

# La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : d'une approche juridico-financière à une approche cognitive

Anne Stévenot

IAE de Nancy – GREFIGE  
Université Nancy2  
13, rue Michel Ney  
54000 NANCY  
anne.stevenot@univ-nancy2.fr

## Résumé :

La relation entre capital-investisseur et dirigeant a principalement été étudiée sous l'angle de la théorie de l'agence. Les recherches ont principalement porté sur les mécanismes de contrôle et d'incitation instaurés par l'investisseur. Mais ces analyses occultent le comportement du dirigeant face aux investisseurs et ignorent le rôle cognitif de l'actionnaire, d'apport en ressources cognitives. Des études, à caractère scientifique ou non, montrent une implication de l'investisseur dans la stratégie et l'organisation de l'entreprise et suggèrent une influence sur la création de valeur. Afin de mieux comprendre comment et dans quelle mesure se font ces interventions et ces apports au cours de la relation capital-investisseur – dirigeant, une démarche qualitative d'études de onze cas d'entreprises françaises financées par capital-investissement a été menée. Il en ressort que les principaux domaines d'intervention des investisseurs concernent l'incitation à la croissance externe, une aide en matière de gestion financière ainsi qu'une pression à la gestion à court-terme et aux résultats financiers. Pour certains dirigeants, les investisseurs jouent un rôle de «ballon d'essai» et de «garde-fou». Toutefois, leurs apports, en dehors du strict domaine financier, restent limités en raison de leur manque de compétences spécifiques en stratégie et organisation, parfois de connaissances du secteur. De plus, leurs objectifs à court-terme sont souvent en contradiction avec ceux, à plus long-terme, du dirigeant. Plusieurs dirigeants se disent déçus de la capacité des investisseurs à mobiliser leur réseau. Ils considèrent que leur présence a peu d'influence positive sur les relations de l'entreprise avec ses partenaires, à l'exception des relations avec les banques pour les entreprises en création. D'une manière générale, on observe une volonté d'indépendance marquée et une affirmation du pouvoir des dirigeants face aux investisseurs. Les dirigeants manifestent des états de réactance devant leur intervention et leurs conseils. La gestion des ressources humaines est un domaine particulièrement sensible à cet égard. Il en découle des stratégies d'enracinement par lesquelles le dirigeant préserve ou élargit son pouvoir face à l'investisseur et limite son rôle à celui d'apporteur de fonds plus que de partenaire à la stratégie et l'organisation. Ceci pose la question de l'efficacité des systèmes de gouvernance dans une perspective cognitive.

**Mots clés :** capital-investissement, gouvernance actionnariale, gouvernance cognitive, étude de cas.

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, 2001 ; Julien, 1997 ; Duchéneau, 1995). Non seulement le risque accru de défaillance mais aussi et surtout l'asymétrie d'information et les risques d'opportunisme, 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 avec 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.

Charreaux (2003) distingue deux modèles théoriques de création et de répartition de la valeur qui sous-tendent les principales théories de la gouvernance. Le premier s'intéresse à la manière dont la valeur est répartie, en particulier aux mécanismes de contrôle qui permettent à l'actionnaire de maximiser sa richesse (vision actionnariale de la gouvernance). Dans la mesure où une spécificité de la relation entre l'entreprise en création ou en croissance, non cotée, et le capital-investisseur est l'asymétrie d'information particulièrement élevée, le cadre théorique principalement mobilisé dans les études sur la relation CI-dirigeant est la théorie de l'agence. On s'est ainsi surtout intéressé aux mécanismes de contrôle et d'incitation spécifiques mis en place par l'investisseur. Mais cette approche présente plusieurs limites. En premier lieu, le comportement du dirigeant, face au contrôle de l'actionnaire, est ignoré. La théorie de l'enracinement permet de dépasser cette limite en intégrant à l'analyse les stratégies des dirigeants. On ne sort toutefois pas du cadre juridico-financier. Une seconde limite que l'on peut adresser à l'approche juridico-financière dans son ensemble est de considérer uniquement la répartition de la valeur. Le second modèle 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. 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 identifié les dimensions de l'implication des investisseurs et/ou un lien avec les performances de l'entreprise. Ceci justifie l'intérêt que l'on peut porter à la question. Après être revenu brièvement sur la relation d'agence entre dirigeant et investisseur, qui constitue le cadre juridico-financier organisant les échanges et avoir précisé les limites de cette approche (1.), nous essaierons de justifier l'intérêt d'une approche cognitive de la gouvernance des entreprises financées par capital-investissement (2.). Cette seconde partie proposera, à partir d'une revue de la littérature, une synthèse des dimensions de l'intervention des investisseurs dans la stratégie et l'organisation de l'entreprise. La synthèse de ces études, essentiellement quantitatives, sera confrontée à et complétée par une étude de onze cas d'entreprises financées par capital-investissement (3.). L'objectif de cette démarche qualitative d'entretiens auprès d'investisseurs et de dirigeants est d'explicitier en quoi et dans quelle mesure les investisseurs influencent la formation de la stratégie et l'organisation de l'entreprise dans une optique de création de valeur, au travers de leurs relations avec le dirigeant. En particulier, on peut penser que l'intervention des investisseurs pose des problèmes de pouvoir et d'autonomie auxquels le dirigeant réagit. Il semble intéressant de se poser la question des limites et des éventuels aspects conflictuels de cette participation des investisseurs, dans une perspective cognitive de la gouvernance.

## **1. LA THÉORIE DE L'AGENCE APPLIQUÉE À LA RELATION ENTRE DIRIGEANT ET CAPITAL-INVESTISSEUR : PRÉSENTATION ET LIMITES DE L'ANALYSE**

### **1.1. LA RELATION D'AGENCE ACTIONNAIRE – DIRIGEANT ET SA PERTINENCE POUR L'ÉTUDE DE LA RELATION CI – DIRIGEANT**

La théorie de l'agence met en évidence les conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les différentes catégories d'apporteurs de capitaux et entre actionnaires et dirigeants. Elle repose en particulier sur l'hypothèse que les intérêts de l'actionnaire (le Principal) et du dirigeant (l'Agent) divergent et que ce dernier adopte spontanément des comportements opportunistes rendus possibles par la maîtrise de certaines informations échappant au Principal. On distingue deux situations d'asymétrie d'information. *Ex ante*, lors de la phase d'évaluation et

de négociation de l'opération de financement, le dirigeant peut se trouver mieux informé sur le projet que l'investisseur potentiel, en raison notamment de son accès privilégié à l'information et éventuellement de ses compétences dans un domaine que maîtrise peu ou mal l'autre partie (caractéristiques de l'environnement, du marché, aspects techniques...). On parle de risque de sélection adverse. *Ex post*, après l'octroi du financement par le bailleur, celui-ci peut éprouver des difficultés à contrôler les actions du dirigeant, soit par incapacité à observer les comportements de celui-ci, soit par incapacité à juger si le comportement du dirigeant est opportuniste ou non, en raison, là encore, d'un manque de compétences. Par exemple, le dirigeant peut engager des dépenses inutiles au développement de l'entreprise et diminuer ainsi les montants disponibles pour rémunérer les investisseurs externes. On parle alors de risque moral.

Les risques de comportements opportunistes engendrent des coûts *ex ante* liés à la recherche et l'analyse d'informations pour décider si le principal accepte de s'engager dans une relation avec l'agent. Les moyens mis en œuvre pour éviter l'apparition de conflits principal-agent au cours de la réalisation du contrat, engendrent des dépenses dites *ex post* ou en dernier lieu entraînent une baisse de la valeur de la firme représentant un coût résiduel. Les coûts d'agence *ex post* sont classés en trois catégories : les coûts de surveillance (*monitoring costs*), c'est-à-dire les dépenses consenties par le principal pour mettre en place les procédures de contrôle ou les mécanismes incitatifs<sup>2</sup> ; les coûts d'obligation (*bounding costs*) assumés par l'agent pour prouver sa bonne foi<sup>3</sup> ; les coûts résiduels (*residual costs*), correspondant à la diminution de la valeur de l'entreprise causée par les divergences d'intérêts non résolues, qui sont, au sens de la théorie de l'agence, supportés entièrement par le principal.

La pertinence et l'intérêt de la théorie de l'agence pour étudier la relation spécifique CI – dirigeant s'explique par l'importance particulière de l'asymétrie d'information entre les deux parties. Les entreprises financées par capital-investissement sont des sociétés non cotées, la plupart du temps des PME. Contrairement aux entreprises cotées, ces entreprises ne sont pas soumises à des contraintes légales de publication d'informations et ne peuvent faire l'objet d'un suivi permanent d'analystes financiers (Paranque, 2002). Elles n'ont pas toujours les capacités de production de l'information utile et nécessaire à l'action et la décision des tiers. En outre, leurs dirigeants, principaux détenteurs de l'information et du pouvoir de décision jusqu'alors, se montrent parfois réticents à la communiquer. L'asymétrie d'information couvre ainsi les deux types de situation. Plusieurs travaux se sont donc attachés à étudier les

différents mécanismes permettant le contrôle et l'incitation du dirigeant dans le sens des intérêts du capital-investisseur.

## 1.2. LES MÉCANISMES DE CONTRÔLE ET D'INCITATION DANS LA RELATION CI – DIRIGEANT

Charreaux (1997) propose une typologie des mécanismes de contrôle et d'incitation qui s'applique à la gouvernance des PME financées par CI. Celle-ci distingue, d'une part, les mécanismes spécifiques, c'est-à-dire propres à l'entreprise, des non spécifiques et, d'autre part, les mécanismes intentionnels, correspondant à la mise en place de procédures formelles volontaires, des spontanés. Ces différents mécanismes sont présentés dans le tableau 1.

TABLEAU 1. : LES MÉCANISMES DE CONTRÔLE ET D'INCITATION DU DIRIGEANT

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Assemblée des actionnaires Conseil d'Administration Système de rémunération Clauses du pacte d'actionnaires Contrôle par les salariés Nature du suivi	Environnement légal et réglementaire
Mécanismes spontanés	Réseaux de confiance informels Contrôle par les salariés Culture d'entreprise Réputation...	Marchés de biens et services Marchés financiers Marché du travail Environnement médiatique...

Source : D'après Charreaux, 1997.

Stéphany (2003) propose une distinction spécifique à la relation de capital-investissement selon que les mécanismes de contrôle et d'incitation sont formels (contractualisés) ou informels. En effet, la relation CI – dirigeant est souvent personnelle et interindividuelle entretenue par de nombreuses rencontres dans des cadres plus ou moins formels. Les mécanismes d'influence et de contrôle dans ce contexte relationnel sont complexes, dépendant d'aspects psychologiques particuliers.

Parmi les mécanismes intentionnels spécifiques, on relève plusieurs mécanismes sur lesquels repose la relation capital-investisseur – dirigeant : le pacte d'actionnaires, le conseil d'administration et les montages financiers.

### 1.2.1. Le pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires permet de fixer contractuellement certaines dispositions destinées à réduire le plus possible l'apparition de conflits d'intérêts et à trouver des recours contractuels, éventuellement opposables devant les tribunaux de commerces, à des problèmes d'opportunisme et de tricherie qui ne pourraient être dépassés à l'amiable.

### 1.2.2. Le conseil d'administration (CA)

Dans la perspective de la théorie de l'agence, le conseil d'administration a une fonction essentiellement disciplinaire. Il ratifie et contrôle les décisions importantes prises par la direction et a pour missions de nommer les dirigeants, d'évaluer leurs performances, de déterminer leur rémunération, de les révoquer le cas échéant. Dans le cas d'un financement par capital-investissement, la représentation au CA peut prendre plusieurs formes. Soit la société de capital-investissement souhaite (et peut)<sup>4</sup> être représentée au CA ; elle nomme dans ce cas un représentant, en général le chargé d'affaires qui s'occupe de la participation. Soit elle ne souhaite (ou ne peut pas) être représentée ; dans ce cas, elle demande au chargé d'affaires (ou au directeur de participations) d'être administrateur à titre personnel ou mandate une tierce personne en raison de ces compétences, avec l'accord du dirigeant.

Des travaux ont mis en évidence l'importance de la composition et de la structure du conseil d'administration (Charreaux, 1997)<sup>5</sup>. Concernant le cas des entreprises financées par capital-investissement, Stéphany (2003) considère que le capital-investissement modèle la composition du CA par la diminution du nombre d'administrateurs spécialisés. L'importance du suivi, les contacts amenés par l'investisseur (conseils...) permettent de réduire le nombre de ces administrateurs. Selon l'auteur, il joue un rôle de contre-poids par la diminution d'administrateurs internes.

Des études (Baker, Gompers, 1999 ; Gabrielson, Huse, 2002) ont montré que les conseils d'administration d'entreprises financées par capital-investissement sont plus actifs que ceux d'entreprises équivalentes mais ayant recours à d'autres modes de financement. Ceci traduit notamment la volonté du CI d'exercer un contrôle plus actif et direct en raison des risques élevés qu'il encourt.

En France, l'administrateur peut voir sa responsabilité engagée en cas de difficultés. Plusieurs sociétés de capital-investissement ont ainsi été appelées en comblement de passif dans des situations de liquidation pour n'avoir pas été suffisamment vigilantes et avoir manqué d'intérêt pour l'entreprise selon les tribunaux. Ces affaires ont non seulement incité les CI à être plus actifs dans le contrôle de l'entreprise mais aussi et surtout les ont freinés dans leur volonté d'être représentés en conseil d'administration, se reportant sur des modes de contrôle informels (relations, rencontres, *reporting*...) et en privilégiant des mécanismes incitatifs au travers de montages financiers notamment.

A côté du conseil d'administration, il existe d'autres systèmes qui permettent à l'investisseur de suivre sa participation, notamment le système de conseil de surveillance et directoire. Les

investisseurs siègent dans ce cas uniquement au conseil de surveillance dont la mission est restreinte aux activités de contrôle et de surveillance. Ceci limite leur risque de se voir condamné pour une implication jugée insuffisante dans la gestion et les décisions de l'entreprise<sup>6</sup>.

### **1.2.3. Les divers montages financiers**

#### **1.2.2.1.1.2.3.1. Les incitations monétaires au dirigeant**

La rémunération du dirigeant est un mécanisme d'incitation classique dans l'approche juridico-financière et un levier majeur dans la relation principal-agent<sup>7</sup>. Les CI mettent souvent en place des mécanismes permettant au dirigeant-actionnaire d'accroître sa part de capital s'il atteint ou dépasse les objectifs prévus par le *business plan* d'origine. Cela peut prendre des formes diverses : bons de souscriptions d'actions, rétrocession à titre gracieux, titres à dividendes prioritaires, obligations convertibles à parité de conversion variable en fonction d'objectifs de rentabilité... Les capital-investisseurs élargissent souvent l'actionnariat aux principaux managers de l'entreprise en leur demandant un investissement personnel dans les actions de l'entreprise afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires et de les inciter à agir en conséquence. Cette mesure est même très souvent une condition de l'entrée du capital-investisseur dans le capital de l'entreprise dans les opérations de développement.

#### **1.2.3.2. Le financement par étapes**

Face à un projet, le capital-investisseur choisit souvent un financement par étapes. Ceci constitue même une spécificité du capital-investissement qui traduit une plus grande proximité des décisions de financement et d'investissement dans les entreprises ainsi financées que dans les entreprises cotées notamment (Desbrières, 2001). A chaque nouveau stade se pose la question de nouveaux financements. L'investisseur conserve la possibilité de renoncer au projet en cas d'échec dans la phase précédente. Ce mode de financement par étapes réduit les risques de l'investissement et incite le dirigeant à donner satisfaction au CI s'il veut que celui-ci (ou un autre s'il craint l'effet de réputation) investisse à nouveau au stade suivant.

#### **1.2.3.1.2.4. Intensité du contrôle, coûts d'agence et valeur de l'entreprise financée par CI**

Du risque du projet et de l'entreprise dépend directement l'intensité du contrôle exercé par le capital-investisseur et le choix dans les mécanismes mis en place à cet effet. Plusieurs travaux ont montré une influence du niveau de risque de conflits d'agence (liés à l'asymétrie

d'information et aux divergences d'intérêts entre dirigeant et investisseur) sur le système de gouvernance. Sapienza et Gupta (1994) montrent que la fréquence des relations entre le CI et le dirigeant est forte dans les situations de non convergence des objectifs entre les deux.

Plus l'intensité du contrôle nécessaire pour pallier les risques d'agence est élevée, plus les coûts d'agence sont élevés. Plusieurs auteurs ont cherché à repérer l'existence de coûts d'agence (coûts de surveillance, d'obligation et résiduels) et à évaluer ainsi l'efficacité relative des systèmes de contrôle mis en place (Stephany, 1994, 1998 ; Suret, Gagnon, 1991 ; Barney, Busenitz, Fiet, Moesel, 1994 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1995 ; Sapienza, Gupta, 1994...). Dans le cadre d'analyse de la théorie de l'agence, les coûts d'agence affectent la valeur de l'entreprise. L'effet de l'intervention du capital-investisseur sur la valeur de l'entreprise apparaît comme le résultat de deux forces opposées : la réduction du risque qui accroît la valeur et les coûts d'agence pour réduire ce risque qui la réduisent (Mahieux, 1993).

La théorie de l'agence s'intéresse ainsi à la dimension juridico-financière de la relation entre investisseur et dirigeant, aux mécanismes de contrôle et d'incitation ainsi qu'aux conséquences en termes de coûts et sur la répartition de la valeur. Cependant elle ignore certains aspects de la relation et présente plusieurs limites.

### **1.3. LES LIMITES DE LA THÉORIE DE L'AGENCE POUR ANALYSER LA RELATION CI – DIRIGEANT**

Les travaux fondateurs de la théorie positive de l'agence (Alchian, Demsetz, 1972 ; Jensen, Meckling, 1976) sont silencieux sur le comportement du dirigeant face aux actionnaires. Ses objectifs et ses possibilités d'action ne sont pas évoqués. Il est supposé subir passivement les mécanismes disciplinaires mis en œuvre par les actionnaires. Cette approche repose sur une logique de statique comparative qui sous-tend ces premières analyses : on considère un système de gouvernement à un instant donné plus efficace qu'un autre dans une situation donnée. De plus, ce cadre théorique concerne essentiellement le cas des firmes managériales dans lesquelles le dirigeant ne détient qu'une part non significative du capital. Le dirigeant n'est alors considéré que comme un facteur de production particulier contrôlé principalement par le marché du travail des dirigeants. Il loue sa capacité managériale aux actionnaires qui contrôlent son efficacité au travers essentiellement du mécanisme formel du conseil d'administration. Ses objectifs consistent à maximiser sa fonction d'utilité dont l'argument principal est la richesse. Il est exclu implicitement que le dirigeant poursuive des objectifs d'une autre nature. Ceci constitue une limite de l'approche actionnariale proposée par la

théorie de l'agence, particulièrement lorsque l'on considère le cas de l'entreprise financée par capital-investissement. En effet, les dirigeants d'entreprises innovantes en création ou en croissance, ont aussi leur propre stratégie, leurs buts personnels et sont actifs dans leur projet entrepreneurial. Il serait surprenant qu'ils n'essayent pas, en fonction des contraintes qui leur sont imposées, de réaliser leurs buts. Ceci est d'autant plus vraisemblable pour les dirigeants de PME qu'ils sont impliqués personnellement, affectivement souvent, dans leur entreprise et qu'ils en avaient, jusqu'à l'arrivée du capital-investisseur, le contrôle quasi exclusif. Plusieurs études sur les dirigeants de PME (Duchéneau, 1995, 1996) mettent d'ailleurs en évidence l'importance primordiale qu'attachent les dirigeants de PME françaises à leur autonomie, en particulier les dirigeants créateurs ou repreneurs d'entreprise (AFPLANE, 1991, p.29). Il est donc peu probable qu'ils s'effacent complètement devant le nouvel actionnaire. En outre, dans les PME financées par capital-investissement, notamment les PME en création ou les anciennes PME familiales qui ont été obligées d'ouvrir leur capital pour se développer, le dirigeant (voire l'équipe dirigeante) détient une part non négligeable du capital, ce qui lui donne un pouvoir plus ou moins grand par rapport aux autres actionnaires. En particulier, lorsque le dirigeant est majoritaire, il a le pouvoir, au moins théorique, d'imposer ses choix<sup>8</sup>.

Les théories de l'enracinement du dirigeant (Schleifer, Vishny, 1989 ; Morck, Schleifer, Vishny, 1990 ; Castanias, Helfat, 1992 ; Hirschleifer, 1993) comble cette lacune en s'intéressant au comportement du dirigeant. La prise en compte de la réponse du dirigeant au travers de ses comportements pour conserver ou étendre son espace discrétionnaire introduit une dimension dynamique à l'analyse. Ces stratégies d'enracinement sont regroupées selon deux mécanismes principaux : l'investissement dans des actifs spécifiques que maîtrise le dirigeant et l'établissement de contrats implicites avec les partenaires internes (salariés) et externes (clients, fournisseurs, banques...). Ainsi, les théories de l'enracinement « conduisent à abandonner la vision réductrice de la gouvernance des entreprises assimilée à la discipline exercée sur les dirigeants par les actionnaires, au profit d'une réflexion d'ensemble, de nature systémique, du dispositif qui délimite l'espace discrétionnaire du dirigeant » (Charreaux, 1996, p.59). Elles invitent à une approche interactive de la relation actionnaire – dirigeant, en l'occurrence capital-investisseur – dirigeant.

Toutefois, les théories de l'enracinement ne sortent pas du cadre de la théorie de l'agence (Paquerot, 1996). Elles conservent l'hypothèse d'opportunisme des dirigeants et des actionnaires et ainsi surestiment peut-être les conflits d'intérêts entre les deux parties. Plus fondamentalement, elles maintiennent la séparation entre les fonctions d'apport de capitaux et

d'assomption du risque assignées aux actionnaires et les fonctions perceptives et managériales remplies par le dirigeant. Or, on peut penser que les actionnaires assument aussi des fonctions cognitives et participent à l'élaboration de la stratégie avec le dirigeant en vue d'une plus forte création de valeur. Ceci semble particulièrement vrai dans le cas de la relation capital-investisseur – dirigeant.

## **2. L'APPROCHE COGNITIVE DE LA RELATION ENTRE DIRIGEANT ET CAPITAL-INVESTISSEUR : PRÉSENTATION ET INTÉRÊT DE L'ANALYSE À PARTIR D'UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE**

### **2.1. LES APPROCHES COGNITIVES DE LA RELATION ACTIONNAIRE – DIRIGEANT**

Les théories contractuelles de la gouvernance ont cette particularité (limite) de se focaliser sur l'opportunisme du dirigeant, les comportements et les stratégies des acteurs en découlant. Selon certains auteurs (Gomez, Marion, 1997, p.60), l'opportunisme du dirigeant est certainement surestimé et les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants prennent trop d'importance dans ces analyses. Ainsi Gomez et Marion (1997) invitent à compléter les approches précédentes en mobilisant les cadres théoriques qui étudient aussi comment les acteurs travaillent ensemble, conjointement, et non pas seulement les uns contre les autres, c'est-à-dire qui analysent comment ils coopèrent. Ainsi les auteurs défendent l'intérêt de la théorie des conventions (Salais, Boltanski, Thévenot, Favereau...) pour étudier la gouvernance des entreprises, dont l'ambition, précisent les auteurs, est de faire « une synthèse de différents courants non contractualistes » (Gomez, Marion, 1997, p.61). Il s'agit de considérer non seulement la dimension conflictuelle mais aussi la dimension coopérative (Amblard, Bernoux., Herreros, Livian, 2001, p.74). Si les théories cognitives de la gouvernance ne se réfèrent pas explicitement à la théorie des conventions, on retrouve la même intention de dépasser la vision exclusivement conflictuelle pour s'intéresser à la coopération et la coordination des acteurs impliqués conjointement dans la construction de connaissances. Pour Charreaux (2003, p.633), l'argument cognitif est utilisé comme « mode d'invention des nouvelles opportunités productives » et « comme moyen de faciliter la coordination et de réduire les coûts des conflits – qui ont également un caractère cognitif ».

#### **2.1.1. La collaboration productive**

Les théories cognitives privilégient la notion de connaissance à celle d'information, utilisée par les théories contractuelles, pour comprendre le processus de création de valeur. On s'intéresse ici plus à la manière dont est créée l'information qu'à la manière dont elle est

utilisée. En effet, l'information se définit, dans les théories de l'information, comme le résultat du traitement de données, matières premières de l'information. Il s'agit de données qui ont un sens. Le traitement des données par l'individu, le sens qu'il leur donne, dépendent de ses modèles cognitifs, de ses schémas d'interprétation. La connaissance est ainsi en amont de l'information. L'information à son tour peut modifier la connaissance et amener les schémas cognitifs de l'individu à évoluer et à s'adapter au travers d'un processus d'apprentissage. Ceci amène les tenants de l'approche cognitive à considérer que le véritable enjeu de la gouvernance est, bien plus que la conciliation des intérêts, « la coordination qualitative, l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation » (Charreaux, 2003, p.633).

Ceci confère un sens à la firme autre que le sens disciplinaire que lui donnent les théories contractuelles (théorie des coûts de transaction, théorie de l'agence). Elle est vue comme un processeur et un répertoire de connaissances.

Comme les approches contractuelles, les approches cognitives reposent sur l'hypothèse de rationalité limitée des acteurs mais, à la différence de ces premières, il s'agit plus d'une rationalité procédurale que substantive pour reprendre la distinction faite par Simon (Williamson, 1999). Tandis que la rationalité substantive porte sur les résultats de la décision, la rationalité procédurale porte sur les procédures de décision (Coriat, Weinstein, 1995, p.23). Ces approches conduisent à l'étude approfondie des processus d'élaboration des décisions en situation complexe. Elles mettent l'accent notamment sur les processus d'apprentissage.

Ainsi, dans les interactions entre l'actionnaire et le dirigeant, se forment les décisions et se jouent la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux. Cette lecture de la gouvernance et des relations entre actionnaires et dirigeants s'inscrit dans le cadre de la théorie du changement institutionnel et organisationnel. Dans sa thèse, Wirtz (1999) a mobilisé cette théorie pour comprendre les choix de financement des entreprises en lien avec le système de gouvernement dans une perspective évolutionniste.

### **2.1.2. La régulation des conflits**

Les théories cognitives de la gouvernance accordent une attention particulière aux conflits cognitifs et/ou axiologiques (liés aux valeurs), distincts des conflits d'intérêts (Charreaux, 2002b ; Wirtz, 2002). Le système de gouvernement a pour mission de réduire non seulement les conflits d'intérêts mais aussi les conflits cognitifs et de valeurs. Les systèmes de gouvernance passés en revue dans la première partie peuvent aussi jouer un rôle cognitif et

être le support des échanges cognitifs, qu'ils sont censés faciliter. Toutefois, il est à noter que, contrairement aux conflits d'intérêts, les conflits cognitifs ne sont pas nécessairement néfastes, dans la mesure où l'existence de différents schémas cognitifs est source d'innovation et que la construction d'idées nouvelles peut précisément émerger de ces différences de vue. Ainsi, s'il est légitime de vouloir réduire les conflits d'intérêts, il peut être sous-efficace de chercher à supprimer tous les conflits cognitifs (Charreaux, 2002b). En ce sens il s'agit plutôt de faciliter la coordination et l'échange entre les différents schémas cognitifs.

Les développements récents des théories de la gouvernance d'entreprise invitent à compléter les approches contractuelles en considérant que l'enjeu de la gouvernance n'est pas seulement la répartition optimale de la valeur mais la création de valeur à proprement parler. Il s'agit de s'intéresser au processus, à la dynamique de formation de la stratégie et en particulier de considérer le rôle des actionnaires dans ce processus. Cette grille de lecture semble intéressante à mobiliser pour étudier la gouvernance des entreprises financées par capital-investissement, compte tenu des caractéristiques de la relation capital-investisseur – dirigeant de PME. En effet, plusieurs travaux mettent en évidence une intervention des investisseurs dans la stratégie et l'organisation de l'entreprise et, par là, une implication active dans le processus de création de valeur.

## **2.2. LE RÔLE DES CAPITAL-INVESTISSEURS DANS LA STRATÉGIE ET L'ORGANISATION DE L'ENTREPRISE : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE**

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 type de capital-investisseur, du niveau de risque, du degré d'innovation technologique du projet,...) (Sapienza, Allen, Manigart 1994 ; Elango, Fried, Hisrich, Polonchek, 1995 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996).

Plus encore que sur le contenu, l'intervention des investisseurs correspond à une influence sur la manière dont sont prises les décisions, sur la réflexion stratégique, plus formalisée, systématique et régulière (Sapienza, Allen, Manigart, 1994 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996 ; Stéphany, 1994 ; Stéphany, 1998). À 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, Bruno, Bygrave, Taylor, 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, Reid, Terry, 1995 ; Falconer, Reid, Terry, 1997 ; Mitchell, Reid, Terry, 1995). On observe aussi une influence des CI sur le contenu même des choix stratégiques de l'entreprise. Trehan (2000) ou encore Desbrières et Schatt (2002) montrent que les CI encouragent la mise en place d'une stratégie de croissance externe. Les investisseurs ont aussi une incidence sur la politique d'investissement de l'entreprise par leur implication dans l'évaluation et la décision (Desbrières, 2001).

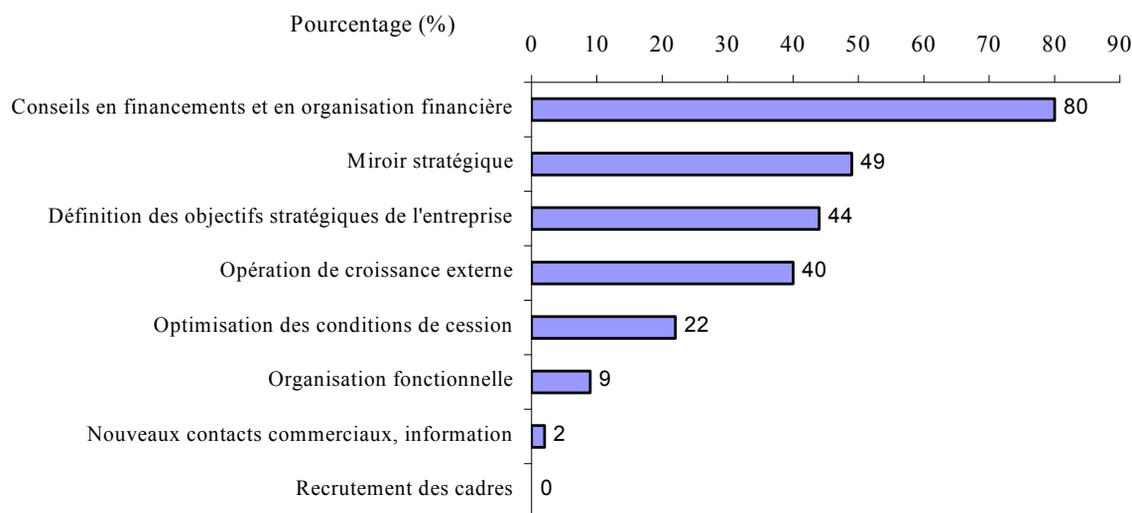
Les compétences des capital-investisseurs peuvent s'avérer plus limitées en ce qui concerne certaines questions stratégiques nécessitant une connaissance précise de l'environnement et du marché ou concernant des domaines de gestion autres que financiers (GRH, marketing, droit...). Pour ces questions, 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. Les travaux de Stéphany (1994, 1998) montrent que l'appel à des entreprises de conseil fait partie des changements apportés par l'arrivée du CI dans les entreprises.

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 l'entreprise. En particulier, les banques, souvent 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, Muscarella, Peavy, Vetsuypens, 1990 ; Sapienza, Manigart, Vermeir, 1996 ; Fernandez, Martinez, 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).

Une enquête récente commanditée par l'AFIC et réalisée par le cabinet CONSTANTIN Associés & L.E.K. Consulting (2004) présente les différentes dimensions de l'aide apportée par les investisseurs aux dirigeants (tableau 2).

TABLEAU 2 : NATURE DE L'AIDE APPORTÉE PAR LES INVESTISSEURS

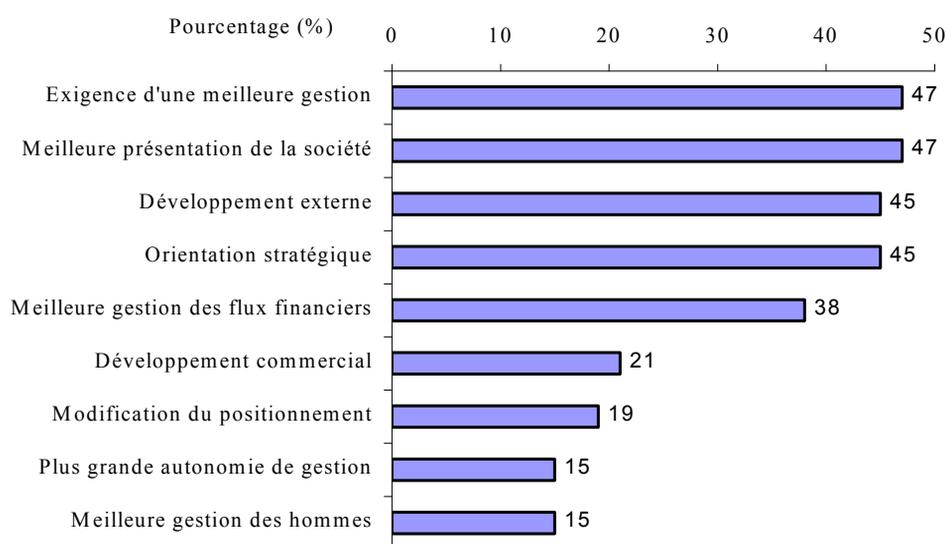


Source : CONSTANTIN Associés et L.E.K. Consulting, rapport de l'AFIC (2004).

Les dirigeants interrogés dans le cadre de cette étude reconnaissent une aide principalement à la gestion financière (80%) et à la réflexion stratégique (50%). Ils apprécient leurs conseils en matière de développement, que ce soit en matière de croissance externe, par mise en relation, ou en matière de cession.

Par ces apports stratégiques et organisationnels, au-delà de l'apport financier lui-même, les investisseurs contribueraient à la création de valeur. Les enquêtes d'opinions réalisées par l'AFIC et l'EVCA proposent une hiérarchisation de ce que les dirigeants estiment être des facteurs de création de valeur induits par l'opération de financement par capital-investissement (Tableau 3). L'exigence et les conseils financiers des investisseurs ainsi que les conseils en termes de stratégie apparaissent comme les deux principaux apports favorisant la création de valeur. Les dirigeants considèrent également l'encouragement au développement externe et l'apport de contacts commerciaux et de marchés comme des facteurs importants. L'étude française indique aussi une amélioration de la valeur perçue de la société induite par le financement par capital-investissement.

TABLEAU 3 : LES FACTEURS DE CRÉATION DE VALEUR INDUITS PAR L'OPÉRATION



Source : Etude réalisée par CONSTANTIN Associés et L.E.K. Consulting pour le compte de l'AFIC (2004)

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>9</sup>. Cependant, là encore, il n'y a pas de statistiques exhaustives et sur une longue période qui mettraient en évidence une influence réelle 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. 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. Plusieurs études commanditées par l'AFIC (Coopers & Lybrand Corporate Finance, 1993, 1996 ; CONSTANTIN Associés & L.E.K. Consulting, 2004) relèvent les performances économiques et sociales des entreprises financées par capital-investissement. La dernière étude réalisée par le cabinet d'audit CONSTANTIN Associés et la société de conseil en stratégie L.E.K. Consulting (2004) confirme les résultats précédents. Sur l'échantillon interrogé d'une cinquantaine d'entreprises, on observe une progression de 30% du chiffre d'affaires sur les quatre premières années du LBO, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,6% (croissance organique et croissance externe). Cette progression est comparée à celle des entreprises nationales : le PIB en France a progressé de 3,9% par an sur la même période. Par ailleurs, 38% des dirigeants des entreprises étudiées considèrent que le LBO a permis un développement plus rapide contre 15% qui, au contraire, pensent que cela a freiné le

développement. Notons toutefois que 21% estiment que le développement a été identique à ce qu'il aurait été sans le LBO. Cette étude signale également une croissance moyenne des effectifs des sociétés de l'échantillon supérieure à celle enregistrée par l'ensemble des entreprises françaises entre 2000 et 2004 (8,7 % contre 2,7% par an). Les auteurs en concluent une influence positive du financement par capital-investissement sur le développement de l'entreprise.

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 outre, même si les performances des entreprises qui s'engagent dans un LBO sont meilleures que l'ensemble des entreprises, on observe une dégradation de leur « surperformance » après l'opération (Desbrières, Schatt, 2002). Ceci ne s'explique pas par un effet mécanique lié à l'accroissement des investissements mais plutôt par un accroissement anormal des consommations intermédiaires et/ou réduction de prix de vente à caractère commercial ainsi que des créations d'emplois et/ou des augmentations de salaires (Desbrières, Schatt, 2002).

Cette revue de la littérature montre une participation des CI à la stratégie et l'organisation qui serait favorable à la création de valeur. Afin de mieux comprendre comment et dans quelle mesure se réalise cette influence, nous avons choisi d'illustrer et de compléter ces travaux, essentiellement quantitatifs, par une analyse qualitative d'étude de cas.

### **3. LA PARTICIPATION DES CAPITAL-INVESTISSEURS À LA GESTION STRATÉGIQUE ET OPÉRATIONNELLE : DIMENSIONS ET LIMITES À PARTIR D'UNE ÉTUDE DE CAS**

La partie empirique de l'étude consiste à analyser la relation entre capital-investisseur et dirigeant sous l'angle cognitif. Il s'agit d'identifier les dimensions et les limites de la collaboration productive ainsi que les aspects et les conséquences des conflits cognitifs ou axiologiques. Les questions au cœur de l'analyse sont les suivantes :

- En quoi, comment et dans quelle mesure les investisseurs participent à l'élaboration de la stratégie et à la création de valeur ?
- Quels sont le rôle et l'efficacité des mécanismes de gouvernance (de contrôle et d'incitation) dans une perspective cognitive ?

### 3.1. MÉTHODOLOGIE DE RECUEIL DES DONNÉES

La partie empirique de cette étude relève d'une démarche exploratoire qui 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 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 population des entreprises du secteur industriel (ou services à l'industrie) à des stades de développement plus ou moins avancés. La population 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. Le tableau de l'annexe A précise les personnes interrogées, les dates et les durées de chaque entretien.

Pour chaque entreprise, dans chaque entretien avec les investisseurs et les dirigeants, les informations et les thèmes abordés ont été les mêmes. Nous avons cherché tout d'abord à connaître les caractéristiques de l'entreprise et de son dirigeant, les caractéristiques du ou des capital-investisseurs, puis les motivations et les conditions du recours à un financement par capital-investissement, le système de gouvernance induit, l'influence du capital-investisseur sur la stratégie et l'organisation de l'entreprise (influence sur la formation de la stratégie, sur la vision stratégique du dirigeant, sur le contenu des décisions, sur l'organisation de l'entreprise et sur la gestion de l'entreprise). Les questions portaient ensuite sur les relations entre l'investisseur et le dirigeant et sur l'influence du capital-investisseur sur les relations de l'entreprise et du dirigeant avec ses différents partenaires externes (banques, concurrents, clients, fournisseurs...) et internes (salariés). Une appréciation globale de l'influence de la participation du capital-investisseur à la création de valeur et la performance de l'entreprise était enfin demandée.

L'annexe B présente les caractéristiques des sociétés de capital-investissement rencontrées. L'annexe C précise les caractéristiques et les principaux tournants stratégiques des entreprises. Les entretiens ont été intégralement retranscrits et ont fait l'objet d'une analyse thématique de contenu (Huberman, Miles, 1991 ; Thiétart, 1999) dont les résultats sont présentés ci-dessous.

### **3.2. RÉSULTATS**

Les cas considérés confirment et illustrent certains apports de la part des investisseurs identifiés dans la littérature. Ils permettent toutefois d'apporter des nuances et mettent en évidence également les limites du rôle cognitif des investisseurs dans l'entreprise en avançant plusieurs raisons. L'apport des investisseurs passe principalement par l'aide en matière de gestion financière et dépend des performances de l'entreprise ainsi que de la culture de l'investisseur (3.2.1.). Les investisseurs incitent et aident les dirigeants à développer l'entreprise, notamment par la croissance externe (3.2.2.). L'influence cognitive des CI consiste, en parallèle, à un apprentissage et une attention particulière aux exigences d'une gestion financière à court terme (3.2.3.). L'implication stratégique de l'investisseur consiste par ailleurs à influencer, de manière positive, les relations du dirigeant et de l'entreprise avec ses partenaires. Mais l'influence à ce niveau apparaît ambiguë et peu exploitée par les dirigeants (3.2.4.). Les échanges cognitifs entre investisseurs et dirigeants se heurtent à une limite majeure qui est la volonté d'indépendance marquée et l'affirmation du pouvoir des dirigeants face aux investisseurs (3.2.5.). Le système de gouvernance et de régulation des

conflits cognitifs, que sont les mécanismes de contrôle et d'incitation, n'apparaissent pas suffisamment efficaces (3.2.6.).

### **3.2.1. Une aide principalement en matière de gestion financière, conditionnée par les performances de l'entreprise et la culture des investisseurs**

Concernant l'assistance des investisseurs à la gestion stratégique et opérationnelle, le principal apport que trouvent les dirigeants interrogés 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. Cette aide passe aussi par l'intervention ponctuelle indirecte 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. En revanche, concernant les dimensions de la gestion de l'entreprise, autres que la gestion financière, l'apport des investisseurs est restreint selon les dirigeants et les investisseurs eux-mêmes. Tout 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 réfléchi et suffisamment cohérente. Plusieurs dirigeants utilisent le terme de « *garde-fou* » pour qualifier ces investisseurs. Mais, l'aide des investisseurs est limitée, 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 s'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 que de siéger au conseil d'administration. Ce phénomène est encore plus marqué chez les SCI régionales. Les dirigeants d'entreprises financées par des capital-investisseurs nationaux déplorent, au-delà du problème de compétences, le manque d'intérêt qu'ils portent aux activités de l'entreprise en dehors de leur traduction en termes de valorisation financière. Ceci a conduit certains dirigeants, déçus et parfois « *choqués* » par ce comportement, à renoncer à partager leur réflexion stratégique avec leurs investisseurs et à leur demander leur avis à ce niveau.

Il apparaît en fait que l'implication des investisseurs dans la stratégie et l'organisation de l'entreprise dépend principalement de deux facteurs : la santé financière de l'entreprise d'une part et la culture, nationale en particulier, de l'investisseur. De manière assez évidente, les investisseurs interviennent, directement ou par l'intermédiaire de sociétés de conseil, davantage quand l'entreprise connaît des difficultés que quand les résultats sont bons. Le deuxième facteur est moins bien connu. Les dirigeants de Contrôle et de Pharmacie sont passés dans les mains d'importants fonds américains, en 2003, entre le premier et le second entretien. Lors du second entretien, ils ont pu faire une comparaison dans les comportements des investisseurs français et anglo-saxons. Le dirigeant de Contrôle explique : *« Le court terme les soucie plus en fait, parce que c'est leur logique et qu'eux-mêmes sont cotés au Nasdaq donc ils ont à rendre des comptes très régulièrement. Ca c'est le premier point. Le deuxième point, c'est que les frontières de compétences ne sont pas au même endroit.[...] Pour le management, ça a pour conséquence qu'il vous faut chercher des alliés et des consolidations externes. [...] Moi j'ai tendance à considérer que c'est casse-pieds et que c'est de la perte de temps. Mais c'est leur mode de fonctionnement, c'est tout. C'est quoi la qualité des Etats-Unis, en dehors de la masse ? C'est d'être très organisés. Ce qui veut dire qu'en termes de compétences c'est très parcellisé. Un LC (NDA : le directeur de participations de SCI3), ou quelqu'un d'un fonds français - parce que c'est la généralité - a un spectre beaucoup plus large que les gens que j'ai en face de moi, ce qui pourra peut-être poser problème à terme. [...] C'est un système plus lourd à manier s'il y avait une situation accidentelle. [...] Ils sont moins flexibles, ils comprennent moins, ils sont beaucoup plus scolaires. [...] Je pense même que sur certains sujets, leur demander leur avis ça les insécurise. [Ils ont plus tendance à faire appel à des sociétés de conseils, des extérieurs] et c'est là où c'est dangereux parce que c'est scolaire »* (DContrôle-E2). Cette parcellisation des compétences, qui les amène à recourir très fréquemment à des conseils extérieurs, ainsi que leur approche de l'entreprise et de la relation avec les dirigeants, qualifiée par ceux-ci de scolaires, sont régulièrement mentionnées par les dirigeants en relation avec des investisseurs anglo-saxons (dirigeants de Câble, Pharmacie, Contrôle). Le dirigeant de Câble explique avoir rejeté des investisseurs américains et préféré des investisseurs français pour ces raisons : *« On a vu des américains, des anglais... Entre leurs questions stupides. [...] Ils nous demandent toujours : « comment vous faites pour réduire vos frais ? Comment vous faites pour développer le système ? et autre... ». C'est d'une banalité... Ils vous donnent des leçons »* (DCâble-E1). Ces spécificités culturelles impliquent des différences dans l'intensité et la

forme (rôle des cabinets de conseil) de l'intervention des investisseurs. Les dirigeants français n'apprécieraient pas les méthodes de travail des anglo-saxons, ce qui influence nécessairement leur disposition à recevoir leurs conseils.

### 3.2.2. Une incitation à la création de valeur par la croissance externe

En termes de contenu stratégique, le principal apport des investisseurs réside dans l'impulsion de la croissance externe dans un but de création de valeur. En rappelant fréquemment au dirigeant la nécessité de développer l'entreprise, en suggérant des cibles potentielles, en favorisant la mise en relation des acheteurs et des vendeurs, les investisseurs créent une dynamique de management dans le sens de la croissance externe. C'est précisément l'avis de SCI4. 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-E1). 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 dont les activités se trouvent 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 en réalité limités. SCI3 explique : *« on ne va pas dire quelles cibles*

*parce que, ça, on ne 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 » (SCI3-E1). 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 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 (DPharmacie-E1). Aucune des cibles proposées par les investisseurs n'a été retenue 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 » (DPharmacie-E1).*

### **3.2.3. Une pression à la gestion à court terme et aux résultats financiers**

Dans la mesure où leur objectif principal est la valorisation de l'entreprise à court ou moyen terme, les investisseurs induisent une pression à la gestion à court terme et aux résultats financiers. La vision stratégique des dirigeants s'en trouve nécessairement influencée. SCI4 explique que le fait de remettre en question l'entreprise en permanence, de la maintenir sous tension, de l'engager dans la dynamique du changement et de la réactivité, est source de création de valeur. Ces pressions sont d'autant plus fortes que le financement par CI s'accompagne d'un LBO, c'est-à-dire de contraintes fortes de remboursement de la dette. « Je pense que ce qu'on apporte aux entreprises c'est en termes de rigueur, de reporting, d'affirmer, de développer l'affaire, le simple fait de dire : on est là pour créer de la valeur, créer une dynamique qui pousse les gens à se bouger, le fait d'être derrière pour valider, piquer au vif... est créateur de réflexes créateurs de valeur. Je pense que notre apport est là. De dire : on ne va pas en rester là, il y a des choses à faire, regardez le marché américain, on

*remet en cause systématiquement l'état de fait en se demandant si on ne peut pas mieux faire que ce qu'on fait aujourd'hui. Les échéances contraintes obligent à l'action aussi » (SCI4-E2). Tous les dirigeants reconnaissent être plus attentifs aux critères et aux ratios financiers que s'il n'y avait pas d'investisseur dans le capital. Le dirigeant de Câble explique que le passage d'un groupe industriel aux investisseurs a constitué un changement important à ce niveau : « quand on était filial [du groupe], je ne savais pas ce que c'était que le cash, je ne savais pas tout un tas de choses. L'argent, on n'en avait pas besoin de s'en occuper, il allait à la banque. Quand il y en avait de trop, [le groupe] le prenait, quand il nous en manquait, il en remettait. Les notions de cash, les notions de...enfin, il y avait tout un tas de notions qui nous étaient totalement inconnues. [...] L'arrivée de [SCI4] a été une révolution à ce niveau » (DCâble-E1).*

Cette focalisation sur le court-terme et les résultats financiers ne présente pas que des avantages. On observe souvent un conflit dans les horizons et les priorités de l'investisseur et du dirigeant dont les objectifs stratégiques sont à plus long terme. Ainsi, à la politique de surinvestissement après la réalisation de l'opération de capital-investissement (Desbrières, 2002) succède, au fur et à 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* » (DLocation-E1). Prolongeant cette réflexion, le dirigeant de Four remarque : « *Des entreprises ayant connu un développement formidable avec des CI, on n'en voit pas beaucoup* » (DFour-E1). 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. Ce phénomène a conduit le dirigeant de Location à faire un débouclage pour sortir un des actionnaires financiers : « *Une fois que vous êtes arrivé en troisième ou quatrième année de LBO, le financier ne pense qu'à sa valorisation en permanence. Et plus l'échéance s'approche, plus il va y penser. Cet actionnaire refusait tout investissement de développement. Donc d'un commun accord avec lui, on s'est mis d'accord sur une valorisation. Les autres financiers ont souhaité rester* » (DLocation-E2). Remarquons

que ceci a été possible parce que la valorisation par le dirigeant était suffisamment bonne pour que l'investisseur accepte. Dans les cas où ses performances financières ne sont pas aussi bonnes et qu'elle n'est pas en position de force pour négocier, l'entreprise est souvent contrainte de subir la pression jusqu'au moment où l'investisseur, de lui-même, souhaite sortir.

### **3.2.4. Une influence sur les relations de l'entreprise avec ses partenaires ambiguë et peu exploitée par les dirigeants**

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* » (DPuce-E1). 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* » (DPuce-E1). 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). Des concurrents de

certaines entreprises auraient aussi fait valoir auprès des clients que la pression à la réduction du BFR de la part des CI allait se traduire par une gestion plus serrée des créances clients. Les entreprises préfèrent ainsi parfois 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. Ce comportement s'explique aussi peut-être par une volonté d'indépendance marquée des dirigeants vis-à-vis des investisseurs.

### **3.2.5. Une volonté d'indépendance marquée et une affirmation du pouvoir des dirigeants face aux investisseurs**

Tous les dirigeants rencontrés affirment leur volonté d'indépendance et d'autonomie y compris dans les entreprises où le dirigeant est minoritaire. Ils estiment que le recours à un financement par capital-investissement est la solution la moins contraignante et le meilleur espoir de conserver une autonomie, en particulier par rapport à l'option de rachat par un groupe industriel (compatibilité des stratégies commerciales et industrielles plus problématique, *reporting* et contrôle plus lourd...). Ainsi, à la question des raisons qui ont motivé le choix de SCI4, le dirigeant de Câble répond : « *il a dit les mots que je voulais entendre, que j'aurais une autonomie totale, qu'il y avait un conseil de surveillance et un directoire mais qu'à la limite c'était plutôt un genre de tour de table dans lequel on exprime un peu ce que l'on fait* » (DCâble-E1). Même s'ils estiment que le risque est moindre que dans un groupe, la principale crainte des dirigeants à l'ouverture du capital aux CI demeure le risque de perdre leur autonomie et de se voir vendus par la suite (à la sortie) à des acheteurs (industriels, financiers, concurrents) pour des motifs financiers sans considération stratégique ou éthique. Cette logique conduit certains dirigeants (d'entreprises familiales en particulier) à préférer freiner le développement de l'entreprise plutôt que de procéder à des augmentations de capital : l'expression employée par un des dirigeants rencontrés « *mieux vaut être petit chez soi que grand chez les autres* » (DTransport-E1), illustre cette attitude. Cette position des dirigeants, soucieux de préserver leur indépendance, les place, dès l'entrée des investisseurs, dans une disposition d'esprit où le rôle du CI se cantonne à la dimension d'apport de fonds sans intervention dans la stratégie de l'entreprise. D'ailleurs, rares sont les dirigeants qui disent avoir fait appel aux capital-investisseurs pour des motifs, autres que purement

financiers, de conseils en stratégie et d'aide à la gestion. Bien au contraire, moins les investisseurs interviennent, mieux c'est pour les dirigeants, si l'on en croit leur discours. Le dirigeant de Câble est là encore très direct lorsqu'on lui demande quelles étaient ses exigences au moment de la rédaction du pacte d'actionnaire : « *Avoir la paix mais je ne pouvais pas le marquer* » (DCâble-E1).

La relation entre investisseur et dirigeant apparaît marquée par une affirmation du pouvoir de la part du dirigeant. L'intervention de l'investisseur dans la stratégie est alors plutôt source de conflit et reçoit de la part des dirigeants un jugement assez critique dans l'ensemble. On observe des comportements de réactance au sens de la psychologie sociale. Brehm (1966) celui qui a initié une théorie psychosociologique de la liberté. Selon cette théorie, chaque fois qu'un comportement accessible à un individu est pour une raison ou une autre retiré de son champ des possibles ou est menacé de l'être, cet individu ressent une restriction de sa liberté, ce qui éveille en lui un état de « réactance psychologique », état émotionnel orienté vers un recouvrement de sa liberté. Cet état de réactance transparaît dans leurs propos : « *[le CI] peut me dire ce qu'il veut, je fais ce que je veux* » (DCâble-E1, dirigeant minoritaire), « *ils me servent à ce que je veux qu'ils servent* » (DPlastique-E1, dirigeant minoritaire). La plupart des dirigeants mettent en avant le fait que les investisseurs ont besoin d'être rassurés. Ce faisant, ils placent les investisseurs dans une position de dépendance et de faiblesse par rapport au dirigeant. Cette volonté d'affirmation de leur pouvoir se traduit dans les comportements des dirigeants. On peut notamment citer le cas du dirigeant de Câble qui reconnaît avoir refusé catégoriquement de suivre les conseils du CI qui lui suggérait un plan de licenciement puis l'avoir finalement fait « *parce qu'il le fallait bien* » (DCâble-E1) mais sans le dire aux investisseurs (par fierté). Le dirigeant de Location explique avoir cherché à forcer l'accord de ses CI, au départ opposés au rachat d'une entreprise, « *pour le principe* » (DLocation-E1), puis, une fois cet accord obtenu, n'avoir pas mené l'opération. Dans toutes les situations où plusieurs investisseurs sont au capital de l'entreprise (chacun minoritaire mais majoritaires ensemble), les dirigeants confient chercher à créer de la division parmi les investisseurs ou obtenir le soutien de certains contre d'autres de manière à ne pas avoir un bloc majoritaire opposé en face et faire passer des décisions. « *C'est la logique du diviser pour mieux régner* » explique le dirigeant de Transport (DTransport-E1). Les dirigeants ressentent clairement le besoin de cerner clairement leurs domaines de décision et de d'action réservés. Ainsi l'intervention des investisseurs dans la gestion des ressources humaines est une question particulièrement sensible et est très peu appréciée des dirigeants. 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* » (DPharmacie-E1). 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* » (DContrôle-E1). 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* » (DPuce-E1). 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. SC11 et SC12 estiment que ces comportements de réactance des dirigeants sont en grande partie spécifiques à la culture française, par rapport notamment à la culture anglo-saxonne. Il s'agit d'une question d'honneur et de fierté pour le dirigeant français. Le conflit est d'autant plus aigu que les investisseurs sont considérés comme étrangers à l'entreprise et ne faisant pas partie du groupe dirigeant de l'entreprise. On retrouve ici directement les analyses formulées par D'Iribarne (1989) et Sainsaulieu (1997).

### **3.2.6. Les limites des mécanismes de contrôle et d'incitation comme vecteurs des apports cognitifs des investisseurs**

Les apports cognitifs des investisseurs s'appuient sur les mécanismes de gouvernance de contrôle et d'incitation (rencontres fréquentes, conseils extérieurs, reporting,...). Or, il apparaît dans les entretiens que ces mécanismes sont relativement faibles dans la mesure où ils laissent des marges de manœuvre élevées au dirigeant. Ceci laisse au dirigeant une autonomie de gestion : s'il ne le souhaite pas, il peut s'opposer à la participation de l'investisseur à la stratégie et refuser l'échange. Cette réflexion s'inscrit dans une perspective d'enracinement que l'on pourrait qualifier de cognitif.

En cas de difficultés et face à un contrôle accru des CI, les dirigeants affirment disposer de différentes stratégies « d'enracinement » pour se soustraire à la pression des investisseurs. Ils reconnaissent qu'il leur est complètement possible de retarder, voire cacher sciemment l'information et les difficultés aux investisseurs. Malgré le *reporting* et les réunions relativement fréquentes, les capacités de contrôle et de vérification de l'information par les investisseurs restent limitées. Le dirigeant de Papier : « *On peut toujours camoufler ses choix. Pourquoi ? Pour une raison bien simple. Comme ils ne connaissent pas mes clients et mes fournisseurs, si je ne leur dit pas que j'ai gagné ou perdu un marché, le temps que ça se voit...Ce n'est pas du jour au lendemain qu'une entreprise se casse la figure, ça vient progressivement Si je ne leur dis pas tout de suite la vérité, ils ne constateront que 6 mois après que quand ils verront les résultats* » (DPapier-E1). Le dirigeant ajoute toutefois qu'il est difficile de mentir longtemps. SCI3 en a fait l'expérience avec l'entreprise Four qui a connu de nombreuses difficultés. Initialement dirigée par la famille fondatrice, les investisseurs ont fait appel à une nouvelle équipe de repreneurs : « *Après un moment on a fait le deal avec une équipe de repreneurs qui devaient faire évoluer la boîte mais qui nous ont pipotés. Là on n'a pas réagi assez vite, on a laissé les choses dériver. Le problème c'est que le temps que l'on s'en aperçoive...* » (SCI3-E1). Plusieurs investisseurs relatent des expériences où, en cas de difficultés, il leur a été très difficile d'apprécier la gravité de la situation et la nature des problèmes. Ils restent alors souvent dépendants de l'information que veut bien leur donner.

Par ailleurs, dirigeants comme investisseurs remarquent que les investisseurs n'ont de pouvoir qu'avant le *closing* mais qu'une fois entrés au capital de l'entreprise, ils sont relativement impuissants, d'autant plus lorsqu'ils sont minoritaires. SCI3 témoigne de son impuissance face à un dirigeant qui ne souhaitait pas mener la politique de croissance externe attendue par l'investisseur. SCI3 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 ne 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. [...] 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...* » (SCI3-E1). Etant minoritaire, SCI3 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. Le chargé d'affaires de SCII connaît une situation similaire avec l'entreprise Intérimaire : *« on lui a apporté une solution sur le plan financier. Mais à partir du moment où les financiers ont été entrés dans le capital, il a complètement changé de comportement. Notre idée ce serait de vendre le groupe mais lui dit qu'il n'en est pas question. Il préfère rester à la tête de son groupe. [...] Il nous a proposé plusieurs investissements. Nous on n'avait émis certaines réserves parce qu'il n'avait pas les financements adéquats en face pour assurer ses investissements et il l'a quand même fait. Il a réussi à trouver a posteriori des financements. Mais il fait l'équilibriste en fait. C'est une situation très conflictuelle »* (SCII-E2). SCII se reconnaît impuissant. La seule solution qu'il trouve est la suivante : *« on a une part en actions une part en obligations convertibles donc nous on ne va pas convertir nos obligations et on va les laisser s'amortir. Notre encours va diminuer »* (SCII-E2).

Même lorsqu'ils sont majoritaires, les investisseurs peuvent avoir des difficultés à exercer leur pouvoir. Il leur est parfois impossible de vendre leur participation ou de limoger un dirigeant contre l'avis des salariés et du management sans risquer une dévalorisation de l'affaire. C'est ce que dit clairement le dirigeant de Plastique : *« le conflit est relativement facile à résoudre parce qu'un investisseur ne peut pas vendre une société contre la volonté du management. C'est impossible. Ça n'existe pas. Ou alors quand c'est fait, c'est une catastrophe. [...] Le meilleur moyen pour valoriser une société c'est que le management soit à 100% d'accord sur la sortie. Sinon, ça va mal se terminer. Les investisseurs n'ont donc pas tellement la possibilité de vous obliger. Il vaut mieux plutôt qu'ils soient convainçants. Aujourd'hui je me sens beaucoup plus convaincu par une sortie industrielle parce que moi-même je pense que c'est la bonne solution »* (DPlastique-E1). Concernant l'entreprise Câble, en 2004, la question d'une cession se pose. L'investisseur, SCI4, envisage une sortie industrielle ; le dirigeant de Câble privilégie le rachat par des financiers : *« Toute la direction est partie prenante dans l'opération. Mais si c'est un industriel, j'ai déjà l'assentiment de toute l'équipe de direction. Tout le monde va se tirer. Un industriel qui a le malheur de toucher à un cheveu de qui que ce soit... Les managers s'en foutent, ils touchent leur pactole et s'en vont »* (DCâble-E2). Les dirigeants font pression en faisant une sorte de chantage. Il ne s'agit pas d'autre chose que d'une forme d'enracinement du dirigeant. L'expérience de Puce qui a subi le limogeage de son dirigeant avant de connaître quelques mois plus tard la liquidation illustre bien la difficulté qu'il y a à limoger un dirigeant de PME, même si ses

résultats ne sont pas à la hauteur des attentes des investisseurs. La chargée d'affaires de SCI2, à l'époque minoritaire dans le pool, explique le conflit entre les deux actionnaires majoritaires et le dirigeant : *« les investisseurs ont été très vite nerveux, ils ont peut-être voulu trop rapidement mettre une pression sur le dirigeant en considérant que si ça ne marchait pas...et ils ont très vite voulu le remplacer. [...] Le dirigeant a subi une limitation de ces fonctions alors qu'il était l'interlocuteur privilégié des quelques rares clients potentiels. Il était tenu à l'écart de ses décisions. Plus personne ne comprenait rien. Ca a conduit à rendre la société ingérable et ça a eu des conséquences sur son aura, sa crédibilité avec ses partenaires industriels, commerciaux mais aussi par rapport aux salariés. [...]Le personnel n'a plus compris non plus qui les dirigeait. Il y a eu une refonte de l'organigramme. Il y a eu des licenciements. Il y a des gens qui sont partis spontanément. Tout s'est délité petit à petit »* (SCI2-E2). Le dirigeant de Puce que nous avons rencontré une seconde fois quelques mois après la liquidation de l'entreprise dénonce une erreur d'appréciation et de stratégie de la part des investisseurs nationaux qu'il tient pour responsables : *« ils ont tendance à raisonner comme pour les grosses sociétés cotées en bourse où finalement vous avez un patron qui est remplacé, ça arrive fréquemment. Mais la boîte continue à bien tourner. Ils pensent que dans les PME c'est la même chose d'où leur ratio qui revient à dire entre le moment où on crée une boîte et le moment où elle va en bourse, on va user 3,8 patrons. Mais ça ce n'est pas applicable à une PME. Une PME a besoin de son patron. Alors, qu'à un moment, lorsqu'on se rend compte que la boîte a grandi, qu'elle lève de gros capitaux, on dise : le patron avait une bonne envergure au niveau régional ou national, mais au niveau international, il ne l'a pas et qu'il faut mettre à la place quelqu'un d'autre, oui, pourquoi pas. On entre dans une autre phase. Mais tant qu'on n'en est pas là, la boîte a besoin d'être énormément structurée et d'avoir toujours ses repères »* (DPuce-E2). L'expérience a également été vécue par SCI3 qui, après avoir limogé le dirigeant de Four et nommé un remplaçant, est revenu sur sa décision et s'est trouvé contraint de faire appel à nouveau au précédent dirigeant car il connaissait mieux les produits, les clients, les salariés et que cette connaissance était nécessaire pour redresser l'entreprise rapidement.

Les investisseurs ont donc un pouvoir limité face au dirigeant même s'ils sont majoritaires. Leur intervention sur la stratégie et l'organisation de l'entreprise ne se fait que dans la mesure où le dirigeant le veut bien. Or, la question apparaît plus conflictuelle et problématique que ne le laissait penser la revue de littérature. Ceci pose la question de l'efficacité des mécanismes de gouvernance cognitive.

## CONCLUSION :

La relation capital-investisseur – dirigeant est souvent présentée comme une relation actionnaire – dirigeant spécifique. L'importance de l'asymétrie d'information ainsi que la faible liquidité de l'investissement impliquent la mise en place de mécanismes de contrôle et d'incitation spécifiques. En s'appuyant essentiellement sur la théorie de l'agence, les recherches ont jusqu'à présent largement porté sur les dimensions juridico-financière de la relation. Parmi les mécanismes intentionnels spécifiques, on relève le conseil d'administration ainsi que divers montages financiers incitatifs. En parallèle, on observe l'importance des mécanismes informels, interpersonnels de contrôle et d'incitation. Mais ces analyses occultent le comportement du dirigeant pour conserver ou étendre sa latitude managériale face au contrôle de l'investisseur est ignoré (comportement d'enracinement). De plus, la théorie de l'agence ne s'intéresse qu'à la répartition de la valeur créée, non pas à création de valeur et à l'apport constructif de l'actionnaire. Or, une spécificité de l'intervention des CI dans l'entreprise réside dans leur apport au niveau stratégique voire organisationnel (conseils en gestion financière, rôle de miroir stratégique, assistance lors des opérations de croissance, formalisation). Les investisseurs ne sont pas des actionnaires passifs mais actifs. C'est pourquoi, en complément de l'approche juridico-financière, il paraît intéressant de considérer la dimension cognitive du rôle de l'actionnaire et son apport en ressources cognitives, dans une optique de création de valeur. Les mécanismes, étudiés précédemment comme des systèmes de contrôle et d'incitation, ont alors une fonction différente, de vecteurs de l'apport en ressources cognitives à l'entreprise et à son dirigeant, censés faciliter l'échange et la transmission de ressources cognitives. Dans cette perspective, on est amené à se demander : Comment se passe l'intervention de l'investisseur dans la stratégie et l'organisation ? Quelle est la contribution productive ? Quelle est l'attitude du dirigeant ? Quelles sont les limites de l'intervention de l'investisseur ?

Pour répondre à ces questions et faire une analyse nuancée du rôle des investisseurs dans la stratégie et l'organisation, nous avons choisi une méthodologie qualitative d'étude de cas sur la base d'entretiens semi-directifs avec des investisseurs et des dirigeants d'entreprise de leur portefeuille de participations. Les discours de ces dirigeants confirment dans une certaine mesure l'intervention des investisseurs. Ils incitent fortement à la croissance externe, ils sensibilisent le dirigeant aux critères financiers de gestion et l'aide en matière de gestion financière si besoin est. Certains dirigeants leur trouvent également un rôle de « garde-fous » en matière de stratégie. On relève toutefois des limites à ces interventions. En termes de

croissance externe, contrairement à ce qui est souvent promis au dirigeant à l'entrée, les investisseurs font relativement peu de propositions de cibles pertinentes. Par ailleurs, leur focalisation sur le court/moyen terme et sur les résultats financiers, encore nettement plus marquée chez les investisseurs nationaux, est parfois perçue plus comme une contrainte et considérée en contradiction avec l'horizon à plus long terme des dirigeants. Ceci est particulièrement sensible dans le cadre de LBO : les investisseurs exercent une pression pour geler les investissements et réduire les coûts à l'approche de la sortie ou au cas où l'entreprise ne génère pas suffisamment de liquidités. L'influence de la présence des investisseurs sur les relations de l'entreprise avec les différents partenaires est ambiguë et dépend du stade de développement de l'entreprise. D'une manière générale, les dirigeants rencontrés aimeraient que les investisseurs mobilisent davantage leur réseau et exerce une veille plus active. Les investisseurs, en particulier régionaux, déplorent, quant à eux, que les dirigeants n'utilisent pas davantage l'effet réputation que leur présence au capital peut apporter. Il faut souligner également l'influence de la culture de l'investisseur sur leur comportement : les investisseurs anglo-saxons, comparativement aux français, sont jugés, par les dirigeants concernés, comme étant à la fois plus préoccupés du court terme et plus spécialisés dans le sens où leurs compétences sont plus parcellisées. Leur capacité à échanger avec le dirigeant sur la stratégie est moins importante et ils font plus souvent appel à des cabinets de conseil extérieurs, ce que le dirigeant n'apprécie pas toujours. Derrière ces limites de l'intervention des investisseurs dans la stratégie, on observe un comportement de réactance, un certain nombre de freins psychologiques, de la part des dirigeants qui manifestent une volonté d'indépendance et affirment leur pouvoir face aux investisseurs. Il en découle des comportements d'enracinement par lesquels le dirigeant entend préserver son espace discrétionnaire. D'ailleurs, les dirigeants ne font pas appel au capital-investisseur en souhaitant leur intervention et leur aide mais, bien au contraire, comptent sur une plus grande autonomie et indépendance, par rapport à la situation lorsque l'entreprise est filiale d'un groupe. Cette disposition initiale des dirigeants n'est pas favorable à une implication importante des investisseurs. Il est des domaines dans lesquels l'intervention des investisseurs n'est particulièrement pas appréciée en général par les dirigeants, tels que la gestion des ressources humaines, le recrutement, voire certains points de la stratégie. Les investisseurs peuvent jouer le rôle de miroir stratégique mais leurs conseils sont souvent mal perçus par les dirigeants qui ne les estiment pas compétents en matière. En cas de difficultés et/ou si le dirigeant ne suit le comportement attendu par l'investisseur, ce dernier apparaît relativement impuissant : il lui

est difficile de vendre une participation ou de limoger un dirigeant sans l'assentiment des salariés et du management. L'efficacité des mécanismes de contrôle et d'incitation montre alors ses limites.

Certes, les résultats de cette étude de cas ne peuvent être généralisés en raison de leur nombre réduit. Mais ils apportent une nuance aux analyses et aux discours traditionnels sur l'influence du capital-investisseur dans la stratégie et l'organisation de l'entreprise. On identifie plusieurs points de conflits ainsi que des comportements de réactance et d'enracinement du dirigeant qu'il serait intéressant d'approfondir. Leur portée dépasse la relation capital-investisseur – dirigeant et pourrait apporter à la connaissance de la relation actionnaire – dirigeant en général. Ces résultats sont autant de propositions de recherche à développer par la suite.

### 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, Constantin et Associés et L.E.K. Consulting, 2004, *LBO et développement de l'entreprise en France*.
- AFPLANE, 1991, *Management stratégique des PME-PMI Guide méthodologique*, Paris : Economica, coll. Rapports et Synthèses, 143p.
- ALCHIAN A.A., DEMSETZ G., 1972, "Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, vol.62, n°5, pp.777-795.
- AMBLARD H., BERNOUX P., HERREROS G., LIVIAN Y.-F., 2001, *Les Nouvelles Approches Sociologiques des Organisations*, Paris : Seuil, coll. Sociologie, 245p.
- 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.
- BARNEY J.B., BUSENITZ L.W., MOESEL D. D., FIET J.O., 1994, « The Relationship between Venture Capital and Managers in new firms : determinants of contractual covenants », *Managerial Finance*, vol.20.
- BARRY C, MUSCARELLA C., PEAVY J., VETSUYPENS M., 1990, « The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies : Evidence from going public Process », *Journal of Financial Economics*, n°27, pp.447-471.
- 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.
- BREHM J.W., 1966, *A Theory of Psychological Reactance*, New York: Academic Press.
- CASTANIAS R.P., HELFAT C.E., 1992, « Managerial and windfall rents in the market for corporate control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.18, pp.131-154.
- CHARREAUX G., 1996, « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, n°111 spécial « Le métier de dirigeant », novembre-décembre, pp.50-64.
- CHARREAUX G., 1997, *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*, éd. Economica, coll. Recherche en gestion, 540p.
- CHARREAUX G., 2002b, « Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.5, n°3, p.5-68.
- 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*, ALLOCUCHE, J., Paris, Vuibert, pp628-641.
- CHERIF, M., 2000, *Le capital-risque*, Paris : Banqueédateur, coll. Les essentiels de la banque, 128p.
- CORIAT B., WEINSTEIN O., 1995, *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Librairie Générale de France, Livre de Poche, coll. Références.

- D'IRIBARNE P., 1989, *La logique de l'honneur. Gestion des entreprises et traditions nationales*, Paris : Le Seuil.
- DESBRIÈRES P., 2001, « Le capital-investissement », *Banque & Marchés*, n°51, mars-avril, p.40-45.
- DESBRIÈRES, 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.
- DESBRIÈRES, 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.
- DUCHÉNEAUX B. (CEPME), 1995, Enquête sur les PME françaises, Paris : éd. Maxima, 577p.
- ELANGO B., FRIED V, HIRSCH R., POLONCHEK A., 1995, « How venture capital firms differ », *Journal of Business Venturing*, vol.10, pp.157-179.
- 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., HIRSCH, R., 1995, « The Venture Capitalists: a Relationship Investor », *California Management Review*, vol.37, n°2, pp.101-113.
- GABRIELSON J., HUSE M., 2002, « The Venture Capitalist and the Board of Directors in SMEs : Role and Processes », *Journal of Business Venturing*, vol.4, n°2, pp.125-146.
- GEOFFRON, P., 1991, « Une analyse du processus de structuration des industries du capital-risque », *Revue Internationale PME*, vol.4, n°3, p. 95-113.
- GOMEZ P.-Y., MARION G., 1997, « Introduction - Dossier : La théorie des conventions en pratique », *Revue Française de Gestion*, n°112, janvier-février, pp.60-63.
- 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.
- HIRSCHLEIFER D., 1993, « Managerial Reputation and Corporate Investments Decisions », *Financial Management*, été 1993.
- HUBERMAN A.M., MILES M.B., 1991, Analyse des données qualitatives, Bruxelles : De Boeck Université.
- HUGOT, J.B., 2000, *Le guide des sociétés de Capital-Investissement*, Paris : Les édition du management, 3<sup>ème</sup> éd., coll. L'Entreprise.
- HUGOT J.B., MOCCI J.-P., 2004, *Le guide des sociétés de Capital-Investissement*, Paris : Les édition du management, 5<sup>ème</sup> éd., coll. L'Entreprise.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H., 1976, « Theory of the Firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3 octobre, vol.11, pp.78-133.
- JULIEN P.-A. (sous la dir. de), 1997, *Les PME bilan et perspectives*, GREPME, Paris : Economica, 2<sup>ème</sup> éd., *Connaissance de la Gestion*, 364p.
- 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*.
- 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.
- MAHIEUX X., 1993, « Capital Investissement et valeur de l'entreprise », *Banque*, n°538.
- 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.
- MORCK R., SCHLEIFER A., VISHNY R.W., 1990, « Do managerial objectives drive bad acquisitions ? », *Journal of Finance*, n°45, pp.31-38.
- MOUGENOT, G., 2002 (2<sup>ème</sup> éd.), *Tout savoir sur le Capital Risque*, Paris : Gualino Editeur, coll. City and York.
- 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.
- PAQUEROT M., 1996a, « Stratégie d'enracinement des dirigeants et prises de contrôle d'entreprises », *Thèse en Sciences de Gestion, mention finance*, Université de Bourgogne.
- PARANQUE B., 2002, « Quelle " Intermédiation Informationnelle " pour les PME ? ou comment une démarche théorique a fertilisé une évolution stratégique », *Techniques Financières et Développement*, n° 68, septembre, pp.5-12.

- 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.
- SAINSAULIEU R., 1997, *Sociologie de l'entreprise*, Paris : Presses de Sciences Po et Dalloz, 2<sup>ème</sup> éd., Amphithéâtre, 477p.
- SAPIENZA H., J., GUPTA A. K., 1994, « Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-chief executive officer (VC-CEO) interaction », *Academy of Management Journal*, Mississippi State, vol.37, n°6, décembre, pp.1618-1638.
- SAPIENZA H., MANIGART S., VERMEIR W., 1995, « A comparison of venture capitalist governance and value-added in the U.S. and Western Europe », *Academy of Management Journal*, Best Papers Proceedings 1995, Mississippi State, pp.105-115.
- 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.
- SCHLEIFER A., VISHNY R.W., 1989, « Management entrenchment : the case of managers specific investments », *Journal of Financial Economics*, n°25, pp.123-139.
- STÉPHANY E., 1994, « Contribution à l'étude de la liaison structure du capital, relation d'agence et performance financière : le cas des PME familiales d'Aquitaine financées par capital-risque développement », Thèse de doctorat, Université de Bordeaux I.
- 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.
- SURET J.-M., GAGNON J.-M., 1991, « Coûts d'agence, fiscalité et PME : aspects théoriques et tests empiriques », *Revue PMO*, vol. 5, n°2, pp.28-38.
- THIÉTART R. A. et coll., 1999, *Méthodes de Recherche en Management*, Paris : Dunod.
- THOUMIEUX, X., 1996, *Le LBO, Acquérir une entreprise par effet de levier*, éd. Economica, Paris, coll. Gestion Poche.
- 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.
- WILLIAMSON O.E., 1999, « Strategy research : Governance and competence perspectives », *Strategic Management Journal*, déc., vol.20, n°12, p.1087.
- WIRTZ P., 2002, *Politique de Financement et Gouvernement d'Entreprise*, Paris : Economica, coll. Recherche en Gestion, 254p.

**ANNEXE A : Eléments méthodologiques relatifs aux entretiens**

Noms des sociétés de CI et des entreprises	Première vague d'entretiens					Deuxième vague d'entretiens				
	Date	Durée	Personne(s) interrogée(s)	Mode d'administration	Nom de l'entretien	Date	Durée	Personne(s) interrogée(s)	Mode d'administration	Nom de l'entretien
SCI1	Nov. 2002	2h30	Directeur des engagements	Face-à-face	SCI1-E1	Jun 2004	2h30	Directeur des engagements	Face-à-face	SCI1-E2
SCI2	Nov. 2002	2H30	Directeur Ingénierie Financière	Face-à-face	SCI2-E1	Jun 2004	2h30	Directeur Ingénierie Financière	Face-à-face	DSCI2-E2
								chargée d'affaires ingénierie financière		CASCI2-E2
SCI3	Nov. 2002	2h	Directeur	Face-à-face	SCI3-E1	Jun 2004	2H30	Directeur	Face-à-face	SCI3-E2
SCI4	Janv. 2003	2h	Directeur	Face-à-face	SCI4-E1	Jun 2004	2h30	Directeur	Face-à-face	SCI4-E2
Rondelle	Jun 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DRondelle-E1	Nov. 2004	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DRondelle-E2
Intérimaire	Juillet 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DIntérimaire-E1	Nov. 2004	40 min	Dirigeant	Téléphone	DIntérimaire-E2
Transport	Jun 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DTransport-E1	Janv. 2005	45 min	Dirigeant	Téléphone	DTransport-E2
Puce	Mars 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DPuce-E1	Nov. 2004	2h30	Dirigeant	Face-à-face	DPuce-E2
Pharmacie	Mai 2003	3h	Dirigeant	Face-à-face	DPharmacie-E1	Janv. 2005	30 min	Dirigeant	Téléphone	DPharmacie-E2
Papier	Mars 2003	3h	Dirigeant	Face-à-face	DPapier-E1	Nov. 2004	40 min	Dirigeant	Téléphone	DPapier-E2
Four	Sept. 2003	2h	Dirigeant	Face-à-face	DFour-E1	Nov. 2004	30 min	Dirigeant	Téléphone	DFour-E2
Location	Sept. 2003	1h30	Dirigeante Adjointe (responsable administratif et financier)	Face-à-face	DLocation-E1	Nov. 2004	30 min	Dirigeante Adjointe (responsable administratif et financier)	Téléphone	DLocation-E2
Contrôle	Sept. 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DContrôle-E1	Nov. 2004	40 min	Dirigeant	Téléphone	DContrôle-E2
Plastique	Sept. 2003	45 min	Dirigeant	Téléphone	DPlastique-E1	Janv. 2005	30 min	Dirigeant	Téléphone	DPlastique-E2
Câble	Sept. 2003	1h30	Dirigeant	Face-à-face	DCâble-E1	Déc. 2004	45 min	Dirigeant	Téléphone	DCâble-E2

## ANNEXE B : Les caractéristiques des sociétés de capital-investissement étudiées

	<b>SCI 1</b>	<b>SCI2</b>	<b>SCI3</b>	<b>SCI4</b>
<b>Date de création</b>	1983	1999	1991	1972
<b>Famille d'appartenance (indépendant, captif, semi-captif, filiale de banque, de groupe industriel, organisme régional...)</b>	Institut Régional de Participation. Principaux actionnaires : le Conseil Régional, les conseils généraux (37%) et des banques régionales et nationales (23%)	Filiale de banque. Organisme captif. Principal actionnaire: une banque	Indépendant français. Société de gestion de fonds : fonds français et anglo-saxons, compagnies d'assurances algo-saxonnes, banques	Indépendant français. Société de gestion de fonds : fonds français et anglo-saxons
<b>Capitaux gérés</b>	28,5 millions d'euros	15 millions d'euros	100 millions d'euros	400 millions d'euros
<b>Nombre de participations gérées en 2004</b>	86	18	9	15
<b>Type d'intervention</b>	Opérations de développement (60%) et de transmission (30%)	Opérations de développement (40%) et de transmission (60%)	Opérations de transmission	Opérations de développement (20%) et de transmission (80%)
<b>Taille des entreprises recherchées</b>	PME-PMI, de plus de 1 million d'euros de chiffre d'affaires	PME-PMI	Entreprise faisant 100 millions de chiffre d'affaires	Entreprises dont la valeur est comprise entre 20 et 200 millions d'euros
<b>Montant de l'investissement unitaire</b>	entre 150 000 euros et 1,3 millions d'euros	entre 300 000 et 1 million d'euros	entre 5 et 20 millions d'euros	entre 10 et 60 millions d'euros
<b>Type d'actionariat</b>	Participations minoritaires	Participations minoritaires	Participations majoritaires, administrateur	Participations minoritaires et majoritaires, administrateur
<b>Spécialisation sectorielle</b>	Secteur industriel et services à l'industrie	Secteur industriel et services à l'industrie	Secteur industriel et services à l'industrie	Secteur industriel et services à l'industrie
<b>Territoire géographique</b>	Région	Région élargie	National	National

Source : D'après Hugot, Mocci (2004).

## ANNEXE C : Les caractéristiques des entreprises étudiées et de leurs dirigeants

<b>Four</b>	
Activités de l'entreprise	Fabrication de fours industriels de boulangerie
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	Début 19 <sup>e</sup> s.   Création de l'entreprise
	Début 19 <sup>e</sup> s. - 1992   Entreprise familiale
	1992 - 1995   Rachat par SCI3 majoritaire, plusieurs actionnaires minoritaires. La famille reste à la direction Appel à une équipe de repreneurs : erreurs stratégiques. Difficultés à satisfaire la demande, problèmes de qualité
	1995 - 2000   Départ de la famille et de l'équipe de repreneurs Recrutement d'un nouveau dirigeant Recapitalisation par SCI3, conflits puis départ des minoritaires
	2000 - 2003   Le dirigeant démis de ses fonctions mais reste dans l'entreprise. Un dirigeant gestionnaire est recruté : nouvelles erreurs Recapitalisation par SCI3 Restructuration (licenciements)
	Septembre 2003   Le dirigeant gestionnaire est limogé Rappel du précédent dirigeant aidé de son frère
	Septembre 2003- fin 2004   Poursuite de la modernisation. Marché favorable. Proposition de rachat d'entreprise par le dirigeant, refusé par les investisseurs.
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	1992   Petite entreprise CA de 50M FF. Artisanal, atout : spécialiste de la thermicité
	1992 - 1999   Problème de qualité, matériel vétuste, inadéquation de l'offre et de la demande. Erreurs de gestion
	1999 - 2003   Modernisation de l'équipement, nouvelle gamme de produit: difficultés financières.
	2003-2004   Pour la première fois rentable au dernier semestre 2003. Mais tensions de trésorerie persistantes. Besoin en fonds propres selon le dirigeant.
Profil du dirigeant actuel	Ingénieur de formation, travail dans le conseil, jeune. Bon technicien et commercial, mauvais gestionnaire. Depuis 2003, il est aidé dans la gestion par son frère, très apprécié de SCI3 pour avoir réussi un deal important avec eux par avant.
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004 (nombre de CI, profil des CI, répartition du capital)	Depuis 1998 (difficultés avec les minoritaires), SCI3 majoritaire (100%), administrateur
Perspectives	Rachat par un groupe industriel

<b>Contrôle</b>	
Activités de l'entreprise	Fabrication d'équipements de contrôle des processus industriels (détection des risques nucléaires)
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1964   Création de l'entreprise
	1964-1994   Filiale d'un groupe
	1994   Rachat par des investisseurs financiers dont SCI3 (35%) LBO
	1999   Changement de dirigeant. Management intérimaire pour un plan de retournement
	2000   Deuxième tour de table : SCI3 acquiert 100% Un des managers intérimaires devient dirigeant permanent
	2000-2003   Opérations de croissance externe (acquisitions de concurrents allemands et finlandais)
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	2004   Vente de l'entreprise à un fonds de pension américain (80%), SCI3 reste dans le capital (20%) Fusion avec une entreprise appartenant au fonds dont les activités sont complémentaires
	1994-1999   Erreurs de gestion, perte de compétitivité, programmes de R&D qui n'aboutissent pas Entreprise non rentable
	1999   Plan de retournement. Retour à l'équilibre
Profil du dirigeant actuel	2000-2004   CA passé de 30M€ à 65M€ (+ 122%) Doublement du résultat entre 2000 et fin 2001. 10M€ d'EBITDA début 2003
	Jusqu'en 1999, membre d'une société spécialisée dans le management de transition et du retournement d'entreprises en difficultés. Travaillant essentiellement pour des CI et FCPR donc une grande expérience des relations avec les CI. A réussi le retournement de l'entreprise. Très apprécié des investisseurs.
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	2003   SCI3 majoritaire, administrateur
	2004   Fonds de pension américain (80%), SCI3 (20%)
Perspectives	Entrée au Nasdaq. Départ du dirigeant à moyen-terme (volontaire)

		<b>Location</b>
Activités de l'entreprise	Location de matériel de travaux publics	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1967	Création de l'entreprise
	1967-1978	Croissance de l'entreprise par création d'agences (10) en région
	1978-1986	Rachat par un groupe industriel (diversification). Prise de la direction par un membre du groupe Développement de l'entreprise par création d'agences (45)
	1986	Vente de l'entreprise (recentrage). Rachat par un autre groupe. Augmentations de capital. Nomination du dirigeant actuel.
	1994	Nouvelle perspective de vente de l'entreprise. Choix par le management de faire un LMBO plutôt qu'une autre sortie industrielle : entrée de SCI3 et d'un autre investisseur national
	1999-2003	Sortie de SCI3. 2 <sup>nd</sup> LBO avec l'investisseur précédent, un nouvel investisseur national, un investisseur américain
	Fin 2003 - 2004	Nouvelles créations d'agence (10) Nouveau tour de table : départ de l'actionnaire américain Augmentation de la dette Nouvelle répartition du capital : investisseurs minoritaires (35% : le premier à 13%, le deuxième à 11%, le troisième à 10,5%), management majoritaire.
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	Entreprise pionnière dans le secteur, leader. Croissance continue. Très rentable (en 2002 : 1,2 milliard € de CA, 34% d'EBITDA en 2003.	
Profil du dirigeant actuel	Auparavant salarié d'un groupe industriel. Déterminé. Bon gestionnaire. Une grande capacité à anticipé les besoins des clients. Objectif : devenir majoritaire.	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	2003	3 investisseurs indépendants dont deux nationaux, un fonds américain, majoritaires à trois Administrateurs au conseil d'administration de la holding financière
	2004	3 investisseurs nationaux indépendants dont un nouveau, minoritaires à trois (35% = 13%+11,5%+10,5%)
Perspectives	Poursuite de la croissance par création d'agences et acquisitions (plusieurs acquisitions d'entreprises, dont deux représentant au total 10% de l'activité) Poursuite du processus de rachat des parts du capital	

		<b>Plastique</b>
Activités de l'entreprise	Fabrication de matières plastiques de base pour l'automobile, l'aéronautique...	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1988	Création de l'entreprise, filiale européenne d'un groupe américain du secteur de la fabrication de résines de haute technologie
	1994	Vente de l'entreprise. Rachat par des financiers : SCI3 et un autre financier national 1 <sup>er</sup> LBO
	1996	Croissance externe : rachat d'entreprises aux Etats-Unis Création d'une filiale au Brésil
	1996-2000	Intensification de l'internationalisation Asie, Amériques, Europe de l'est (10 filiales)
	2001	Manifestation d'une volonté de sortir du deuxième investisseur 2 <sup>ème</sup> LBO : SCI3 et l'autre financier qui revend une partie de ses actions Le management détient 40% dont 25% au dirigeant
	2001-2003	Création de la 11 <sup>ème</sup> filiale (couvre 90% du marché mondial)
	2003-2004	Préparation de la sortie industrielle
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2003	Entreprise compétitive, atout : recherche et développement, capacités d'innovation. 2 <sup>ème</sup> du secteur au niveau mondial. Business plans trop ambitieux, jamais atteints Mais résultats financiers corrects. Des tensions de cash-flow. Entreprise globalement rentable. Quelques difficultés en France.	
Profil du dirigeant actuel	Avant directeur de la zone Europe d'une entreprise importante, directeur de filiales d'une entreprise de la métallurgie. A voulu changé de secteur pour un secteur de recherche. Volonté d'être « patron ».	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	SCI3 (30%) et un autre investisseur national (30%), management (40%) Investisseurs administrateurs	
Perspectives	Sortie industrielle en 2005	

		<b>Câble</b>
Activités de l'entreprise	Fabrication de fils et câbles isolés	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1957	Création de l'entreprise
	Années 60-1998	Filiale d'un groupe industriel français.
	1998	Vente de l'entreprise avec 6 autres filiales du groupe à deux investisseurs, un national et un fonds de pension américain. Le dirigeant reste.
	2000	Vente de l'entreprise à SCI4 (98%).
	2000-2003	Plan de rajeunissement de l'équipe
	2003	Difficultés conjoncturelles. Restructuration dans l'entreprise (réorganisation des équipes, changement de la direction de certaines filiales, redynamisation des équipes commerciales, frein à l'intérim, licenciements)
	2004	Préparation et début de négociation pour une reprise en 2005. Nouvelles embauches suite à la reprise de l'activité.
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	Jusqu'en 2003	Activité rentable, relativement stable. 25% de l'activité en France, 75% à l'étranger
	2003	Chiffre d'affaires et résultat en deçà des prévisions Politique de réduction des coûts CA : 12,6 M€ contre 13,5 M€ en 2002 Résultat : 2,6M€
	2004	Forte reprise des commandes, relance de l'activité.
Profil du dirigeant actuel	Ancien salarié d'un groupe industriel. Première expérience d'entreprise indépendante (non filiale) Proche de la retraite. Figure paternaliste de l'entreprise. Prépare son départ (pas de repreneur envisagé, intérêt financier).	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	Pas de changements entre 2003 et 2004. SCI4 actionnaire majoritaire, siège au conseil de surveillance.	
Perspectives	2005 : Pour SCI4, sortie industrielle ; pour le dirigeant, nouveau LBO. En cours de négociation	

		<b>Pharmacie</b>
Activités de l'entreprise	Recherche et fabrication de produits pharmaceutiques	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1996	Création de l'entreprise par le dirigeant actuel, à partir d'une filiale d'une PME qu'il dirigeait avant (divergence de vision stratégique avec associé, peu de synergie avec l'autre filiale) Deux actionnaires : un groupe industriel allemand (51%) et l'institut français du pétrole (34%). Le dirigeant avait 15%
	1998	Création d'une filiale aux Etats-Unis qui fait 40% du CA du groupe
	1999	Rachat d'un concurrent local, plus important que l'entreprise
	2000	Sortie de l'industriel voulue par le dirigeant. Rachat des parts par un investisseur régional et un national, les deux filiales de banques.
	2001	Création d'une filiale en Chine
	2002	Sortie de l'IFP voulu par le dirigeant. Rachat des parts par deux investisseurs, filiales de banques dont une régionale. Le dirigeant et le management deviennent majoritaires (35% du capital)
	2003	Rachat d'une filiale d'un groupe pharmaceutique, fabricant deux produits leader réalisant 1,5 milliards d'euros de CA à eux deux.
	2004	Nouveau tour de table en 2004. Sortie des investisseurs nationaux. Entrée d'un fonds de pension américain. Forte croissance : 100M€ de CA en 2004 Nouvelles opérations de croissance externe
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	Entreprise très performante. Un fort potentiel de recherche et d'innovation. Producteur et leader de plusieurs médicaments phares. Taux de croissance annuel du chiffre d'affaires depuis la création de 40%, de 1M€ en 1996 à 50M€ en 2003. 100M€ en 2004.	
Profil du dirigeant actuel	Ingénieur chimiste de formation, doctorat en chimie. Directeur technique puis directeur d'une PME spécialisée dans la séparation et l'extraction de molécules. Chercheur dans un laboratoire de recherche universitaire. Ambitieux et déterminé.	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	2003	6 actionnaires minoritaires : investisseurs nationaux et régionaux, filiales de banques, dirigeant et management majoritaires depuis 2002
	Fin 2004	Un fonds de pension américain, majoritaire
Perspectives	Entrée au Nasdaq	

	<b>Papier</b>		
Activités de l'entreprise	Fabrication d'articles papier à usage sanitaire ou domestique (vaisselle jetable)		
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1960-1990	Création de l'entreprise, familiale. Plusieurs sites en France. Beaucoup d'erreurs de gestion de la seconde génération	
	1990	Dépôt de bilan	
	1992	Rachat de l'entreprise par un groupe de transformation du papier Restructuration de l'entreprise (fermeture d'une ancienne usine, ouverture d'une nouvelle...)	
	1998	Vente de l'entreprise. 1 <sup>er</sup> LBO avec SCI2 et un fonds national	
	2001	Départ de l'investisseur national. 2 <sup>ème</sup> LBO avec SCI2 et deux autres investisseurs régionaux, majoritaires à trois.	
	2002	Opération de croissance externe par rachat d'une entreprise concurrente	
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	2003-2004	Changement stratégique : abandon de la sous-traitance de certains produits désormais produits par l'entreprise et vendus directement en hard-discount et grande surface. Développement interne : agrandissement de l'usine (surfaces de production et de stockage)	
	Années 80 - 1992	Erreurs de gestion, difficultés financières => dépôt de bilan en 1990	
	1992-2003	Tendance à la croissance, bonnes performances économiques et financières compte tenu des difficultés du secteur. Bonne gestion Entreprise vendue 25MFF en 1998, 47MFF en 2001. 10M€ de CA en 2001, 17M€ en 2003	
		2001	business plan pas complètement atteint en raison de difficultés conjoncturelles
		2002	Opération de croissance externe qui a permis +20% de résultat et d'assurer le service de la dette du LBO
2004	Perspective de redéploiement et de développement limitée avec la stratégie suivie jusqu'alors Croissance de l'endettement : nouveaux investissements financés par un crédit-bail. Pas d'augmentation de capital.		
Profil du dirigeant actuel	Formation initiale en mathématique, Ecole de Commerce, diplôme d'expertise comptable, maîtrise en droit. Avant Directeur Général de l'activité transformation d'un groupe de transformation du papier Bonne connaissance du secteur, veille active		
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	Holding financier à directoire + conseil de surveillance. Dirigeant, Président du directoire, l'actionnaire le plus important Président du conseil de surveillance. Investisseurs majoritaires à trois (78%), un investisseur à la minorité de blocage, dirigeant (3%)		
Perspectives	Augmentation de capital en 2005. Nouveau LBO : un nouvel investisseur pressenti, rachat par l'entreprise d'une partie du capital, montée en capital du management.		

	<b>Intérimaire</b>	
Activités de l'entreprise	Services - Travail intérimaire pour l'industrie	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1992	Création de l'entreprise, familiale.
	1997	Entrée au capital d'investisseurs financiers pour renforcer les fonds propres face à de fortes tensions financières (BFR élevé) et pour financer l'expansion de l'entreprise. 3 investisseurs régionaux minoritaires dont SCI1 (13% du capital réparti de manière à peu près égale entre les investisseurs)
	1992-2003	Croissance de l'entreprise par achat d'entreprises et création d'agences assez concentrée sur deux régions
	2004	Négociation pour racheter une entreprise en 2005
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	Croissance de l'entreprise rapide : chiffre d'affaires multiplié par 10 en 10 ans. Forte tension de trésorerie. BFR élevé. Besoins en capitaux propres élevés. Pourtant : Participation financière à des associations humanitaires. Augmentation de salaire décidée par le dirigeant de 20% en 2003.	
Profil du dirigeant actuel	Comptable de formation. Avant dirigeant d'une autre société de travail temporaire qu'il avait revendue.	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	Le dirigeant majoritaire (87%) et 3 investisseurs régionaux (5% pour le premier, 4% pour SCI3 et 4% pour le troisième). Pas de siège au conseil d'administration aux investisseurs (volonté du dirigeant). Aucun changement en 2004	
Perspectives	Investissements prévus en 2005 Entrée en bourse en 2006-2007 (pour 20 à 23% du capital)	

		<b>Rondelle</b>
Activités de l'entreprise	Fabrication de rondelles métalliques (pour l'industrie automobile principalement)	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1984	Création de l'entreprise par son dirigeant actuel accompagnée par deux Capital Investisseurs régionaux dont SCII (l'autre n'existe plus).
	1989	Sortie des investisseurs. Rachat par le dirigeant des parts.
	1993	Opération de croissance externe. Récession économique. Restructuration financière nécessaire. Besoin en fonds propres. => Nouvelle opération de Capital Investissement : SCII (19%) et un autre investisseur régional, filiale de banque (3%). Le dirigeant reste majoritaire.
	1999-2002	Recentrage sur les activités rentables et stratégiques, cession d'activités peu rentables, sans intérêts stratégiques (prévu dans le business plan)
	2003-2004	Nouveau montage financier dans une logique patrimoniale et de transmission d'entreprise : LBO (OBO). Un nouveau Capital Investisseur régional, filiale de banque : 49,15%, SCII (9,4%), le dirigeant (36,7%) et les cadres (4,76%).
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	Bon développement. En 2003, leader européen. 13,4 M€ de chiffre d'affaires. Résultat net de 340000 €. Croissance du CA et du résultat de 5% par an prévue dans le business plan. Malgré la légère récession de l'activité, mêmes tendances en 2004.	
Profil du dirigeant actuel	Avant cadre de la sidérurgie. 55 ans. Pas de repreneur prévu.	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004 (nombre de CI, profil des CI, répartition du capital)	2003	dirigeant majoritaire (68%), SCII (19%) et un autre investisseur régional, filiale de banque (3%).
	2004	Un Capital Investisseur régional, filiale de banque (49,15%), le dirigeant (36,7%), SCII (9,4%), les cadres (4,76%). LBO (Owner By Out).
Perspectives	Opérations de croissance externes, délocalisations, implantation industrielle en Europe de l'Est.	

		<b>Transport</b>
Activités de l'entreprise	Services – Transport routier	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1969-1977	Reprise de l'entreprise familiale par le dirigeant actuel (fils). Petite transporteur régional. Faible croissance : passage de 7 véhicules à une quinzaine
	1974-1989	Forte croissance de l'activité interne et externe (reprise de 15 sociétés)
	1989	Perte de 3 clients importants pour ne pas pouvoir effectuer des transports au niveau national mais seulement régional. Vente de l'entreprise à un groupe transporteur national
	1989-1996	Dirigeant, responsable de région au sein de la partie transport routier du groupe
	1996	Perte du contrôle du groupe par son dirigeant et prise de contrôle par un investisseur financier, émanation d'une banque nationale Le dirigeant régional est nommé directeur général de la partie transport routier du groupe et est chargé d'un plan de redressement des autres sociétés régionales, moins performantes.
	2000	Vente de la partie transport routier du groupe. Rachat de cette partie par le dirigeant et sa famille (53%) et par 2 investisseurs dont un national (40%) et un régional, filiale de banque (7%). 1 <sup>er</sup> LBO
	2002	2 <sup>ème</sup> LBO. Sortie des investisseurs. La famille du dirigeant monte à 80% du capital. Entrée de trois nouveaux investisseurs régionaux dont SCII et SCII2 (20%)
	2003-2004	Sortie des investisseurs. Reprise par la famille de la totalité du capital. Recherche de nouveaux partenaires (fusions, acquisitions) à l'étranger et création de filiales dans les pays où la législation et le coût de la main d'œuvre sont moins élevés.
Evolution de la situation économique et financière depuis la création jusqu'en 2004	Croissance continue malgré les difficultés du secteur. En 1996, l'entreprise du dirigeant représentait 25% de la partie transport routier et réalisait 95% des résultats. 2000-2002 : TRI de 23%	
Profil du dirigeant actuel	Entreprise familiale, se définit comme créateur de l'entreprise. Formation : baccalauréat et trois écoles de transport. 57 ans, retraite dans quelques années, transmission de l'affaire à son fils	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004	2003	Famille dirigeant : 80% ; capital investisseurs : 20% 3 investisseurs régionaux dont SCII et SCII2
	2004	Famille dirigeant : 100%
Perspectives	Rachat par ou fusion avec un groupe de transporteur européen, entrée en bourse	

	<b>Puce</b>	
Activités de l'entreprise	Fabrication de cartes à puce	
Grands tournants stratégiques depuis la création de l'entreprise jusqu'en 2004 dont grandes étapes de financement par CI et évolution de l'actionnariat	1993-1994	Dépôt du brevet. Création de l'entreprise par son dirigeant actuel (en 2003)
	1994-1997	Recherche fondamentale et première étude de marché. Investisseurs : ANVAR, DRIRE, dirigeant et amis (« business angels ») (3MFF). Dirigeant et amis : 64%
	1997	Entrée de trois capital investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2 (4,5MFF) + l'ANVAR et la DRIRE (4,5MFF) Dirigeant et amis : 34%
	2000	2 <sup>ème</sup> phase de Capital Investissement (25MFF) : les 3 investisseurs régionaux déjà présents + entrée de deux investisseurs nationaux dont un, quasi international,
	2002	Nouveau tour de table (10MFF). Dirigeant et amis : 5%, les investisseurs nationaux majoritaires (45% à deux).
	Janv - mars 2003	Nouveau tour de table envisagé pour juillet 2003 (perspective de montée des investisseurs nationaux à 80%) Conflits entre le dirigeant et les investisseurs (principalement nationaux). Limitation des pouvoirs du dirigeant (interdiction de contacter certains clients sans l'autorisation des investisseurs...) Départs spontanés des salariés, organigramme remanié
	Mars 2003	Intervention d'un mandataire ad hoc (à la demande du dirigeant)
	Avril 2003	Limogeage du dirigeant. Direction temporaire assurée par un membre de l'équipe d'un Capital Investisseur national
	Juin - juillet 2003	Attentisme des quelques clients, non réalisation du gros marché attendu (renonciation du client potentiel). Dépôt de bilan de l'entreprise. Liquidation judiciaire
Evolution de la situation économique et financière jusqu'en 2004	1993-2003	Coûts de production élevés (question de la sous-traitance envisagée en 2003) Grosses difficultés de trésorerie. Le marché tarde. Chiffre d'affaires peu élevé. Pas rentable.
	Printemps 2003	Perte/attentisme des clients actuels et potentiels. Dépôt de bilan.
Profil du dirigeant actuel	Docteur en Sciences, dans la recherche-innovation depuis 1986 Créateur d'entreprise.	
Caractéristiques de l'actionnariat en 2003 et en 2004 (nombre de CI, profil des CI, répartition du capital)	En 2003, deux investisseurs nationaux, dont un émanation d'une banque internationale et un fonds de Corporate Venture, filiale d'un groupe industriel. majoritaires à deux (45%), trois investisseurs régionaux dont SCI1 et SCI2 (50%) et le dirigeant et amis (5%). Conseil de surveillance et directoire.	
Perspectives	En 2004, le dirigeant crée une nouvelle entreprise, produit et applications différents, mais toujours dans le secteur de la carte à puce. Difficultés à trouver des moyens de financement. Mais perspectives de marché plus immédiates : déjà des clients dont certains anciens et le client important potentiel de Puce.	

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

<sup>2</sup> Par exemple un intéressement à l'accroissement de la valeur de la firme.

<sup>3</sup> Par exemple prendre en charge les frais d'un avocat ou les coûts d'un audit.

<sup>4</sup> Lorsque la société de Capital-investissement est un FCPR, elle n'a pas de personnalité juridique, ce qui l'empêche d'être administrateur.

<sup>5</sup> Voir plus particulièrement à ce propos les contributions de Charreaux et Pitol-Belin. La présence d'administrateurs indépendants, externes notamment, spécialisés dans les métiers de l'entreprise, ainsi qu'une faible taille du CA sont considérées comme des conditions favorables à un conseil actif et efficace en termes de contrôle notamment.

<sup>6</sup> Godard (1998) étudie les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance. Selon l'auteur, un conseil de surveillance permettrait de réduire le pouvoir du dirigeant et de renforcer son contrôle mais rend le processus de décision plus lent. L'utilisation de ce mécanisme de gouvernance s'interpréterait ainsi comme une mesure de renforcement disciplinaire au détriment de la dimension productive.

<sup>7</sup> Voir à ce propos la contribution de Pigé dans Charreaux (1997). En se référant à la théorie de l'agence, Sapienza et Gupta (1994) testent l'hypothèse selon laquelle plus faible est le niveau d'actionnariat du dirigeant, plus fréquentes sont les relations entre CI et dirigeants. On peut penser en effet que le mécanisme incitatif monétaire se substitue aux mécanismes de contrôle : plus la part du dirigeant dans le capital est importante, plus il est incité à agir dans le sens de l'intérêt des actionnaires, moins il est nécessaire pour les autres actionnaires d'exercer un contrôle élevé. Mais, contrairement à leurs anticipations, ils mettent en évidence que le niveau d'actionnariat des dirigeants n'a pas l'influence significative attendue sur la fréquence des relations entre CI et dirigeants, indicateur de l'intensité du suivi et du contrôle exercé par les CI. Ceci invite à remettre en question l'efficacité de l'actionnariat du dirigeant comme mécanisme incitatif et réducteur des risques de conflits d'intérêts. On peut penser que des divergences d'intérêts entre dirigeant et CI demeurent, transcendant les considérations financières. Au contraire la part importante donne au dirigeant le pouvoir d'imposer sa vision dans une certaine mesure, ce qui oblige les CI à une plus grande vigilance.

<sup>8</sup> En réalité, le dirigeant même majoritaire se trouve quand même contraint dans la mesure où, en imposant des décisions aux investisseurs contre leur volonté, il s'expose au risque qu'ils retirent leur participation au prochain tour de table. De plus, le dirigeant peut rencontrer des difficultés à trouver de nouveaux partenaires financiers à cause de la réputation que son comportement avec les précédents lui aura valu.

<sup>9</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).