

**FINANCEMENT PAR CAPITAL INVESTISSEMENT ET CREATION DE VALEUR :  
UNE CONFRONTATION DES RESULTATS DE LA LITTERATURE AVEC LES OPINIONS DES  
ACTEURS**

**Anne Stévenot**

Doctorante allocataire monitrice  
IAE de Nancy-GREFIGE  
Université Nancy2

Adresse professionnelle :  
IAE de Nancy – Université Nancy2  
13, rue Michel Ney  
54000 Nancy  
[anne.stevenot@univ-nancy2.fr](mailto:anne.stevenot@univ-nancy2.fr)

Adresse personnelle :  
45, place de la Carrière  
54000 Nancy  
Port. 06.07.29.53.67.  
[aste@club-internet.fr](mailto:aste@club-internet.fr)

**FINANCEMENT PAR CAPITAL INVESTISSEMENT ET CREATION DE VALEUR :  
UNE CONFRONTATION DES RESULTATS DE LA LITTERATURE AVEC LES OPINIONS DES  
ACTEURS**

Résumé :

Plusieurs études tendent à montrer que les Capital Investisseurs participeraient à la création de valeur en intervenant dans la stratégie, l'organisation et la gestion financière de l'entreprise ainsi qu'en améliorant son image auprès de ses partenaires. L'analyse qualitative d'entretiens avec des Capital Investisseurs et des dirigeants proposée ici invite à nuancer le rôle des investisseurs à ce niveau.

Mots-clés : Capital Investissement, création de valeur, méthode qualitative, stratégie, performances.

Key-words : Venture Capital, creation of value, qualitative study, strategy, performance.

## INTRODUCTION

Pour financer leur développement, les entreprises non cotées font de plus en plus souvent appel au Capital Investissement (CI). Ce mode de financement constitue une alternative, intéressante et adaptée, à l'endettement bancaire en général moins facile et plus coûteux pour les petites et moyennes entreprises (Belletante, Levratto, Paraque, 2001 ; Julien, 1997 ; Duchéneaut, 1995). Non seulement le risque accru de défaillance mais aussi et surtout l'asymétrie d'information et les risques d'opportunisme liés au fait que le dirigeant est souvent seul à posséder l'information, plus élevés en PME, amènent les banques à exiger plus de garanties et à augmenter les coûts de l'emprunt (Julien, 1997, p.215). Contrairement aux banques, les organismes de Capital Investissement, spécialisés dans la gestion de ces risques, peuvent offrir un financement en fonds propres, sans demande de garanties excessives, aux sociétés en création ou aux PME-PMI à un moment critique de leur histoire (développement, transmission), palliant ainsi le manque d'argent des fondateurs ou des dirigeants. En contrepartie des risques relativement élevés encourus, ils espèrent réaliser des plus-values importantes à la sortie, leur objectif étant d'offrir à leurs propres investisseurs une rentabilité supérieure à celle que l'on peut obtenir à travers un placement moins risqué (investissement de type Caisse d'Epargne, bons du Trésor...). Les Capital Investisseurs (CI) accompagnent ainsi l'entreprise, en qualité d'actionnaires, pendant une durée limitée (sept ans en moyenne). Dans la mesure où la rentabilité de leur investissement dépend uniquement de la valeur gagnée par l'entreprise entre l'entrée dans le capital et la sortie, ils espèrent, par leur implication active dans l'entreprise et leur assistance à l'équipe dirigeante, contribuer à la création de valeur. Plusieurs études à caractère scientifique ou réalisées par des cabinets de consultants pour le compte de l'AFIC ou de l'EVCA<sup>1</sup> ont cherché à mettre en évidence le lien entre financement par CI et performances de l'entreprise. Toutefois, la question du rôle des CI dans le processus de création de valeur est rarement posée et partiellement traitée. Ceci renvoie directement à la problématique plus générale de la place que tient l'actionnaire dans le processus de création et de répartition de la valeur. Cette problématique est traitée au travers des différentes approches de la gouvernance d'entreprise qui elles-mêmes reposent sur différentes conceptions de la valeur (Charreaux, 2003). L'auteur distingue deux modèles théoriques de création et de répartition de la valeur qui sous-tendent les principales théories de la gouvernance. Les théories contractuelles de la gouvernance (théories de la gouvernance actionnariale ou partenariale) s'intéressent à la manière dont la valeur est répartie. L'approche financière considère uniquement les mécanismes de contrôle qui permettent à l'actionnaire de maximiser sa richesse en réduisant les risques de conflits d'intérêt entre dirigeant et investisseurs financiers. L'approche partenariale consiste en une extension de la précédente aux différents partenaires de l'entreprise et s'intéresse aux mécanismes de répartition de la valeur entre ces parties prenantes<sup>2</sup>. Que l'approche soit actionnariale ou partenariale, la vision juridico-financière dans son ensemble pose uniquement la question de la manière dont la valeur est répartie. Le second modèle distingué par Charreaux (2003) repose sur une conception plus positive, moins disciplinaire, de la gouvernance et de la relation actionnaire-dirigeant. La firme et le système de gouvernance permettent les échanges et la construction de connaissances. Par un apport en ressources cognitives, l'actionnaire contribue activement à la création de valeur (Charreaux, 2002). Dans le cas qui nous intéresse, le système de gouvernance des entreprises financées par CI a non seulement une vocation disciplinaire, intervenant sur la répartition de la valeur créée, mais aussi productive, dans le sens où il doit permettre d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur.

---

<sup>1</sup> AFIC : Association Française des Investisseurs en Capital ; EVCA : European Venture Capital Association.

<sup>2</sup> Cette distinction entre gouvernance actionnariale et partenariale a conduit Charreaux et Desbrières (1998) à proposer des définitions de la valeur actionnariale et de la valeur partenariale.

Ce papier essaye de mieux comprendre en quoi et dans quelle mesure les Capital Investisseurs interviennent dans le processus de création de valeur de l'entreprise. Après avoir défini les principales dimensions de la création de valeur, une revue des travaux sur la question déjà réalisés amènera à formuler des propositions quant au rôle joué par les investisseurs à ce niveau. Ces propositions seront ensuite confrontées aux expériences de Capital Investisseurs et de dirigeants d'entreprises de leurs portefeuilles de participations. Les opinions des acteurs ont été recueillies selon une méthode qualitative d'entretiens. Une telle démarche a été jusqu'à présent très peu mobilisée dans les études sur le CI en raison notamment des difficultés d'accès au terrain (Pouget, Stephany, 2002). Elle présente ainsi non seulement une certaine originalité mais aussi un réel intérêt en ce qu'elle peut permettre une compréhension plus fine et nuancée du phénomène étudié.

## **LES DIMENSIONS DE LA CREATION DE VALEUR**

S'interroger sur le rôle joué par les CI dans le processus de création de valeur nécessite de définir préalablement ce que recouvre le terme de valeur et de distinguer les différents leviers de création de valeur. La notion de valeur peut paraître difficile à cerner en raison de son caractère transversal et polysémique (Brechet, Desreumaux, 1998 ; Schmitt, Bayad, 2002). Le sens que l'on peut lui donner dépend largement du point de vue où l'on se trouve (point de vue du gestionnaire, de l'ingénieur, de l'actionnaire, du dirigeant, des salariés, du client, du fournisseur, de l'acheteur...). Au travers de cette complexité apparente, il est possible de distinguer deux conceptions de la valeur non exclusives l'une de l'autre (Hoarau, Teller, 2001). La première conception de la valeur renvoie à la notion d'avantages concurrentiels et de ressources distinctives (valeur substantielle). La valeur dépend de la capacité de l'entreprise à développer des stratégies permettant d'exploiter des opportunités et de neutraliser les menaces présentes dans son environnement. Selon l'approche par les ressources, les performances des entreprises, leurs capacités à s'imposer sur le marché, dépendent de leurs ressources spécifiques. Il peut s'agir de ressources tangibles, corporelles ou financières mais aussi de ressources immatérielles, de compétences, de savoir-faire, plus difficilement mesurables. Cette conception de la valeur porte son attention sur les mécanismes d'apprentissages et la motivation des acteurs. La deuxième conception de la valeur se focalise sur la dimension financière. Celle-ci repose sur l'optimisation de la gestion des capitaux investis, c'est-à-dire la rentabilité des capitaux investis et la minimisation du coût du capital. Après être revenu sur les leviers de création de valeur dans une perspective concurrentielle et substantielle, nous approfondirons les dimensions financières de la création de valeur, probablement privilégiées par les actionnaires, en l'occurrence les Capital Investisseurs. Un troisième point présentera la notion de valeur perçue distincte de la « valeur donnée », objective. Certains auteurs considèrent en effet que la valeur est également relative, qu'elle dépend du jugement de ses partenaires (clients, acheteurs potentiels...). Il en découle que la création de valeur peut également passer par l'amélioration de la visibilité de l'entreprise.

### ***Le développement d'avantages concurrentiels et de ressources spécifiques comme levier de création de valeur***

Selon cette approche, la création de valeur trouve ses sources dans les choix stratégiques des dirigeants et « la performance économique et financière d'une entreprise s'interprète en amont comme la capacité à créer ou maintenir un avantage sur ses concurrents pour développer ou conserver son portefeuille de clients » (Denglos, 2003, p.129). Selon Porter (1986), l'entreprise peut se représenter comme une chaîne d'activités ou d'opérations qui contribuent à la valeur du produit ou du service que l'entreprise commercialise, d'où

l'expression « chaîne de valeur ». Porter (1986) distingue les activités primaires (logistique des intrants, opérations, logistique des extrants, marketing et ventes, services aux clients) et les activités de soutien (direction générale et services communs, gestion des ressources humaines, développement et gestion des technologies, politique d'approvisionnement), ces dernières contribuant indirectement à la création de valeur. Une entreprise obtient un avantage concurrentiel et donc crée de la valeur par une meilleure efficacité ou des compétences supérieures dans certains maillons particuliers de sa chaîne de valeur ou par une meilleure coordination entre ses activités. Dans cette optique, le rôle de l'actionnaire dans le processus de création de valeur peut consister en un apport en connaissances et compétences stratégiques et organisationnelles nouvelles.

### ***Les stratégies de création de valeur financière***

L'approche traditionnelle de la valeur financière considère que la valeur de l'entreprise est d'abord financière : la création de valeur passe avant tout par la mise en œuvre des stratégies financières que sont la croissance rentable et l'optimisation de la gestion financière de l'entreprise.

#### ***La croissance rentable comme levier de création de valeur financière***

La croissance du chiffre d'affaires constitue fréquemment un objectif prioritaire pour les dirigeants. On distingue la croissance globale du chiffre d'affaires et la croissance à périmètre constant, c'est-à-dire hors acquisition. Cette dernière « mesure la capacité de l'entreprise à signer des contrats avec les ressources existantes » (Denglos, 2003, p.124). Une croissance interne faible, voire négative, peut être compensée par des opérations de croissance externe<sup>3</sup>. Inversement une baisse des ventes peut cacher en réalité une augmentation de la croissance organique, notamment dans le cas où l'entreprise a cédé une filiale.

La croissance n'entraîne pas nécessairement une création de valeur. Elle ne constitue un levier positif que si elle permet à l'entreprise de dégager une rente. L'évolution du chiffre d'affaires, avec ou hors acquisitions, est une dimension de la valorisation qui doit être appréciée en comparaison de l'évolution de la rentabilité afin de voir dans quelle mesure l'entreprise maîtrise son développement. Le résultat d'exploitation est un premier indicateur à ce niveau, obtenu en retranchant au chiffre d'affaires l'ensemble des charges d'exploitation (salaires et participation des salariés, achats de matière première, frais commerciaux, frais généraux et administratifs, frais de recherche et développement, taxes...). Imprégnées de culture financière et comptable anglo-saxonne, les sociétés de Capital Investissement utilisent plus souvent le résultat d'exploitation avant amortissements et dépréciations, appelé « Ebitda » (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Ce type d'indicateur permet de voir si la croissance a été profitable ou déséquilibrée, si l'entreprise maîtrise ses charges opérationnelles. L'évolution du résultat net traduit quant à lui le bénéfice ou la perte après la prise en compte de tous les éléments négatifs (charges ordinaires ou exceptionnelles, frais financiers, provisions, impôts...) et positifs (produits financiers, plus-values, reprises de provisions) qui affectent le chiffre d'affaires.

Il existe différentes stratégies de croissance (Hoarau, Teller, 2001). Le recentrage stratégique en est une première qui permet une concentration des ressources disponibles sur les activités rentables et dans lesquelles l'entreprise peut jouer un rôle dominant. Ceci peut s'accompagner, dans une perspective de création de valeur, d'une politique d'externalisation de certaines activités. Les opérations de fusions-acquisitions constituent un autre mécanisme de croissance de l'entreprise. Les gains de synergies opérationnelles et financières et le

---

<sup>3</sup> Caby et Hirigoyen (2003) développent l'influence des stratégies de croissance interne et externe sur la valeur de l'entreprise réelle et perçue.

renforcement du pouvoir de marché constituent deux sources principales d'accroissement de la rentabilité et de la valeur actionnariale. Toutefois le lien entre opération de fusion-acquisition et création de valeur n'est pas systématique. La surestimation des synergies, la faible rationalité de certaines opérations motivées par un appétit de pouvoir plus que par une logique de création de valeur, les difficultés de gestion induites par l'accroissement de la taille ainsi que la négligence des facteurs humains et culturels sont autant de facteurs d'échec.

### *L'optimisation financière comme levier de création de valeur financière*

La recherche de création de valeur financière passe également par l'optimisation financière qui consiste d'une part à **accroître la rentabilité des capitaux investis**, d'autre part à **minimiser le coût du capital** (Hoarau, Teller, 2001).

L'accroissement de la rentabilité des capitaux peut s'obtenir par une plus grande sélectivité des investissements ou par la cession et l'externalisation d'actifs comme cela a été vu précédemment. Il est également possible d'économiser les capitaux engagés en minimisant le besoin en fonds de roulement et en réalisant une gestion plus stricte de son suivi. Il existe en outre diverses techniques financières permettant d'accroître la rentabilité des capitaux investis. Une d'elles consiste à sortir les créances clients du bilan et de dégager des capitaux qui peuvent être investis dans des activités plus rentables ou éventuellement être distribués aux actionnaires. Une autre technique passe par la création d'une société de holding qui offre la possibilité au nouveau groupe de bénéficier du régime d'intégration fiscale. Ceci permet de diminuer son assiette fiscale du montant des intérêts de la dette d'acquisition. L'Etat prend ainsi en charge, par le biais d'une réduction d'impôt, une partie du remboursement de la dette d'acquisition. Les opérations de LBO (*Leverage Buy-Out*) s'appuient souvent sur ce levier fiscal (Thoumieux, 1996).

Minimiser le coût du capital grâce à l'optimisation de la structure financière est un autre moyen de créer de la valeur. Ceci passe largement par la réduction des capitaux propres au profit de la dette financière. Le recours à l'endettement a pour but d'augmenter l'effet de levier financier. Le principe de l'effet de levier financier est simple est connu : si la rentabilité économique d'un investissement est supérieure au taux d'intérêt des emprunts, il est préférable de financer cet investissement en augmentant l'endettement plutôt que par un apport en capital. La valeur de l'entreprise croît puisque la rentabilité dégagée est supérieure au coût de l'emprunt, alors même qu'il n'y a pas eu de capital supplémentaire investi. L'endettement présente par ailleurs d'autres vertus selon la théorie de l'agence. Il apparaît notamment comme une solution pour discipliner les dirigeants et diminuer les coûts d'agence de *free-cash flow*. En effet, le dirigeant n'est pas libre de son utilisation dans la mesure où celui-ci est employé à rembourser le service de la dette. Cette contrainte de remboursement impose par ailleurs à l'entreprise de générer des *cash-flows* suffisants, ce qui met l'entreprise sous tension et l'oblige à un certain niveau d'efficience (Hoarau, Teller, 2001). En outre, selon la théorie du signal, un endettement élevé est un gage de confiance qui peut attirer l'attention des investisseurs sur la bonne santé financière de l'entreprise. Quel que soit le but du choix de l'endettement, l'objectif ultime est la création de valeur financière. On relève toutefois des limites et des risques à la stratégie d'endettement. Il comporte des risques financiers : si le coût de l'emprunt devient supérieur au taux de rentabilité économique ou d'exploitation, le mécanisme ne crée plus de valeur mais en détruit au contraire. En outre, l'endettement établit une situation de conflit entre banques et actionnaires. Dans la mesure où les créanciers perçoivent des intérêts quelles que soient les performances de l'entreprise, ils vont privilégier les projets moins risqués même s'ils sont moins rentables alors que les actionnaires auront intérêt à ce que l'entreprise mette en œuvre des projets les plus rentables possibles même s'ils sont risqués puisque leurs revenus, résidus après le remboursement de la dette et les impôts, dépendent directement de ces performances (Jokung-Nguéna, Arrègle,

Rongé, Ulaga, 2001). Ces conflits entre banques et actionnaires peuvent générer des coûts d'agence.

### ***De la valeur donnée à la valeur perçue***

La logique financière de la valeur envisagée ci-dessus considère que la valeur est une réalité objective et mesurable au travers des résultats financiers de l'entreprise. Certains auteurs invitent à nuancer cette conception de la « valeur donnée » et estiment que la valeur de l'entreprise est aussi relative et que la réalité objective des résultats financiers est perçue différemment selon les partenaires. C'est ce que suggère la définition de Porter (1986, p.54) lorsqu'il écrit : « en termes de concurrence, la valeur est la somme que les clients sont prêts à payer pour ce qu'une firme leur offre ». C'est aussi la position de Lorino (1997) qui élargit la définition de Porter limitée aux seuls clients et pour qui la valeur correspond au « jugement porté par la société sur l'utilité des prestations offertes par l'entreprise comme réponses à des besoins ». C'est en ce sens qu'il faut comprendre la notion de « valeur co-construite », distincte de la valeur donnée, utilisée par Brechet et Desreumaux (1998) ou encore Schmitt et Bayad (2002, 2000) et présentée comme une co-construction entre l'entrepreneur et le marché. Caby, Hirigoyen (2001) et Denglos (2003) estiment ainsi que le montant offert pour racheter une entreprise dépend aussi d'un certain nombre d'éléments d'appréciation immatériels et relatifs (par exemple, éléments de synergie de l'entreprise avec des activités de l'acheteur). Pour accroître sa valeur perçue, l'entreprise doit démontrer sa capacité à répondre aux attentes de ses partenaires. L'image et la réputation de l'entreprise, sa visibilité par rapport à ses concurrents, influencent ainsi la valeur perçue.

A l'issue de cette première partie, il apparaît que les dimensions de la création de la valeur dépendent des conceptions de la valeur. Le développement d'avantages concurrentiels et de ressources spécifiques constitue un premier levier général de création de valeur à moyen-long terme notamment. La conception financière de la valeur, qui intéresse les actionnaires, privilégie les stratégies de création de valeur que sont la croissance rentable et l'optimisation financière. La prise en compte de la part relative de l'entreprise invite à considérer l'importance de la capacité de l'entreprise à communiquer sur sa capacité à répondre aux besoins de ses partenaires et à améliorer sa visibilité. Il s'agit de voir maintenant dans quelle mesure et en quoi les CI peuvent avoir une influence à ces différents niveaux.

### **L'INFLUENCE DES CAPITAL INVESTISSEUR SUR LES LEVIERS DE CREATION DE VALEUR ET LES PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE : UNE REVUE DE LA LITTERATURE**

Sans revenir sur les leviers évidents tels que l'apport en fonds propres et les effets de leviers mécaniques des montages financiers de type LBO qui agissent directement sur la valeur de l'entreprise, on relève de nombreux travaux étrangers et français qui ont mis en évidence que les Capital Investisseurs peuvent intervenir dans le processus de création de valeur tout au long de la participation par une influence sur la gestion stratégique et opérationnelle (Sapienza, 1992 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1995 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996 ; Rosenstein, Bruno, Bygrave, Taylor, 1993). On trouve quelques études montrant une relation entre présence de CI et performances des entreprises.

### ***L'influence des CI sur la gestion stratégique et opérationnelle de l'entreprise***

Depuis l'article de Sahlman et Gorman (1989) « *What do venture capitalists do ?* », de nombreux auteurs ont détaillé **les aspects de l'intervention** des Capital Investisseurs. Les résultats concernant les aspects et l'importance de l'intervention des Capital Investisseurs ne sont toutefois pas unanimes. Ceci s'explique notamment par l'importance de nombreux

facteurs de contingence (stade de développement de la firme, degré d'expérience de l'entrepreneur, du Capital Investisseur, du type de Capital Investisseur, du niveau de risque, du degré d'innovation technologique du projet,...) (Sapienza, Gupta, 1994 ; Elango et al., 1995 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996). Selon certains travaux, l'apport majeur des Capital Investisseurs est d'ordre financier. Il s'agit en premier lieu d'un apport de fonds directement et indirectement grâce à un effet de signal jouant sur les autres prêteurs potentiels (Gorman, Sahlman, 1989 ; Barney et al., 1989 ; Harrison, Mason, 1992, Stéphanie, 1994), en second lieu d'apports et conseils dans le domaine financier (Murray, 1994 ; Rosenstein et al., 1993 ; Mitchell et al.). D'après l'étude de Murray (1994), la finance est le seul domaine dans lequel les dirigeants jugent les CI plus compétents que les autres membres du Conseil d'Administration. Inversement, selon l'étude de Rosenstein et al. (1993), les entrepreneurs interrogés considèrent que la valeur apportée par les CI est plus importante lorsque ceux-ci ont une expérience opérationnelle que lorsqu'ils ne disposent que d'une expertise financière. D'autres travaux considèrent que l'apport principal des CI se trouve dans leur implication dans la formation de la stratégie de l'entreprise (Sapienza, Allen, Manigart, 1994 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996). Les compétences des Capital Investisseurs peuvent s'avérer plus limitées en ce qui concerne les aspects techniques de la production mais aussi pour certaines questions stratégiques qui nécessitent notamment une connaissance précise de l'environnement et du marché, ou concernant des domaines de gestion autres que financiers (GRH, marketing, droit...). Pour ces questions, l'apport du Capital Investisseur peut être indirect et passer par l'intermédiaire de sociétés de conseil. Le CI introduit dans l'entreprise des conseils extérieurs non seulement durant la phase de négociation mais aussi après l'octroi du financement, tout au long de la relation avec l'entreprise, pour apporter précisément une aide ponctuelle au dirigeant qu'il ne peut fournir lui-même. Les travaux de Stéphanie (1994, 1998) montrent que l'appel à des entreprises de conseil fait partie des changements apportés par l'arrivée du CI dans les entreprises de son échantillon. Des enquêtes d'opinions réalisées par l'AFIC et l'ECVA, reprises par Battini (2000), donnent une idée de la hiérarchisation de ces apports des CI selon les dirigeants français et européens (encadré 1). L'aide et conseils financiers et les conseils en termes de stratégie apparaissent comme les deux principaux apports des CI pour les dirigeants interrogés, ce deuxième aspect primant en France sur les aides dans le domaine financier.

ENCADRE 1 : LES APPORTS DES CAPITAL INVESTISSEURS A LEURS PARTICIPATIONS EN FRANCE  
ET EN EUROPE

(Source : d'après Battini, 2000, pp.149-150)

**Pour la France** (d'après une étude réalisée par Coopers & Lybrand pour le compte de l'AFIC, en 1998) :

- Conseil en stratégie d'entreprise : cité par 50% des dirigeants d'entreprises financées par CI interviewés ;
- Conseils financiers : 48%
- Nouveaux contrats commerciaux ou informations sur le marché :21%
- Remise en question : 20%
- Ballon d'essai pour de nouvelles idées : 19%
- Conseil en stratégie commerciale : 8%
- Conseil en recrutement de cadres :7%

**Pour l'Europe** (d'après une étude réalisée pour le compte de l'EVCA) :

- Aides et conseils financiers : cité par 44% des dirigeants d'entreprises financées par CI interviewés
- Conseil en stratégie et direction : 43%
- Un apport d'idées : 41%
- Faire bouger les choses : 32%
- Des contacts commerciaux et de marchés : 26%
- Aide au recrutement : 10%
- Conseil en marketing : 7%

A partir de ces différentes études, on peut distinguer **les principales dimensions de l'implication des Capital Investisseurs** en général qui peuvent **influer sur la valeur de l'entreprise**. Les travaux de Fried et Hisrich (1995), Sapienza et al. (1994) et Stéphany (2003) présentent de manière synthétique ces principaux apports. L'apport de fonds directement ou indirectement est présenté comme le premier apport potentiel de valeur pour l'entreprise par les CI (à condition bien sûr que ces fonds soient mobilisés dans un usage créateur de valeur). Vient ensuite l'implication dans la stratégie de l'entreprise. Plus encore que sur le contenu, il s'agit d'une influence sur la manière dont sont prises les décisions, sur la réflexion stratégique plus formalisée, systématique et régulière (Stéphany, 1994 ; Stéphany, 1998). A côté d'une influence sur la formation de la stratégie, les CI peuvent intervenir dans l'organisation, selon une dimension plus opérationnelle (Sapienza, Allen, Manigart, 1994), par l'embauche de cadres expérimentés (Rosenstein et al., 1993), l'appel à des conseils extérieurs ou encore par la mise en place d'un système d'information comptable et financier systématique (Stéphany, 1998 ; Robbie, Wright, Chiplin, 1997 ; Falconer et al., 1995 ; Falconer et al., 1997 ; Mitchell, Reid, Terry, 1995). Les informations demandées par le CI dans le cadre du *reporting* sont indiquées dans le tableau 1.

TABLEAU 1 : INFORMATIONS MISES EN PLACE DANS LE REPORTING

Tableau de bord	-des informations sur l'activité, la production, le chiffre d'affaires ; -des indicateurs de performances : marges (brute et nette), rentabilités ; -la situation de trésorerie et son évolution ; -l'évolution des stocks.
Des documents prévisionnels	-des budgets trimestriels ; -des prévisions de trésorerie ; -des bilans prévisionnels.

Source : Stéphaney, 2003, p.165.

Ces améliorations dans le processus de décision stratégique et organisationnelles conduisent à une gestion, financière notamment, plus rigoureuse (meilleure maîtrise des coûts) ainsi qu'à des choix stratégiques plus pertinents. Elles doivent ainsi permettre à l'entreprise de développer des avantages concurrentiels dans « les activités primaires » et « de soutien » et dans l'articulation de ces activités entre elles pour reprendre les termes de Porter (1986).

Les CI peuvent également contribuer à la création de valeur par leur influence sur le contenu même des choix stratégiques de l'entreprise. Ainsi, Trehan (2000) montre, à partir d'un échantillon d'entreprises personnelles et familiales de moyenne dimension, que les CI encouragent la mise en place d'une stratégie de croissance externe. Les investisseurs ont également une influence sur la politique d'investissement de l'entreprise (Desbrières, 2001). Desbrières et Schatt (2002) ont observé une politique de surinvestissement après l'opération dans les entreprises financées par LBO. De telles options stratégiques ont une influence sur la valeur de l'entreprise (croissance du CA, rentabilité...).

A cela s'ajoutent des apports en termes de réputation et d'image sur lesquels insistent Fried et Hisrich (1995). L'entreprise peut espérer bénéficier d'une meilleure visibilité grâce à la présence des Capital Investisseurs. La présence d'un Capital Investisseur dans le capital de l'entreprise est une garantie concernant la viabilité du projet et le potentiel de l'entreprise, qui peut tirer indirectement les bénéfices de ce capital réputation. Il s'agit en effet d'un signal pour les différents *stakeholders* (clients, fournisseurs, banques...) qui, plus confiants, peuvent se montrer moins sévères et assouplir les contraintes financières qu'ils font peser sur la PME. En particulier, les banques, dépourvues de services de contrôle spécialisés dans ce type d'entreprise, profitent de l'expertise des Capital Investisseurs et se fient à leur jugement pour accorder un financement. Plusieurs études ont ainsi montré que la présence d'un CI permettait à l'entreprise de lever de nouvelles ressources auxquelles elle n'avait pas accès auparavant (Gorman, Sahlman, 1989 ; Barry et al., 1990 ; Sapienza et al., 1996 ; Fernandez, Cobas, 1998). La PME rentre alors dans un cercle vertueux de l'accès aux ressources financières : l'obtention de ces crédits bancaires à son tour peut amener à l'entreprise de nouveaux Capital Investisseurs, plus importants que les premiers, ce qui facilite encore l'accès à d'autres prêts bancaires (Belze, Gauthier, 2000)<sup>4</sup>.

L'ensemble de ces travaux suggèrent que les CI agissent sur les différents leviers de création de valeur dans l'entreprise mentionnés précédemment : développement des avantages concurrentiels et des ressources spécifiques, croissance rentable et optimisation financière ainsi que par l'amélioration de la valeur perçue par les partenaires de l'entreprise. Ceci devrait se traduire par des performances meilleures pour les entreprises financées par Capital Investissement.

<sup>4</sup> A ce propos voir les travaux de James (1987) et Diamonds (1991) auxquels se réfèrent Belze et Gauthier (2000, p.78).

### ***Financement par Capital Investissement et performances de l'entreprise***

Il n'existe pas d'étude qui mesure de manière précise et complète la valeur ajoutée par les Capital Investisseurs. On trouve en revanche quelques données concernant les performances des entreprises financées par Capital Investissement<sup>5</sup>. Cependant, là encore, il n'y a pas de statistiques exhaustives et sur une longue période qui mettraient en évidence une influence du CI sur les performances des entreprises (Mougenot, 2003). En outre, il s'agit plus que de travaux scientifiques d'études de cabinets de conseil commanditées par les associations d'investisseurs en capital françaises ou européennes. Il faut par conséquent être vigilant quant à la portée et l'objectivité des résultats communiqués et surtout quant aux interprétations qui en sont faites.

Dans une étude commanditée par l'AFIC et réalisée par le cabinet Coopers & Lybrand Corporate Finance en 1993, les performances financières des entreprises ayant ouvert leur actionnariat à un Capital Investisseur ont été comparées avec celles d'un échantillon d'entreprises de taille équivalente non financées par Capital Investissement. Cette étude met en lumière l'impact du CI sur la croissance du chiffre d'affaires, de l'emploi et de l'investissement. Cette étude fut réactualisée en 1996 (Tableau 2.). L'analyse portant sur la période 1990-1994 fait ressortir que les 109 entreprises financées par CI qui avaient fourni l'intégralité des données financières (sur les 183 interrogées) avaient réalisé des progressions très significatives par rapport à la population générale, dans une période de récession économique.

TABLEAU 2. : TAUX DE CROISSANCE COMPARES ENTRE 1990 ET 1994 DES ENTREPRISES FINANCEES PAR CI PAR RAPPORT A LA POPULATION GENERALE

	Entreprises financées par Capital Investissement	Population générale
Croissance du chiffre d'affaire	34%	5,3%
Augmentation des exportations	67,8%	12%
Augmentation des investissements	51,3%	-4%
Croissance de l'emploi	19,9%	3,4%

Source : Etude de Coopers & Lybrand commanditée par l'AFIC (1996) in Mougenot, 2002, p.80.

Une autre étude intitulée *Impact Economique et Social des Buyouts<sup>6</sup> en Europe* (2001) a été réalisée par le CMBOR<sup>7</sup> et l'EVCA auprès de 300 entreprises européennes s'étant engagées dans un *buyout* entre 1992 et 1997. Là encore on observe un effet positif de ce type d'opération sur les entreprises en termes de croissance du chiffre d'affaires et d'augmentation du nombre d'employés (Tableau 3.).

<sup>5</sup> Les indicateurs de performance retenus dans ces études sont non seulement financiers mais aussi économiques et sociaux. Ceci a amené certains auteurs à en tirer des conclusions sur la légitimité et l'intérêt du Capital Investissement pour le développement économique (Chérif, 2000).

<sup>6</sup> *Buyout*: Terme générique recouvrant les différents types de reprise d'entreprise (BIMBO, LBO, LMBO, LBU, MBO).

<sup>7</sup> CMBOR : Center for Management *Buyouts* Research.

TABLEAU 3. : IMPACT ECONOMIQUE ET SOCIAL DES *BUYOUTS* EN EUROPE

Sans le <i>buyout</i> , l'entreprise...	
N'existerait plus	39%
Se serait développée plus lentement	45%
Se serait développée de la même manière	14%
Se serait développée plus vite	2%
Après le <i>buyout</i> , le nombre d'employés...	
A augmenté	61,4%
A diminué	25,5%
Est resté sensiblement égal	13,1%
Augmentation du CA de l'entreprise	
Année -1 à 0	+9,1%
Année 0 à 1	+12,5%
Année 1 à 2	+16%
Année 2 à 3	+16,7%
Croissance comparée aux concurrents	
Le CA a augmenté plus vite que celui des concurrents	65%
Le résultat a augmenté plus vite que celui des concurrents	67,3%

Source : CMBOR/EVCA, 2001, *Etude auprès de 300 entreprises européennes ayant entrepris un buyout entre 1992 et 1997.*

Concernant la croissance comparée aux concurrents, on peut remarquer que les pourcentages relatifs à l'augmentation du résultat sont encore meilleurs que ceux relatifs à l'augmentation du CA. Plus encore qu'en termes de croissance des ventes, l'apport des CI se serait d'ordre financier, en termes de maîtrise des coûts. L'étude comparative de la situation d'entreprises françaises financées par Capital Risque par rapport à des entreprises faisant uniquement appel à l'endettement menée par Stéphany (1998) auprès d'entreprises financées par Capital Risque montre une relation entre le suivi financier et la rentabilité financière. Cependant, on observe une performances financière du second échantillon (entreprises non financées par CI) plus grande. Selon l'auteur, ce résultat s'explique par l'existence de coûts liés à la mise en place de mécanismes de contrôle, de production d'informations, aux rencontres, aux changement dans l'organisation et le management...qui, à court terme, peuvent peser sur la performance financière.

Si l'on ne peut contester au vu de ces résultats l'existence d'une corrélation entre la présence d'un Capital Investisseur et une bonne performance de l'entreprise, on peut se demander dans quelle mesure la première est cause ou conséquence de la deuxième : est-ce le CI qui a une influence sur la performance de l'entreprise ou le fort potentiel de croissance de l'entreprise au départ qui a amené les CI à retenir le dossier et à entrer dans son capital ? Les performances meilleures des entreprises financées par CI ne seraient alors qu'une preuve de la capacité des CI à bien évaluer les projets et à sélectionner les bons dossiers. En dépit de ces précautions dans l'interprétation, on s'accorde à reconnaître un lien positif entre présence de Capital Investisseurs et bonnes performances de l'entreprise.

Les travaux qui ont étudié l'influence des CI sur la stratégie, l'organisation, l'image auprès des partenaires de l'entreprise, sur les performances des entreprises, principalement de

nature quantitative, ont permis de formuler quelques propositions que nous avons soumises à des investisseurs et des dirigeants d'entreprise afin de mieux comprendre, par leurs témoignages, en quoi et dans quelle mesure les Capital Investisseurs interviennent effectivement dans le processus de création de valeur.

## **L'INFLUENCE D'UN FINANCEMENT PAR CI SUR LA CREATION DE VALEUR SELON LES CI ET LES DIRIGEANTS : UNE ANALYSE QUALITATIVE DES OPINIONS DES ACTEURS**

### ***Méthodologie de recueil des données***

La partie empirique de cette étude relève d'une démarche exploratoire et repose sur une analyse qualitative d'entretiens semi-directifs menés auprès de quatre directeurs de participation de sociétés de Capital Investissement françaises et de onze dirigeants d'entreprises appartenant à leurs portefeuilles de participations.

Nous avons choisi des organismes de Capital Investissement de types différents afin d'avoir une représentation des « différentes familles » de Capital Investisseurs (Hugot, 2001) et de pouvoir faire des comparaisons éventuelles. En effet, les comportements des investisseurs diffèrent selon leur domaine géographique d'intervention (national, international ou régional), l'origine des fonds qu'ils gèrent, leur degré d'indépendance par rapport à leurs actionnaires, le stade de développement<sup>8</sup> auquel ils interviennent, leur degré de spécialisation dans un secteur d'activité, leur type d'intervention (prise de participation majoritaire ou minoritaire, comportement plus ou moins actif...)...(Hugot, 2001). Parmi les investisseurs rencontrés, deux sont des « régionaux » intervenant en minoritaires sur des tickets moindres dans des entreprises en création ou en phase de développement ; les deux autres sont des CI « nationaux » qui prennent des participations majoritaires dans des entreprises à des stades de développement avancés le plus souvent pour des opérations de LBO. Ces derniers sont des investisseurs indépendants dont les actionnaires sont essentiellement des fonds anglo-saxons. Une des sociétés de CI régionales est filiale d'une banque ; l'autre, largement financée par le Conseil Régional, est un organisme semi-public dont la mission est de favoriser le développement économique local.

Concernant les entreprises interrogées, nous avons retenu pour notre échantillon des entreprises du secteur industriel (ou services à l'industrie) à des stades de développement plus ou moins avancés. L'échantillon ne comporte toutefois pas d'entreprise en phase d'amorçage. Les entreprises se trouvent dans des phases de développement (produit(s) commercialisé(s), entreprise en croissance). Elles ont connu plusieurs expériences de Capital Investissement, aux stades de développement antérieurs, ou d'autres actionnaires dans le capital (industriels par exemple). Ceci permet au dirigeant une analyse plus générale et des comparaisons selon les investisseurs et les situations. L'annexe présente les sociétés de Capital Investissement et les entreprises rencontrées auxquelles nous avons donné des noms fictifs par respect de confidentialité, noms utilisés par la suite.

Les entretiens ont été intégralement retranscrits et ont fait l'objet d'une analyse thématique de contenu dont les résultats sont présentés ci-dessous.

### ***Résultats***

Mis à part l'institut régional de participation (SCII) qui reconnaît avoir également pour mission de soutenir le développement local au détriment parfois des exigences de rentabilité des investissements, l'ensemble des sociétés de CI interrogées présentent la création de valeur comme l'enjeu majeur de leur stratégie d'investissement. Cependant, il

---

<sup>8</sup> Pour voir le détail des différents stades de développement des entreprises utilisés par les CI et leurs caractéristiques, voir Lachmann, 1999, p.36.

ressort de ces entretiens que les capacités d'influence des investisseurs sont limitées que ce soit au niveau de leur participation aux opérations de croissance externe, de leur assistance dans la gestion stratégique et opérationnelle ou encore au niveau de leur rôle de signal pour les partenaires de l'entreprise. En outre, l'objectif de création de valeur pour le CI qui se place à court-moyen terme n'est pas toujours compatible avec le développement à long terme de l'entreprise.

### ***Une incitation à la croissance externe de l'entreprise mais des propositions de cibles par les CI limitées***

Toutes les entreprises interrogées, à l'exception de Puce encore jeune et rapidement en prise avec des difficultés de commercialisation, ont connu depuis l'entrée des Capital Investisseurs plusieurs opérations de croissance externe notamment à l'étranger. Les investisseurs nationaux présentent cela comme le cœur de leur stratégie d'investissement : *« Notre stratégie d'investissement c'est : on achète des sociétés françaises, on les développe en faisant de la croissance externe en rachetant des sociétés étrangères et comme ça on crée un groupe d'activité globale soit à l'échelle européenne, soit -le mieux- à l'échelle Europe-Etats-Unis. On a des meilleurs multiples de valorisation parce qu'on a un business qui est mieux protégé, plus gros... Il y a une espèce de... « big is better » »* (SCI3). En particulier, la croissance externe de l'entreprise apparaît davantage favorisée dans ce cadre qu'en étant filiale d'un grand groupe industriel. Investisseurs et entreprises autrefois filiales sont unanimes sur ce point. Le financement des rachats d'entreprises par la filiale apparaît plus difficile à obtenir en particulier lorsqu'il s'agit d'une petite entreprise d'activités en dehors du *core business* du groupe. Ces opérations nécessitent l'aval de la direction du groupe, ce qui peut présenter une lourdeur dans les procédures. En outre, il faut que la nouvelle acquisition soit compatible avec les intérêts du groupe, ce qui n'est pas toujours le cas, comme en témoigne le dirigeant de Pharmacie qui se souvient s'être vu refusé l'acquisition d'une entreprise américaine parce que cela s'opposait aux accords que le groupe avait sur le marché américain.

Toutefois, l'influence du CI sur la croissance externe de l'entreprise semble se limiter à une incitation appuyée. Bien que, dans leurs discours, les investisseurs fassent valoir en général leur capacité à pratiquer une veille informationnelle et à mobiliser leurs réseaux pour notamment repérer des cibles potentielles, ceux que nous avons rencontrés avouent que leurs apports à ce niveau sont limités. SCI3 explique : *« on ne va pas dire quelles cibles parce que, ça, on les connaît pas, c'est le management qui connaît le mieux son secteur. Après c'est la discussion sur comment on fait et comment intégrer la société. Donc est-ce que le management est prêt à intégrer la société acquise ou pas ? Est-ce qu'ils ont les moyens de le faire ou pas ? Ca, c'est pas à nous de le dire »*. SCI2 considère que le rôle essentiel que joue le CI dans les opérations de croissance externe consiste à réaliser une analyse financière de la cible et à en évaluer l'intérêt financier de l'opération. Plus encore qu'un manque de compétences pour repérer les cibles pertinentes, les investisseurs régionaux attribuent leur apport limité au manque de temps et au nombre important de lignes de participations qu'ils ont à gérer. Les dirigeants se disent déçus que les CI ne leur aient pas apporté davantage de propositions de cibles pertinentes. *« Je les attendais plus actifs que ça pour tout vous dire pour me trouver des cibles d'acquisition. Parce que c'est leur métier d'avoir des entreprises à vendre. Ils me disaient « nous avons des réseaux, des informations » et, pour certains, trois ans après, je n'ai toujours rien vu et je n'ai plus beaucoup d'espoir de voir quelque chose un jour »*, confie le dirigeant de Pharmacie. Aucune des cibles proposées par les investisseurs n'ont été retenues par les dirigeants. Le dirigeant de Pharmacie explique : *« Il y a des choses qui peuvent leur paraître intéressantes pour des raisons de mots-clés similaires alors que cela n'aura rien à voir. Et puis d'autres activités, pour des raisons d'absence de mots-clés vont*

*leur paraître complètement disjointes alors que non. Jamais ces gens n'auraient pensé par exemple que [X] puisse être intéressante, alors que ça colle comme c'est pas possible de coller ».*

En outre, lorsque les CI sont minoritaires à côté d'un dirigeant majoritaire, l'incitation à la croissance externe de l'entreprise peut ne pas être suivie par le management, comme en témoigne l'expérience de SCI3. L'investisseur détenait 25% d'une entreprise qui possédait des librairies de centre ville en France au moment de l'achat et qu'il voulait voir se développer par le rachat d'autres librairies. « *Quand on l'a achetée, il y avait dix librairies et puis années après années il y en avait onze...Et [le dirigeant] ne développait pas, à chaque fois il y avait toujours une raison pour pas acheter la librairie de plus et puis c'était pas..., il savait pas...Et nous on n'était pas d'accord avec ça. On ne souhaitait pas bien sûr qu'il achète toutes les librairies mais bon qu'il en fasse. On voulait « put money at work », que l'argent fasse de l'énergie. Et puis à chaque fois non...In fine, on a compris que ça allait briser son confort personnel parce que c'était plus simple, il contrôlait mieux les douze, treize librairies, sinon il prenait des risques... ».* Etant minoritaire, SCI n'a pas pu imposer une stratégie de croissance au dirigeant et n'a trouvé d'autre solution au conflit d'intérêt que de vendre l'entreprise sans obtenir la valorisation escomptée au départ.

### ***Une assistance dans la gestion stratégique et opérationnelle de l'entreprise à nuancer***

L'analyse de la littérature suggérait une influence du Capital Investisseur sur la création de valeur par son intervention pour améliorer le processus de prise de décision stratégique et certains aspects de la gestion opérationnelle. Les expériences des investisseurs et des dirigeants rencontrés invitent à nuancer cette influence.

Le principal apport que reconnaissent les dirigeants interrogés aux investisseurs est d'ordre financier. Les CI ont doté certaines entreprises, où il faisait défaut, d'un meilleur système de contrôle de gestion et de *reporting*. Ceci représente une amélioration reconnue par les entreprises relativement jeunes, indépendantes avant l'arrivée de l'investisseur. En revanche, l'apport est moins significatif pour les entreprises auparavant filiales d'un groupe industriel qui étaient habituées à produire une plus grande quantité d'informations pour l'entreprise mère. D'une manière plus générale, la présence des CI et la logique de valorisation financière qui sous-tend les business plans dès leur entrée au capital rendent les dirigeants plus attentifs aux critères et aux ratios financiers. On peut supposer que cela influe indirectement -qu'ils en aient conscience ou non- sur les priorités et les choix de ces derniers dans le sens de la valorisation de l'entreprise. A cela s'ajoute une aide ponctuelle indirecte par l'intervention de conseils extérieurs introduits par l'investisseur. Le dirigeant de Câble considère que l'intervention d'une société dont la mission était de trouver des moyens de réduire certaines charges lui a permis de réaliser des économies importantes.

Concernant les autres dimensions de la gestion de l'entreprise, l'apport des investisseurs susceptible de générer de la valeur est là encore restreint selon les dirigeants et les investisseurs eux-mêmes. Au plus, certains dirigeants reconnaissent que l'exposé régulier de la stratégie, des résultats et les échanges avec les Capital Investisseurs, notamment lorsqu'ils sont présents au conseil d'administration, peuvent servir de « *ballons d'essai* », obligent à avoir une stratégie véritablement réfléchie et suffisamment cohérente. Plusieurs dirigeants utilisent le terme de « *garde-fou* » pour qualifier ces investisseurs. Toutefois, l'aide des investisseurs est limitée à ce niveau aussi, en premier lieu par leur manque de compétences et de connaissances du secteur d'activité de l'entreprise, en second lieu par leur peur d'engager leur responsabilité en ingérant dans les activités de la firme. Cette peur est très présente chez tous les investisseurs qui préfèrent pour cela siéger dans un conseil de surveillance et laisser la responsabilité des décisions au directoire plutôt d'un siège au Conseil d'Administration. Ce

phénomène est encore plus marqué chez les SCI régionales. De plus, il apparaît que les dirigeants, soucieux de garder leur pouvoir de décision et leur autonomie de gestion dans l'entreprise, rejettent une implication trop active des investisseurs. Pour prendre un exemple particulièrement sensible, les dirigeants n'apprécient pas l'intervention du CI dans la gestion des ressources humaines. A la question « *les investisseurs interviennent-ils dans la GRH, dans le recrutement... ?* », le dirigeant de Pharmacie répond violemment : « *Il ne manquerait plus que ça encore ! Si un jour ils veulent ça, si ça doit être comme ça, moi je ne resterai pas actionnaire. Tant que je suis actionnaire, je contrôle. Autrement ils contrôlent mais je ne suis plus actionnaire. Je ne veux pas avoir 80 ou 90% de mon patrimoine dans cette société et laisser un « crâne d'œuf » de Paris prendre les décisions à ma place* ». Le dirigeant de Contrôle : « *Moi je suis intransigeant là-dessus. Il y a le rôle des actionnaires et le rôle du management et ce n'est pas la même chose* ». Le dirigeant de Puce se plaint quant à lui de l'intervention des investisseurs dans le recrutement : « *L'embauche devrait rester uniquement mon choix. Quand on leur présente des candidats, ça fait perdre un peu la crédibilité du président du directoire devant le membre qu'on va recruter. Là on est en train de recruter des cadres de haute volée, qui se demandent un peu qui est le patron. Et ça c'est très gênant* ». Dans le même sens, l'intervention de sociétés de conseil en stratégie est souvent perçue négativement par les dirigeants comme la marque d'une suspicion de la part de l'investisseur, une perte de confiance, une remise en question. On observe alors des réactions de blocage et de résistance chez le dirigeant. Les leviers d'action au niveau de la gestion et des décisions stratégiques sur lesquels les CI peuvent jouer pour créer de la valeur se trouvent ainsi contraints.

#### ***La présence de CI, un signal pour les partenaires ambigu et peu utilisé par les entreprises***

D'une manière générale, les dirigeants ne trouvent pas que la présence de Capital Investisseurs modifie les relations avec les partenaires externes de l'entreprise et ait un effet de signal nécessairement positif. Concernant les relations avec les banques, on peut distinguer le cas des entreprises dans les premiers stades de développement financées par des investisseurs régionaux et le cas des entreprises à des stades de développement plus avancés ayant recours à des CI nationaux dans le cadre notamment d'opérations de LBO. Dans le premier cas, la présence des CI peut effectivement avoir un impact positif sur l'attitude des banques : les dirigeants et les investisseurs reconnaissent que cela accroît la crédibilité du projet et constitue une forme de garantie y compris financière. Le dirigeant de Puce en témoigne : « *Au niveau des banquiers, c'est le tapis rouge, parce que vous avez des fonds importants* ». En revanche, dans le deuxième cas, s'il y a une influence, elle est plutôt négative. Les banques n'ont pas de bonnes relations avec les Capital Investisseurs indépendants, français ou anglo-saxons, spécialistes des opérations de LBO. D'une part, elles considèrent que le projet est risqué car le niveau d'endettement est élevé (par principe du LBO) et que l'actionnariat est relativement fragile et incertain : l'entreprise va changer de mains à moyen-court terme et, en cas de difficultés, les banques craignent que les CI, moins patients et plus exigeants dans leurs attentes financières, se retirent rapidement, accablant l'entreprise. L'influence sur les relations avec les clients et les fournisseurs est jugée faible par les dirigeants. Là encore il faut distinguer le cas des entreprises en création. Pour le dirigeant de Puce : « *C'est surtout important pour nos fournisseurs et nos clients de voir qu'il y a des fonds importants. Vous ne pouvez pas commencer à mettre en place avec eux un système qui va équiper tout Paris si vous n'avez pas des fonds suffisants, des capitaux propres suffisants. C'est très rassurant* ». Au contraire, certains dirigeants d'entreprises à des stades de développement plus avancés craignent plutôt que les concurrents fassent valoir auprès des clients la fragilité de l'actionnariat de leur entreprise et les incertitudes qui en découlent quant

à sa pérennité (entreprises financées par CI nationaux). Ceci conduit certains à préférer cacher la présence du CI au capital de leur entreprise. SCI3 et SCI4 témoignent d'expériences de ce type. D'une manière générale, aucun dirigeant ne joue vraiment sur l'effet-réputation d'avoir un investisseur au capital. Certains renversent même le phénomène en considérant que ce sont davantage les investisseurs qui se prévalent d'être au capital de leur entreprise auprès de leurs cibles potentielles. SCI1 et SCI4 estiment explicitement que les dirigeants ne jouent pas suffisamment de l'image que peut leur donner leur présence au capital.

### ***Un horizon de création de valeur pour le CI à court-moyen terme jugé incompatible avec le développement à long terme de l'entreprise***

Plus fondamentalement, il est important de remarquer que, si les interventions des investisseurs dans la stratégie et la gestion visent la valorisation de l'entreprise, l'objectif de création de valeur est un objectif à moyen-court terme, correspondant à l'horizon de sortie des investisseurs. Cette notion de terme est importante car elle est source de conflits entre investisseurs et dirigeants qui ont souvent une vision à plus long terme de la création de valeur. Ainsi, à la politique de surinvestissement après la réalisation de l'opération de Capital Investissement (Desbrières, Schatt, 2002) succède au fur et mesure que la sortie approche un ralentissement des investissements. Les dirigeants reconnaissent subir une pression croissante, notamment dans les opérations de LBO, dans le sens d'une réduction de la dette au détriment de la politique d'investissement. Ceci a d'ailleurs posé de réels problèmes aux dirigeants de Location et Plastique lors de leurs premiers LBO. Certains dirigeants ont le sentiment que l'horizon à plus court terme des CI n'est pas compatible avec la création de valeur à long terme et que cela peut nuire au bon développement de l'entreprise. C'est l'avis du dirigeant de Location : « *Les gens attendent un retour très rapide et on ne peut pas développer une entreprise et donner un retour rapide aux actionnaires* ». Prolongeant cette réflexion, le dirigeant de Four remarque : « *Des entreprises ayant connu un développement formidable avec des CI, on n'en voit pas beaucoup* ». Pour celui-ci, même si la situation dans le cadre d'un groupe industriel peut être pire, l'idéal pour le développement à long terme de l'entreprise est un « *bon* » actionnariat familial.

Bien que l'on reconnaisse le rôle que peuvent jouer les investisseurs dans le processus de création de valeur, l'analyse des entretiens auprès d'acteurs montre que ce rôle doit être précisé et nuancé.

## **CONCLUSION**

Dans la mesure où la rentabilité de son investissement dépend de la valorisation de l'entreprise entre la prise de participation et la sortie, le Capital Investisseur espère par son intervention durant la durée de sa présence au capital maximiser la création de valeur de l'entreprise. Avant d'étudier les leviers d'action à sa disposition pour ce faire, il s'agissait de repérer les mécanismes de création de valeur qui existent. Nous en avons retenu trois principaux : la création de valeur peut se faire par le développement d'avantages concurrentiels et de ressources spécifiques, par des stratégies financières de croissance rentable et d'optimisation financière (il s'agit alors de valeur financière) et par l'amélioration de la valeur perçue par les partenaires de l'entreprise (image, visibilité de l'entreprise). Une revue des études sur la question, essentiellement de nature quantitative, académiques ou non, a permis de dégager différents niveaux d'intervention des CI, sources potentielles de création de valeur que sont la croissance de l'entreprise, externe notamment, l'amélioration de la gestion financière, du marketing, de la gestion des ressources humaines par des apports en conseils directs ou indirects et l'émission d'un signal de confiance envers les partenaires.

L'idée de notre étude était de confronter ces résultats aux expériences de Capital Investisseurs et de dirigeants français interrogés dans le cadre d'entretiens semi-directifs selon une démarche qualitative. Il ressort de l'analyse des entretiens que les capacités d'influence des investisseurs apparaissent plus limitées qu'on ne pouvait le penser. Leur participation aux opérations de croissance externe se restreint souvent à une incitation forte mais leurs propositions de cibles sont rares ou peu pertinentes et non nécessairement suivies lorsque le dirigeant est majoritaire. Leur assistance dans la gestion stratégique et opérationnelle est limitée par le manque de compétences et de temps, la peur d'engager leur responsabilité et la résistance du dirigeant, soucieux de préserver son pouvoir et son autonomie de décision. Leur rôle de signal pour les partenaires de l'entreprise est surtout positif pour les entreprises au stade de création mais peut s'avérer pervers dans certains cas. De plus les dirigeants utilisent rarement le fait d'avoir des CI comme actionnaires pour accroître leur réputation. Plus fondamentalement, l'objectif de création de valeur pour les CI à court-moyen terme ne serait pas toujours compatible avec le développement et la création de valeur à long terme de l'entreprise.

Certes, le nombre réduit d'investisseurs et de dirigeants interrogés interdit la généralisation de ces résultats mais cette étude exploratoire invite à nuancer l'influence réelle qu'ont les CI dans le processus de création de valeur. Il serait intéressant de prolonger ce travail par d'autres entretiens et d'approfondir l'étude des limites des capacités des Capital Investisseurs à accroître la valeur de l'entreprise. Ceci pourrait amener à formuler des recommandations pour améliorer la coopération entre Capital Investisseurs et dirigeants dans le sens d'une maximisation de la valeur.

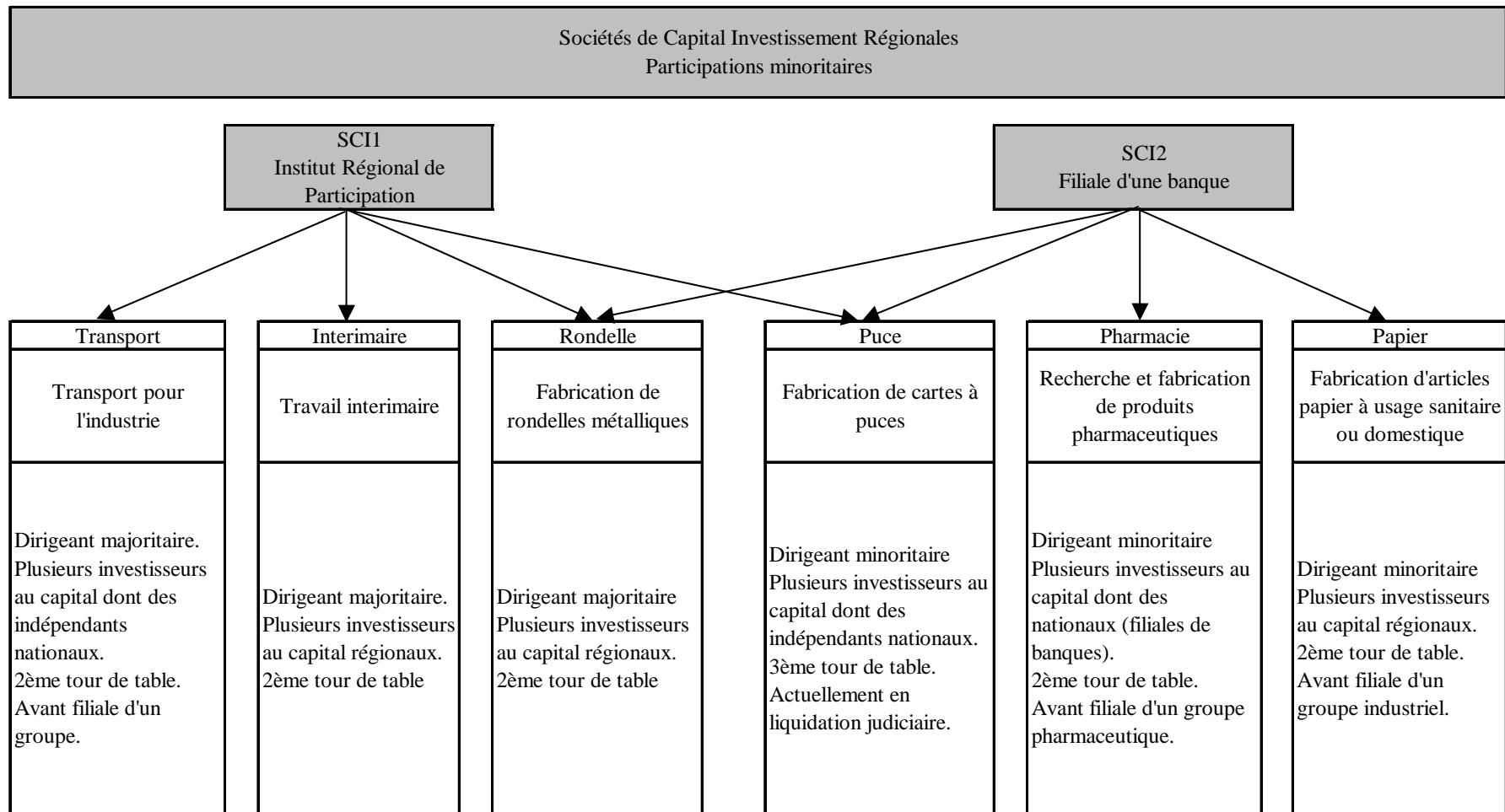
#### BIBLIOGRAPHIE

- AFIC et Barbier Frinault & associés, 2002, *Rapport sur la performance du capital investissement en France 2001*.
- AFIC et Cooper et Lybrand, 1998, *Etude sur l'impact économique du capital-risque en France*.
- AFIC, Rapports annuels de 1986 à 2003.
- BALCK B.S., GILSON R.J., 1998, « Does Venture Capital Require an Active Stock Market? », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.11, n°4, hiver.
- BATTINI P., 2000, *Capital Risque : mode d'emploi*, Paris : Editions d'Organisation, 2<sup>ème</sup> éd, 269p.
- BELLETANTE B., LEVRATTO N., PARANQUE B., 2001, *Diversité économique et modes de financement des PME*, Paris : L'Harmattan, coll. Economiques, 493p.
- BRECHET J.-P., DESREUMAUX A., 1998, „Le thème de la valeur en sciences de gestion. Transversalité, ambiguïté, et enjeux », Actes des XIVE Journées des IAE, Nantes, pp.7-12.
- CABY J., HIRIGOYEN G., 2001, *La création de valeur dans l'entreprise*, 2<sup>ème</sup> éd., Paris : Economica, 197p.
- CHARREAUX G., 2002, « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, vol. 28, n°141, novembre-décembre, pp.77-107.
- CHARREAUX G., 2003, « Le gouvernement d'entreprise », in *Encyclopédie des ressources humaine*, J. ALLOCUCHE éd., Paris, Vuibert, pp628-641.
- CHERIF M., 2000, *Le capital-risque*, Paris : Banqueédateur, coll. Les essentiels de la banque, 128p.
- CMBOR/EVCA, 2001, *Etude auprès de 300 entreprises européennes ayant entrepris un buyout entre 1992 et 1997*.
- DENGLOS G., 2003, *La création de valeur*, Paris : Dunod, 230p.

- DESBRIERES P., BROYE G., 2000, « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.3, n°3, septembre, pp.5-43.
- DESBRIERES P., SCHATT A., 2002, « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises:le cas français », *Finance Contrôle et Stratégie*, vol.5, n°4, décembre.
- EVCA (European Venture Capital Association), *Rapports annuels et études particulières*.
- FALCONER M., REID G., TERRY N., 1995, « Post investment demand for accounting information system development », *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp.45-62.
- FALCONER M., REID G., TERRY N., 1997, « Venture capital supply and accounting information system development », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Waco, été, vol. 21, n° 4; pp. 45-63.
- FERNANDEZ JARDON C.M., MARTINEZ COBAS X., 1999, « Effets indirects des sociétés de capital risque dans les PME », *Congrès International de la PME*, Metz.
- FRIED V., HISRICH R., 1995, « The Venture Capitalists: a Relationship Investor », *California Management Review*, vol.37, n°2, pp.101-113.
- GEOFFRON P., 1991, « Une analyse du processus de structuration des industries du capital-risque », *Revue Internationale PME*, vol.4, n°3, p. 95-113.
- GOMPERS P., 1995, « Optimal Investment, Monitoring and the staging of Venture Capital », *The Journal of Finance*, vol.1, n°5, pp.1461-1489.
- GORMAN, M., SAHLMAN W., 1989, « What do venture capitalists do ? », *Journal of Business Venturing*, New York, vol.4, n°4, juillet, pp.231-249.
- HOARAU C., TELLER R., 2001, *Création de valeur et management de l'entreprise*, Paris : Vuibert, coll. Entreprendre, 215p.
- HUGOT J.B., 2000, *Le guide des sociétés de Capital-Investissement*, Paris : Les édition du management, 3<sup>ème</sup> éd., coll. L'Entreprise, 591p.
- JOKUNG-NGUENA O., ARREGLE J.-L., RONGE Y., ULAGA W., 2001, *Introduction au management de la valeur*, Paris : Dunod, 250p.
- KAPLAN S.N., STROMBERG P., 2001, « Venture Capital as Principals : Contracting, Screening and Monitoring », *American Economic Review*, vol.91, n°2, mai, pp.426-430.
- LACHMANN J., 1999, *Capital-Risque et Capital-Investissement*, Paris : Economica, Coll. Connaissance de la Gestion, 108p.
- LANDSTROM H., 1993, « Agency Theory and its Applications to Small Firms : Evidence from Swedish Venture Capital Market », *Journal of Small Business Finance*, 2(3), pp.203-218.
- LORINO P., 1997), *Méthodes pratiques de la performance : le guide du pilotage*, Paris : Editions d'Organisation, Paris.
- MITCHELL F., REID G., TERRY N., 1995, « Post investment demand for accounting information by venture capitalists », *Accounting and Business Research*, vol.25, n°99, pp.186-197.
- MOUGENOT G., 2002 (2<sup>ème</sup> éd.), *Tout savoir sur le Capital Risque*, Paris : Gualino Editeur, coll. City and York, 330p.
- NORTON E., 1995, « Venture capital as an alternative means to allocate capital : an agency-theoric view », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Waco, vol.20, n°2, hiver.
- POUGET J., STEPHANY E., 2002, « Gouvernance de la relation capital-risqueur – entrepreneur », VIe Congrès International Francophone de la PME, HEC Montréal.
- ROBBIE K., WRIGHT M., CHIPLIN B., 1997, « The monitoring of venture capital firms », *Entrepreneurship and Theory and Practice*, Waco, vol.21, n°4, été, pp.9-28.
- ROSENSTEIN J., BRUNO A., BYGRAVE W., TAYLOR N., 1993, « The CEO, Venture Capitalists and the Board », *Journal of Business Venturing*, New-York, vol.8, n°2, mars, pp.99-114.

- SAHLMAN W.A., 1994, « Aspects of Financial Contracting in Venture Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, pp.23-36.
- SAPIENZA H., ALLEN A., MANIGART S., 1994, «The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies : a study of three European countries », *Managerial Finance*, vol. 20, n°1, pp.3-17.
- SAPIENZA H., MANIGART S., VERMEIR W., 1996, « Venture capitalist governance and value-added in four countries », *Journal of Business Venturing*, New York, vol.11, n°6, novembre, pp.439-470.
- SCHMITT C., BAYAD M., 2000, « La dynamique de la valeur : proposition d'une approche conceptuelle », *XXIème Congrès de l'AFC*, Angers, 18-10 mai.
- STEPHANY E., 1998, « Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur l'organisation et le management de la PME », dans TORRES O. (sous la direction de), *PME De Nouvelles Approches*, Paris : Economica, coll. Recherche en Gestion, pp.105-120.
- STEPHANY E., 2003, *La relation capital-risque/PME*, Bruxelles : De Boeck, coll. Comptabilité, contrôle et finance, 231p.
- THOUMIEUX X., 1996, *Le LBO, Acquérir une entreprise par effet de levier*, éd. Economica, Paris, coll. Gestion Poche, 108p.
- TREHAN N., 2000, « Usages de la société de holding par les entreprises personnelles et familiales : application aux entreprises de moyenne dimension pratiquant une stratégie de croissance externe », Actes de la IXe Conférence de l'AIMS, 24-26 mai 2000, Montpellier.

**Annexe : Les sociétés de Capital Investissement régionales et les entreprises de leurs portefeuille de participation rencontrées**



**Annexe (suite) : Les sociétés de Capital Investissement nationales et les entreprises de leurs portefeuille de participation rencontrées**

