investisseur voulait surtout faire profiter ses collègues du M&A, Coverage, de la banque d'investissement et de la banque privée de la relation qu'il avait avec le dirigeant pour leur apporter des affaires, et recevoir un bonus.

La seconde cause de cet échec réside dans les tensions qui sont apparus dès lors que la première croissance externe s'est mal passée. L'entreprise a racheté un concurrent en Hongrie qui disposait d'une technique de production particulière. Or, ils ont découvert après l'acquisition que l'entreprise possédait des « *passifs cachés* » c'est-à-dire des dettes cachées que l'entreprise 3 a dû rembourser. C'est le point de départ qui a tendu la relation. « *L'investisseur est devenu craintif, et ne me faisait plus confiance. A chaque décision je devais me justifier et batailler pour avoir l'accord. Je n'étais plus libre de mes décisions. Je perdais plus de temps à me justifier auprès des actionnaires plutôt qu'à diriger mon entreprise. L'investisseur n'était plus en accord avec le plan de CAPEX, et cherchait à le réduire, ce qui d'après moi a considérablement nuit à mon entreprise* ». L'investisseur disposait de droit de véto sur les CAPEX, et n'a pas hésité à les utiliser deux ans avant la sortie. Le dirigeant ne trouvait plus l'investisseur « *légitime* » car il ne connaissait pas assez bien son entreprise et le secteur. Il ne lui apportait pas de valeur ajoutée et limitait les CAPEX.

La troisième cause d'échec selon le dirigeant concerne l'omniprésence des indicateurs financiers que l'investisseur voulait suivre. Par exemple, l'investisseur en charge du dossier se concentrait énormément sur les Free Cash Flow. Or le dirigeant avoue qu'il ne connaissait pas cet indicateur avant d'avoir eu ce fonds au capital. « *Je préfère me concentrer sur l'EBITDA, le résultat net, ou sur le bien-être de mes salariés, qu'ils soient contents de venir travailler et qu'ils ne se mettent pas en maladie* ». Les Free Cash Flow permettent d'analyser le taux de transformation en cash de l'activité d'exploitation. Avoir d'importants FCF permet notamment de mieux valoriser une entreprise, avec la méthode des DCF, et donc espérer une plus-value attractive lors de la sortie du fonds. Ainsi, le dirigeant ne se sentait pas « *parler le même langage* ». « *Être un bon investisseur c'est aussi savoir adapter son discours en fonction du dirigeant que l'on a en face* », raconte l'investisseur 1.

Au bout de 4 ans de collaboration, le dirigeant et le fonds sont tombés d'accord pour que ces derniers vendent leurs parts. Ce témoignage permet de conforter la validation de l'hypothèse 7. Le capital-investissement reste un métier d'Hommes. Chaque investisseur est maître d'exercer son métier comme bon lui semble, et de juger à quel degré il veut apporter son aide pour créer de la valeur, ou de solliciter les bonnes personnes pour aider l'entreprise.

### **2.3.2.6 La création de valeur par les SCI**

A la fin des entretiens, j'ai posé la question au dirigeant « *selon vous, les investisseurs vous ont-ils aidé à créer de la valeur* » dans le but de faire une synthèse sur les propos avancés, et surtout de valider ou infirmer mon hypothèse 9.



Concernant les investisseurs, les deux interrogés m'ont bien évidemment répondu que oui, pour eux ils créent de la valeur en collaboration avec le dirigeant. Ils n'ont pas le droit de s'immiscer dans la gestion de l'entreprise, de par les statuts, mais se considèrent comme « *des partenaires de long terme, présents aux côtés des dirigeants pour stabiliser un actionnariat, sortir des actionnaires minoritaires qui peuvent nuire au développement à long terme de l'entreprise, par exemple* ». Dans les grandes SCI, la stratégie d'investissement est clairement définie : chaque investisseur suit en moyenne 3 entreprises. Puis, des dispositifs d'accompagnement, spécialisé par secteur, sont mobilisables pour les investisseurs.

Les dirigeants des entreprises 1 et 2 soulignent « *l'argent intelligent que les investisseurs apportent, avec une expertise, une connaissance du métier et un regard extérieur* ». « *La différence se fait dans la qualité de la relation avec l'investisseur. On se sent moins seul* ». Ils soulignent la confiance que les investisseurs apportent pour les tierces parties : « *avoir un fonds dans mon capital est un gage de crédibilité et de robustesse aux yeux des banques, des fournisseurs et des clients* ». Mais ils notent aussi « *la relation de confiance réciproque qui est nécessaire à une bonne collaboration. Cette confiance passe par la qualité humaine des investisseurs. Les personnes sont essentielles. Ce sont elles qui font la différence* ».

L'hypothèse 9, qui stipule que les investisseurs aident à créer de la valeur en collaboration avec les dirigeants, est validée à travers notre étude qualitative. Cependant, la création de valeur dépend de l'investisseur et des personnes.

## CONCLUSION

## **Conclusion**

A travers la revue de littérature et l'étude quantitative-qualitative, on peut répondre à la problématique de façon claire : les sociétés de capital-investissement sont créatrices de valeur pour les PME. Il existe une corrélation entre la performance des entreprises et la présence d'un fonds de capital-investissement au sein de leur capital. Sur notre échantillon, on a pu analyser une croissance du chiffre d'affaires, de l'EBE, de la marge d'EBE ainsi qu'une croissance du ROA des entreprises de l'échantillon. Leur taux de rentabilité est supérieur au coût des capitaux propres. La création de valeur passe par le développement de l'activité de l'entreprise, que ce soit via de la croissance externe et/ou organique (développement de nouveaux marchés, hausse des ventes avec un effet volume ou effet prix). Les effectifs croissent en conséquence pour soutenir le développement de l'activité, ce qui laisse ainsi supposer que la création de valeur financière dans un premier temps se transforme dans un second temps vers une création de valeur sociale. Les entreprises continuent également de mener des politiques d'investissement offensive afin de maintenir leur avance sur les concurrents. Ces résultats sont en accord avec les conclusions tirées de la revue de littérature. Les SCI sont parfaitement conscientes que pour maximiser leur TRI et leur plus-value, cela passe par une valeur ajoutée à apporter aux entreprises.

Les SCI n'agissent pas comme des fonds vautours, qui auraient pour seul but de maximiser leur plus-value en exerçant une pression à la baisse sur les actifs de l'entreprise, par exemple. La variable « taille de l'actif » permet de le démontrer. De plus, les investisseurs interrogés accordent une importance au nombre d'emplois créés suite à leur intervention en capital. Ils apprécient apporter de l'argent utile. L'investisseur dispose d'un panel d'outils pour aider le dirigeant dans son projet. Il endosse un rôle d'accélérateur et de coach pour l'entreprise. Il apporte ses connaissances, son réseau et son expertise financière pour développer l'entreprise. Une entreprise avec une SCI dans son capital aura tendance à être davantage tournée vers l'international et réalisera plus de croissances externes. L'expertise financière des investisseurs va conforter le dirigeant dans ses décisions. Les dirigeants se sentent épaulés et soutenus. Les investisseurs ne créent pas de valeur tout seul, ils ont besoin de l'appui du dirigeant pour le succès du projet. Il en résulte une création de valeur commune.

L'alignement d'intérêts est primordial pour qu'une opération puisse se dérouler au mieux. Toutes les parties, à savoir le dirigeant, les cadres clés, les salariés et les investisseurs doivent avoir un but commun : le succès du projet. L'étude d'EY et France Invest révèle que dans plus de 50% des entreprises cédées après une première opération, les salariés et autres

cadres de l'entreprise peuvent investir dans l'entreprise. C'est pourquoi, les mécanismes de rétrocession de la plus-value entre ces parties sont des leviers de création de valeur, qui auront pour but de motiver les hommes clés et réduire l'asymétrie d'information. Ensuite, la gouvernance est un second levier de création de valeur. Une collaboration qui dès le départ est définie par un pacte d'actionnaires, où les règles du jeu sont fixées en avance, permet déjà de partir sur des bonnes bases. Puis, la qualité de la relation entre investisseurs et dirigeants et la confiance entre ces hommes sont deux facteurs clés de succès, car le capital-investissement reste un métier avec une forte dimension humaine. C'est pourquoi le choix de la SCI et de l'investisseur est primordial pour le dirigeant. Son projet doit être défini et clair. Il doit savoir s'il souhaite une société de gestion régionale ou nationale, s'il préfère une intervention minoritaire ou majoritaire en fonction des droits de vote qu'il est prêt à laisser à la SCI. Il doit définir en amont le degré d'intervention de la SCI qu'il est prêt à céder dans la gestion de son entreprise. Puis, de l'autre côté, l'investisseur doit être disposé à accorder du temps à l'entreprise, tant sur le plan du suivi que sur son rôle de conseiller. C'est pourquoi, le parcours de l'investisseur et ses qualités professionnelles, comme humaines, sont des éléments déterminants dans la création de valeur.

En choisissant un investisseur plutôt qu'un autre, le dirigeant lui témoigne sa confiance. La confiance entre l'investisseur et les dirigeants est primordiale dans la collaboration. Elle permettra de subjuguer les premières tensions et conflits, qui apparaissent souvent quand les résultats ne sont plus en lien avec le business plan. La confiance se renforce lorsqu'une gouvernance informelle vient compléter la gouvernance formelle définie dans le pacte d'actionnaire. La confiance entre l'investisseur et le dirigeant reste une condition sine qua non à la réussite du projet.

A la suite du travail de recherche effectué, on peut se poser la question suivante : ces résultats ne montrent-ils pas la capacité des sociétés de capital-investissement à choisir les bonnes entreprises sur lesquelles investir, c'est-à-dire potentiellement celles qui vont afficher les meilleurs taux de croissance de leur activité et de leur résultat ? Si l'entreprise s'était financée autrement, afficherait-elle les mêmes taux de croissance ?

## Bibliographie

- Bonnet C (2005, Juin). La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière. *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 99-132.
- Boucly, Sraer, Thesmar (2011, Mai). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, pp. 432-453.
- Castellaneta F, Gottschalg O (2014, Septembre). Does ownership matter in private equity ? The sources of variance in buyouts' performances. *Strategic Management Journal*, pp. 330-348.
- Charreaux G (1998, Mai). Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises. *Economies et Sociétés*, pp. 1-16.
- Charreaux G (2002, Mai). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue française de gestion*, pp. 77-107.
- Charreaux G, Desbrières P (1998, Juin). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 57-88.
- Desbrières P (2001). Le capital-investissement. *Banques & Marchés*, pp. 2-10.
- Desbrières P (2000). Critères d'évaluation des investisseurs en capital . *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 1-43.
- Desbrières P, Schatt (2002, Décembre). L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français. *Finance Contrôle et Stratégie*, pp. 79-106.
- Dubocage E, Rivaud-Danset D (2006). *Le capital-risque*. La découverte.
- Ernst&Young, France Invest (2018). *Création de valeur dans les PME et les ETI françaises accompagnées dans leur transformation par les acteurs français du capital-investissement*.
- Fischer HM, Pollock TG (2017, Novembre). Effects of social capital and power on surviving transformational change: the case of the initial public offerings. *Academy of Management*, pp. 463-481.
- France Invest (2019). *Activité des acteurs français du capital-investissement*.
- Gaspar J-M (2012, Février). The performance of french LBO firms : new data and new results. *Finance*, pp. 7-60.
- Guéry-Stévenot A (2006). Conflits entre investisseurs et dirigeants, Anne Guéry-stévenot. *Revue française de gestion*, pp. 157-180.
- Gupta, Sapienza HJ (1992, Septembre). Determinants of venture capital firms' preferences

- regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *Journal of Business Venturing*, pp. 347-362.
- Jensen MC, Meckling WH (1976). A theory of the firm – Governance, Residual Claims & Organizational form. *Harvard University*, pp. 300-312.
- Jensen MC, Murphy (1990, Avril). Performance pay and top management incentive. *Journal of Political Economy*, pp. 225-264.
- Kaplan S (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, pp. 217-254.
- Kaplan S, Strömberg P (2003, Avril). Financial contracting theory meets the real world : an empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, pp. 281-315.
- Kaplan S, Stromberg P (2009, Décembre). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 46-121.
- Kini O, Jain BA (2003, Mars). Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms . *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 1139-1183.
- Modigliani F, Miller MH (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*,.
- Pierre S, Nomo, Pilaeva (2010, Octobre). The non-financial contribution of venture capitalists to VC-backed SME : the case of traditional sector. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, pp. 108-118.
- Pommet S, Rainelli M (2012, Janvier). Capital investissement et performance des firmes, le cas de la France, . *Vie & sciences de l'entreprise*, pp. 30-45.
- Pommet S, Sattin JF (2012, Aout 30). L'influence des stratégies de capital-risque sur la performance de leurs investissements en Europe. *Finance Contrôle et Stratégie*, pp. 2-21.
- Sapienza HJ, Manigrat, Vermeir (1996, Novembre). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, pp. 439-469.
- Sapienza HJ (1992, Janvier). When do venture capitalists add value? . *Journal of Business Venturing*, pp. 9-27.
- Stévénnot A (2005). La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : d'une approche juridico-financière à une approche cognitive. *AIMS*.
- Wright Robbie MK (1988, Juillet). Venture Capital and Private Equity : a review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 521-579.
- Zacharakis AL, Shepherd A (2001, Juillet). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' on decision making. *Journal of Business Venturing*, pp. 311-332.

## **Table des annexes**

<i>Annexe 1 : Extrait du classeur Excel rassemblant les données des entreprises .....</i>	<i>80</i>
<i>Annexe 2 : Questionnaire pour les directeurs d'investissement sénior .....</i>	<i>81</i>
<i>Annexe 3 : Questionnaire à destination des dirigeants .....</i>	<i>82</i>

Annexe 1 : Extrait du classeur Excel rassemblant les données des entreprises

Société de gestion	Entreprise	Date d'en	Secteur	Chiffre d'affaires					EBE					Résultat net					Capitales propres					Total actif				
				N-2	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N-2	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N-2	N-1	N	N+1	N+2	N+3	N-2	N-1	N	N+1	N+2	N+3	
Capital Grand Est																												
Dattem	2015	2015	Informatique et Numérique	2 409 975	2 742 091	2 847 275	3 130 356	3 806 763																				
Bretzel Burgard	2015	2015	Biens et Services de consommation	16 830 570	17 534 322	18 880 466	19 972 338	23 719 465																				
Norcan	2014	2014	Services Financiers & de Transport	15 673 748	15 535 174	15 905 516	16 723 241	17 963 941																				
Haelen	2013	2013	Biens et Services Industriels & Chimie	5 507 209	5 567 464	4 399 955	4 084 322	5 197 505																				
Ziemex	2012	2012	Biens et Services Industriels & Chimie	17 885 207	20 181 034	36 474 702	24 161 468	27 874 680	26 722 147																			
Heinrich & Bock	2012	2012	Biens et Services Industriels & Chimie	13 777 539	14 256 234	13 711 941	14 289 046	13 865 914	13 631 041																			
Nidal	2012	2012	Services Financiers & de Transport	2 977 948	3 926 296	5 107 523	3 499 636	3 870 703	4 263 211																			



## **Annexe 2 : Questionnaire pour les directeurs d'investissement sénior**

### **Présentation de l'interlocuteur**

- 1/ Quel est votre parcours professionnel ?
- 2/ Comment pouvez-vous décrire votre société de capital-investissement ?
- 3/ Dispose-t-elle d'une stratégie/thèse d'investissement ?
- 4/ Combien d'entreprises suivez-vous ?
- 5/ Combien d'investissements réalisez-vous par an ?

### **La gouvernance**

- 6/ Comment définiriez-vous la gouvernance ?
- 7/ Avez-vous un type de gouvernance que vous privilégiez ?
- 8/ Quelles sont les grandes clauses du pacte ?

### **La collaboration**

- 9/ Selon vous, qu'est-ce qu'un investisseur doit absolument faire pour qu'une opération soit une réussite ?
- 10/ Quelles sont les qualités nécessaires pour un investisseur ?
- 11/ Comment qualifiez-vous les relations que vous avez avec les dirigeants ?
- 12/ Comment définiriez-vous l'alignement d'intérêt ? Comment le créer ?
- 13/ A quelle fréquence rencontrez-vous les investisseurs ? Sous quelle forme ?
- 14/ Aidez-vous les entreprises à améliorer leur marge d'EBE ? Si oui, comment ?
- 15/ Avez-vous pour habitude d'exercer une pression pour réduire les coûts ?
- 16/ Êtes-vous seul ou accompagnés d'experts pour aider l'entreprise à se développer ?

### **La création de valeur**

- 17/ D'après vous, sur quels aspects vous apportez le plus de valeur ajoutée aux entreprises ?  
Pouvez-vous les classer par ordre d'importance ?
- 18/ Prenez-vous en compte la création de valeur sociale ? (Hausse des salaires, satisfaction des salariés, embauche des nouveaux employés)
- 19/ Au regard de votre expérience, combien d'investissements ont créé la valeur attendue ?
- 20/ Combien d'investissements ne se sont pas passés comme prévu ? Quelles en étaient les raisons ?
- 21/ Arrive-t-il que des entreprises sont en défaut, et que l'investissement initial soit perdu ?

### **Annexe 3 : Questionnaire à destination des dirigeants**

#### **Présentation de l'entreprise**

1/ Quel est l'activité de votre entreprise ?

2/ Sur quel marché opérez-vous ?

3/ Quel type d'acteur êtes-vous sur votre marché ? (Leader, suiveur, petit acteur, moyen acteur, grand acteur) ?

Présentation de l'opération

4/ Pourquoi avez-vous eu besoin de faire entrer une société de capital-investissement dans votre capital ?

5/ Quel était le contexte économique de votre entreprise avant l'entrée du fonds ?

- Croissance du CA
- Croissance de l'EBE
- Nombre d'employés
- Politique sociale : hausse des salaires, participations, intéressements, satisfaction des salariés, bien-être au travail.

6/ Comment avez-vous choisi la société de gestion ? Pourquoi elle plutôt qu'une autre ? Est-ce une société de capital-investissement nationale ou régionale ?

7/ Pouvez-vous présenter l'opération ? Le montage. Avez-vous eu recours à de la dette bancaire ?

#### **La collaboration**

8/ Avez-vous une image positive ou négative de la collaboration ? Pourquoi

9/ A quelle fréquence rencontrez-vous les investisseurs ? Sous quelle forme ?

10/ Le poids des reporting en termes de charge de travail est-il conséquent ?

11/ Pouvez-vous classer les apports des investisseurs, par ordre d'importance ?

12/ Les investisseurs vous aident-ils à améliorer votre CA ? Votre EBE ?

13/ Avez-vous réaliser des croissances externes ?

14/ Les budgets étaient-ils en lien avec le business plan initial ?

15/ Les investisseurs ont-ils exercé une pression pour réduire la taille de l'actif ?

16/ Les investisseurs vous ont-ils conseillé de licencier des personnes pour réduire les coûts ?

#### **La sortie**

17/ Avez-vous encore ce fonds au capital ? Si non quand est-il sorti ?

18/ De quelle manière la sortie s'est-elle effectuée ? (Introduction en bourse, LBO, cession à un industriel)

19/ Avez-vous senti une pression sur la baisse des CAPEX avant la sortie ? Ou sur la vente d'actifs immobilisés ?

20/ Les investisseurs ont-ils changé de comportement avant la sortie ?

### **La création de valeur**

21/ Quel est le contexte économique de votre entreprise maintenant que le fonds est sorti/après que le fonds soit entré ?

22/ Quel est le contexte social ?

- Nombre d'employés
- Montant des salaires
- Participations et intéressements
- Satisfaction des salariés, bien-être au travail
- Image des salariés sur l'opération, leu vécu

23/ Pour conclure, les investisseurs vous ont-ils aidé à créer de la valeur ? Si ou comment ? Si non, pourquoi ?

## Table des illustrations

<i>Figure 1: les montants levés et investis en Europe en milliards d'euros</i>	15
<i>Figure 2 : les montants investis en France en milliards d'euros</i>	16
<i>Figure 3 : : répartition des montants investis en France par segment</i>	17
<i>Figure 4 : principaux déterminants de la création de valeur</i>	46
<i>Figure 5 : répartition des montants investis par secteur</i>	57
<i>Figure 6 : répartition des SCI de l'échantillon</i>	60
<i>Figure 7 : répartition des entreprises de l'échantillon par typologie de fonds</i>	61
<i>Figure 8 : répartition des entreprises de l'échantillon par secteur</i>	62

## Table des tableaux

<i>Tableau 1 : les segments du capital-investissement</i>	<u>10</u>
<i>Tableau 2 : caractéristiques des sorties des LBO</i>	<u>43</u>
<i>Tableau 3 : les conclusions des variables étudiées</i>	<u>64</u>