



HAL
open science

Les enjeux rencontrés par le capital- investissement dans la prise de participation dans des sociétés non cotées

Nicolas Trouche

► To cite this version:

Nicolas Trouche. Les enjeux rencontrés par le capital- investissement dans la prise de participation dans des sociétés non cotées. Gestion et management. 2020. dumas-02997284

HAL Id: dumas-02997284

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-02997284>

Submitted on 19 Mar 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License



**Les enjeux rencontrés par le capital-
investissement dans la prise de participation
dans des sociétés non cotées**

Présenté par : TROUCHE Nicolas

**Entreprise d'accueil : Banque Populaire AURA
4 rue Deruelle, Lyon 69003
2 avenue du Grésivaudan,
38700 Corenc**

Date de stage : du 09/03/2020 au 11/09/2020

**Tuteur entreprise : COULON David
Tuteur universitaire : ENJOLRAS Geoffroy**

**Master 2 Finance
Spécialité Finance d'Entreprises et Gestion des Risques
2019 - 2020**



**BANQUE POPULAIRE
AUVERGNE RHÔNE ALPES**

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

RÉSUMÉ

Le capital-investissement ou private equity se démocratise de plus en plus. Depuis les années 2000, cette activité est devenue un acteur de premier plan du financement et d'accompagnement des entreprises. Les capital-investisseurs permettent d'accroître la valeur de l'entreprise grâce à leurs différents apports. Ils développent et dopent la croissance en renforçant la société sur ses marchés, en la modernisant, en gagnant des parts de marchés, en la faisant rayonner sur un plus grand territoire et bien encore de leviers sur lesquels le capital-investisseur peut influencer. De par son business model, l'activité de private equity rencontre de forts enjeux concernant la gouvernance d'une société en contrôle. En effet, le bon développement de la société va permettre à la société de private equity de se rémunérer mais aussi de rémunérer les souscripteurs de fonds. Les rendements sont attractifs, les différents apports ont de réels impacts sur les sociétés détenues en portefeuille, que l'on voit se répercuter sur les rendements, qui restent élevées. Le capital-investissement rencontre donc deux enjeux majeurs favorisant la réussite de ses projets, tout d'abord relatifs à la gouvernance et aux performances de la société non cotée.

MOTS CLÉS : capital-investissement ou private equity, fonds d'investissement, gouvernance, performance, rendement/rentabilité, croissance

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS	6
INTRODUCTION.....	8
PARTIE 1 : - LE CAPITAL-INVESTISSEMENT.....	10
CHAPITRE 1 – UNE SOLUTION DE FINANCEMENT	11
I. Les solutions de financement classiques	11
II. Les solutions de financement alternatives	15
CHAPITRE 2 – LES STRATEGIES DU PRIVATE EQUITY	22
I. Le business model d’un fonds.....	22
II. Le cycle de vie d’une opération	27
PARTIE 2 - LA GOUVERNANCE COMME UN ENJEU MAJEUR DANS LA REUSSITE... ..	32
CHAPITRE 4 – LA RELATION ACTIONNAIRES MAJORITAIRES - MINORITAIRES - DIRIGEANTS	33
I. Le risque de conflit actionnaires-dirigeant	33
II. Le risque de conflit actionnaire-actionnaire	37
CHAPITRE 5 – LES SOLUTIONS EN PLACE	40
I. Le pacte d’associés / actionnaires	40
II. Le management package	43
PARTIE 3 - ... AU DEVELOPPEMENT ET A LA CROISSANCE DE LA SOCIETE	46
CHAPITRE 7 – LES DIFFERENTS APPORTS D’UN CAPITAL-INVESTISSEUR	47
I. L’apport stratégique et organisationnel	47
II. L’apport financier.....	50
CHAPITRE 8 – UNE AMELIORATION DE LA PERFORMANCE ET DES RENDEMENTS	52
I. Une amélioration des performances	53
II. Des rendements au rendez-vous	55
CONCLUSION.....	60
BIBLIOGRAPHIE / SITOGRAFIE	63
TABLES DES ANNEXES.....	68

INTRODUCTION

Le capital-investissement, ou private equity, devient un acteur majeur et un maillon essentiel dans le financement des entreprises non cotées depuis le milieu des années 2000. Après une année 2009 compliquée suite à la crise des subprimes ayant bouleversée complètement les institutions financières, le capital-investissement connaît une hausse spectaculaire pour atteindre des niveaux records en 2018, atteignant 18,7 milliards d'euros levés (+ 13 % par rapport à 2017) et 14,7 milliards d'euros investis dans plus de 2 200 entreprises non cotées en France. De plus, le private equity investit à l'origine dans le capital mais depuis les années 2010, cette activité apporte aussi de la dette privée correspondant à une solution de financement alternative et complémentaire à la dette bancaire. L'activité de capital-investissement profite de son attractivité, étant catégorisée comme une classe d'actifs offrant un rendement net annuel estimé à 11,2 % sur 15 ans pour les investisseurs, elle attire de nombreux souscripteurs. D'autre part, le capital-investissement profite de pouvoir prendre des parts de marché sur les solutions de financement suite au renforcement des Accords de Bâle, demandant aux banques de se renforcer et par conséquent d'être plus vigilante en matière d'octroi de crédits et de prises de risques. Le capital-investissement pèse donc de plus en plus et les entreprises non cotées sont effectivement plus enclines à faire entrer un fonds d'investissement dans son capital.

Le capital-investissement se définit comme l'accompagnement sur une durée déterminée d'une entreprise non cotée en leur apportant des fonds propres (prise de participation minoritaire ou majoritaire du capital et des droits de votes). Depuis 2010, les capital-investisseurs ont développé une branche « dette privée », offre similaire à ce que peut proposer un organisme bancaire classique, avec possibilité cependant d'un différé long ou du in fine. Nous noterons que lors de ce sujet de réflexion, nous considérerons exclusivement l'activité de capital-investissement par l'investissement en prise de participation en capital. Les fonds d'investissement, société publique ou privée réalisant l'activité de capital-investisseur, intègre plusieurs phases d'accompagnement selon le degré d'évolution de l'entreprise, il va de la création (capital-risque) à la transmission passant par le développement et la restructuration (retournement). Cette activité rencontre de réels enjeux pour réussir leur projet d'accompagnement et par conséquent entrevoir un retour sur investissement satisfaisant. Les enjeux sont de grandes envergures et la prise de risque conséquente, on les retrouve tant sur le plan économique et financier que stratégique et humain. La prise de participation, acquisition du capital et des droits de votes, doit être longuement réfléchie et analysée, qu'elle soit minoritaire ou majoritaire. Quant aux entreprises non cotées, elles regroupent l'ensemble des sociétés capitalisées en actions qui

ne sont pas cotées sur le marché boursier. Par conséquent, il s'agit des start-ups, PME¹ ou de ETI². Celles-ci étant dirigées le plus souvent par un actionnaire historique occupant également le poste de dirigeant. Il peut s'agir même du fondateur.

Dans ce contexte-là, nous pouvons nous demander quels sont les enjeux auxquels doit faire face un capital-investisseur à la suite de son entrée au capital d'une société non cotée. Il pourrait également s'agir de s'interroger sur les intérêts et les impacts d'un capital-investissement sur une entreprise non cotée.

Pour répondre à cette problématique, nous allons dans une première partie faire un focus et poser les bases du capital-investissement, la solution de financement qu'elle représente et ses stratégies pour assimiler son fonctionnement. Dans une seconde partie, il s'agira de détailler l'enjeu de la gouvernance qui reste majeur dans la réussite d'un projet d'investissement, où la relation actionnaires – dirigeants et l'horizon sont essentiels. Pour terminer de répondre à notre problématique, nous nous intéresserons particulièrement à l'évolution de la performance des sociétés, d'une part stratégiquement et d'autres part économiquement, où réside l'enjeu économique et financier.

¹ Petites et Moyennes Entreprises

² Entreprises de Tailles Intermédiaires

PARTIE 1 :

-

LE CAPITAL-INVESTISSEMENT

CHAPITRE 1 – UNE SOLUTION DE FINANCEMENT

Nous allons détailler dans cette première partie l'activité de capital-investissement. Il s'agit de poser les bases pour la suite de l'étude et réellement comprendre les enjeux d'une prise de participation dans des sociétés non cotées. Le capital-investissement est avant tout une solution de financement mis en avant pour les dirigeants avec les autres sources de financements classiques et alternatives. Cependant, les fonds d'investissement se reposent sur un business model particulier qu'il est important d'assimiler, ce qui introduira la seconde partie et la troisième concernant les enjeux. Afin d'éclaircir au maximum la vision et l'activité d'un capital-investisseur, nous présenterons une opération de l'origination à la revente.

Les entreprises ont recours à des sources de financement leur permettant de couvrir une partie de leurs dépenses à court terme donc supposées inférieures à 1 an (CT) nécessaire à la bonne gestion courante de l'exploitation, que l'on appelle le besoin en fonds de roulement. Ils s'engagent également, dans le but de soutenir leur croissance, à financer des besoins long terme, supérieurs à 1 an (LT) soit des investissements et des projets de développement. Pour financer ses besoins CT et LT, les entreprises possèdent deux grands modes de financement. Premièrement, la possibilité par les associés ou actionnaires d'investir à nouveau dans la société sous forme de fonds propres ou de quasi fonds propres que l'on détaillera ci-dessous, et deuxièmement grâce aux recours aux différentes sources de financement externes provenant d'organismes financiers.

I. LES SOLUTIONS DE FINANCEMENT CLASSIQUES

La solution de financement dite classique est le recours le plus fréquemment utilisé par les sociétés pour financer leurs différents besoins de trésorerie et d'investissements moyen / long terme. Les organismes bancaires ont alors développé différents types de financement pour soutenir leurs clients.

Les entreprises font face à des besoins de trésorerie orientés à court terme permettant de financer leur cycle d'exploitation. Il s'agit du besoin en fonds de roulement, maillon essentiel d'une société, que le dirigeant et ses équipes financières doivent porter une attention particulière pour s'assurer de la continuité d'exploitation. Le besoin en fonds de roulement (BFR) résulte des décalages de flux de trésorerie correspondant aux emplois circulants et aux passifs circulants, soient aux encaissements (clients qui règlent souvent à un mois leurs achats et les stocks) et aux décaissements (fournisseurs).

Un BFR positif doit être financé et plusieurs possibilités s'offrent à l'entreprise. Le fonds de roulement (FR) peut supporter une partie de ce besoin mais n'est pas forcément la solution la plus adéquate. Pour rappel, le fonds de roulement résulte de la différence entre les ressources long terme (emprunts bancaires, apport en capital...) et les emplois (actifs immobilisés) de même catégorie.

C'est pourquoi les organismes bancaires vont subvenir et offrir une solution de financement à court terme sous différents produits. Nous pouvons distinguer l'intervention des institutions financières bancaires sous deux classes distinctes, d'une part pour supporter la trésorerie directement et d'autre part en agissant sur les créances mobilisables.

Les crédits de trésorerie sont plus facilement mobilisables et possèdent la faculté d'être simples et ajustables, avec une mise en place sans avoir recours à une procédure lourde. Il existe la facilité de caisse, consistant à autoriser ponctuellement un découvert sur une période à court terme. Pour aller plus loin et pour des besoins de trésorerie réguliers, le découvert paraît la solution la plus adaptée. Son utilisation simple et souple est particulièrement appréciée par les entreprises. Le crédit court terme est une source de financement de crédit utilisable à court terme selon les besoins. Les entreprises ont recours à cette solution lorsqu'elle rencontre des situations spécifiques, notamment pour des activités saisonnières où les décalages de trésorerie peuvent être importants.

Le deuxième champ d'action pour financer des problèmes de trésorerie à court terme correspond à la part mobilisable des créances d'une société. Plusieurs offres et procédures ont été développées en ce sens et permettant une fluidité et une sécurité concernant ces mouvements. Nous pouvons retrouver trois types distincts. Tout d'abord l'escompte, il s'agit de la cession d'un effet de commerce de la part de l'entreprise à la banque pour un paiement anticipé. La cession Dailly correspond à la cession ou le nantissement de créances non matérialisées par des effets de commerce en contrepartie d'une ligne de crédit court terme. Contrairement à l'escompte, il s'agit là de faire une remise groupée de créances. La dernière solution est représentée par l'affacturage. Proche de la Dailly, l'affacturage correspond à une ligne de crédit court terme reposant sur une cession groupée. Seulement, ce sont des factures ou créances d'un ou plusieurs clients identifiés qui sont cédées par la société bénéficiaire à l'organisme bancaire directement via le factor (branche d'activité qui s'occupe de cette procédure et de l'offre pour le client). Ces lignes de crédit CT et de mobilisation de créances permettent à la banque d'assurer le suivi de son client, d'avoir une meilleure relation commerciale. Cependant, l'organisme bancaire fait face à un plus grand risque puisque c'est désormais lui seul qui supporte le risque de défaillance du client de l'entreprise accompagnée grâce à ces solutions.

Les entreprises font face à des besoins CT afin de pouvoir assurer la bonne gestion de l'exploitation au quotidien et d'assurer le paiement de ses fournisseurs. Nous avons pu voir qu'il existe plusieurs

solutions et offres proposées pour subvenir à ces besoins par les organismes bancaires. Malgré tout, ce besoin à CT ou besoin en fonds de roulement peut être supporté par le surplus des besoins LT et donc le dégagement positif du fonds de roulement.

Le financement moyen/long terme est par définition destiné à financer des emplois durables. Il s'agit d'investissements permettant à l'entreprise de conserver des actifs immatériels (marques, licences...) et matériels (bureau, informatique, machines...) non obsolètes et rester compétitif afin de favoriser une croissance organique. Un deuxième aspect concerne la possibilité de croissance externe de par ce type de financement long terme, il existe de réelles opportunités de développement pour les entreprises par l'acquisition de participations dans des sociétés connexes ou concurrentes. Il faut également comprendre que les nombreuses sources de financement long terme sont destinées à offrir la solution la plus adaptée pour chacun des besoins de l'entreprise. Nous pouvons catégoriser en deux classes les moyens de financement moyen/long terme, les ressources que l'on qualifiera d'internes et par opposition celle dites externes.

Le premier mode de financement interne correspond à la capacité d'autofinancement (CAF), qui se définit comme le surplus financier dégagé par l'exploitation au cours d'un exercice comptable. Elle résulte de la différence entre les produits encaissables et les charges décaissables induites par l'activité de l'entreprise. La CAF est également un bon indicateur concernant la rentabilité de l'exercice. L'apport en fonds propres en procédant à une augmentation de capital par les actionnaires historiques permet également à l'entreprise de profiter d'une source de financement interne non négligeable. De par cette opération, l'actionnaire réinvestit dans son entreprise, gardant le total contrôle et allège son taux d'endettement (endettement financier / capitaux propres). La structure financière devient plus solide, l'entreprise jouit d'une meilleure indépendance financière et peut donc naturellement demander un nouvel emprunt bancaire. Cependant, cette opération peut être permise avec l'arrivée de personnes externes à l'actionnariat actuel de l'entreprise, dans ce cas-là, les nouveaux investisseurs financiers prennent part à l'aventure capitaliste. Nous pouvons rapprocher un autre mode de financement avec l'augmentation par fonds propres, il s'agit du compte courant d'associés. Cela correspond à une avance de fonds sous forme de prêt, temporaire, réalisée par les associés en vue de combler un besoin de trésorerie plus ou moins important. Le remboursement est fixé librement tout comme sa rémunération par un taux d'intérêt entre les parties prenantes. La particularité d'un compte courant d'associés est qu'il peut être bloqué, par conséquent il serait alors considéré comme des quasi-fonds propres. Le compte courant d'associés est une méthode de financement régulièrement utilisée par les entreprises de par sa facilité à mettre en place et son caractère modulable (durée, intérêt) et non dilutif. Ces différentes solutions « internes » ont la faculté d'être plus faciles à mettre à disposition

pour les besoins et le financement des emplois stables. Cependant, il faut que l'exploitation soit performante (CAF) et que les associés ou actionnaires possèdent des ressources suffisantes pour encore alimenter leur entreprise, ce qui n'est pas toujours le cas ni la forme la plus efficiente d'allocation des ressources.

Après vient la plus classique des solutions externes, la dette bancaire. Celle-ci est la plus couramment utilisée pour financer l'achat d'un bien immobilier, de bâtiments et l'acquisition de titres (que nous détaillerons dans la partie d'une opération de capital-investissement). La dette bancaire correspond au prêt d'une somme d'argent à rembourser ultérieurement par l'entreprise bénéficiaire, sur une durée déterminée à négocier, par échéances régulières et comportant des intérêts. L'intérêt du recours à ce genre de financement est d'une part la simplicité à mettre en place du fait que ce soit un type de financement courant et d'autre part la faculté à le modeler pour coller parfaitement à son besoin. La non-dilution du capital fait partie d'un avantage majeur comparativement à d'autres sources de financement, l'actionnaire garde l'intégralité de son capital et du contrôle des droits de votes. Cependant, cette ressource n'est pas forcément mobilisable par tous, par exemple les start-ups ont difficilement recours à la dette bancaire, aucune ancienneté sur un marché et de business plan assez solide accroissent le risque de non-remboursement ce qui gèle les octrois de prêt bancaire classique à ce type d'entreprise. L'emprunt obligataire permet également de lever des capitaux pour financer une partie des emplois stables. Ce sont des obligations d'entreprises qui sont émises. Il s'agit donc d'une émission de titres émise pour atteindre le capital voulu à un certain prix. L'acquéreur d'une obligation verra par la suite se faire verser un coupon régulièrement en guise d'intérêt. Le remboursement intervient à maturité de l'obligation établi auparavant et est généralement in fine. L'obligation supporte les mêmes caractéristiques qu'un emprunt bancaire classique, cependant la source est diversifiée et donc réduit le risque de dépendance. Il faut tout de même prêter attention aux obligations dites convertibles (OC), qui peuvent être converties en capital. Dans ce cas-là, l'actionnaire serait alors dilué de la part de capital prise suite à la conversion des OC. Ce marché reste toutefois un parcours plus difficile à atteindre pour la levée de capitaux comparativement à la dette bancaire. Le dernier recours, le crédit-bail, est quant à lui approprié pour le financement de matériels industriels, machines et véhicules. Le crédit-bail (CB) se définit comme la location contractuelle sur une période définie donnant droit à une option d'achat. Ce type de financement est particulièrement intéressant pour financer des emplois stables qui ont vocation à devenir obsolètes et donc pouvant ralentir le développement et la croissance organique d'une société. La sortie de trésorerie est faible comparativement à l'acquisition d'un tel bien neuf en totalité et le crédit-bail étant une opération hors bilan, n'affecte pas les ratios de solvabilité et d'endettement. Néanmoins, il est usuel pour les

institutions financières de retraiter le crédit-bail pour avoir une meilleure analyse financière de la société.

Nous avons pu développer dans cette sous partie les différents besoins moyen / long terme auxquels doivent faire face les sociétés. Ces investissements sont primordiaux pour le maintien et le développement des entreprises. Par conséquent, plusieurs techniques et offres ont été créées afin de pouvoir financer ces investissements chacune offrant ses avantages, ses inconvénients et ses sources de complémentarités. Certaines entreprises n'arrivent pas forcément à avoir recours à ces sources de financement plutôt classiques pour des raisons propres à l'entreprise et sa nature (endettement déjà élevé, secteur d'activité, cycle de vie de la société...) ou veulent éviter de rester dans des standards en terme de durée, de garanties demandées et des procédures lourdes. Ils ont donc recours à des sources de financement alternatives.

II. LES SOLUTIONS DE FINANCEMENT ALTERNATIVES

Les solutions de financement alternatives correspondent aux sources financières d'organismes n'étant pas catégorisés comme une institution bancaire. Certaines entreprises se retrouvent face à des refus des banques concernant des demandes de prêts pour financer leur BFR ou bien leurs investissements. C'est pourquoi elles se tournent vers des solutions alternatives qui se développent et se démocratisent d'années en années en France et à travers l'Europe. Ces financements interviennent sous différentes formes, le don, le prêt et la prise de participation au capital.

Le crowdfunding s'est révélé et s'est développé ces dernières années suite à l'ouverture de la première plateforme de financement participatif aux Etats-Unis en 2010 et l'élaboration d'un cadre juridique clair.



Source : <https://www.crowdlending.fr/le-marche-du-crowdfunding-en-france-continue-de-progresser-en-2019/>

Le marché du crowdfunding ne cesse d'évoluer à la hausse atteignant un nouveau record en 2019, tout comme le capital-investissement. Les plateformes françaises ont collecté plus de 629 millions d'euros soit une croissance de plus de 56 % par rapport à l'année précédente.

Comme évoqué précédemment, cela représente un financement participatif à titre économique et financier dans l'élaboration et la naissance d'un projet. Le principe est simple, un entrepreneur pose son projet sur une plateforme de crowdfunding pour collecter des fonds afin de supporter les coûts induits par l'entrepreneur pour mener à bien son projet. Cela se présente sous une forme de campagne de levée de fonds par l'entrepreneur. Ce type de financement est clairement tourné et destiné pour les start-ups ou pour les entreprises venant de se créer, ces campagnes interviennent durant donc la phase de création et de post-crétion. Les sommes collectées allant de 20 000 euros à 300 000 euros, permettent de faire face aux premières échéances financières de la jeune entreprise. L'entrepreneur doit voir juste sur la présentation de son projet pour sensibiliser le plus de personnes possibles et attirer l'intérêt de ces investisseurs. Le crowdfunding se présente sous différentes formes. Le don avec ou sans contrepartie est la plus connue car c'est le fondement des plateformes de crowdfunding avant de s'être développées. Dans le cas du don avec contrepartie, les donateurs profiteront de récompenses et de réduction mais d'aucune contrepartie en capital dans l'entreprise naissante. Les projets bénéficiant de ce genre de crowdfunding sont essentiellement de types associatifs et humanitaires. Le crowdfunding est donc de nature à être un don mais à la vue de sa croissance, d'autres branches sont apparues avec par exemple le crowdlending. Il s'agit du même procédé qu'avec le crowdfunding, mais cette fois-ci s'opère sous forme de prêt rémunéré et non rémunéré (minoritaire). Ce sont donc des prêts de particuliers à des entrepreneurs pour le développement de leur projet, ils sont rémunérés avec des intérêts et ces prêts ont une maturité à moyen terme (2 à 5 ans). Nous pouvons retrouver les émissions d'obligations que l'on a présenté ci-dessus. Autre forme moins connue du grand public, le royalty crowdfunding consistant à rémunérer l'investisseur à intervalle de temps régulier sur un pourcentage préétabli sur le chiffre d'affaires réalisé. Ces sources de financement proposées par les plateformes de crowdfunding ont l'avantage pour l'entrepreneur d'être non dilutives, excepté la forme, « l'equity crowdfunding ». L'offre des plateformes de financement participatif s'oriente également avec des investissements ayant en contrepartie un intéressement en capital et en droits de votes de la société. Il s'apparente au capital investissement que l'on développera par la suite. L'investisseur se voit offrir en échange une partie au capital (dépendant de la somme investie) suite à sa prise de participation et devient par conséquent actionnaire. La recherche pour l'investisseur est de rentabiliser son investissement. Les campagnes de crowdfunding sont fortement appréciées pour lever des sommes « modestes » comparativement aux sommes levées par le capital-investissement. Il s'agit

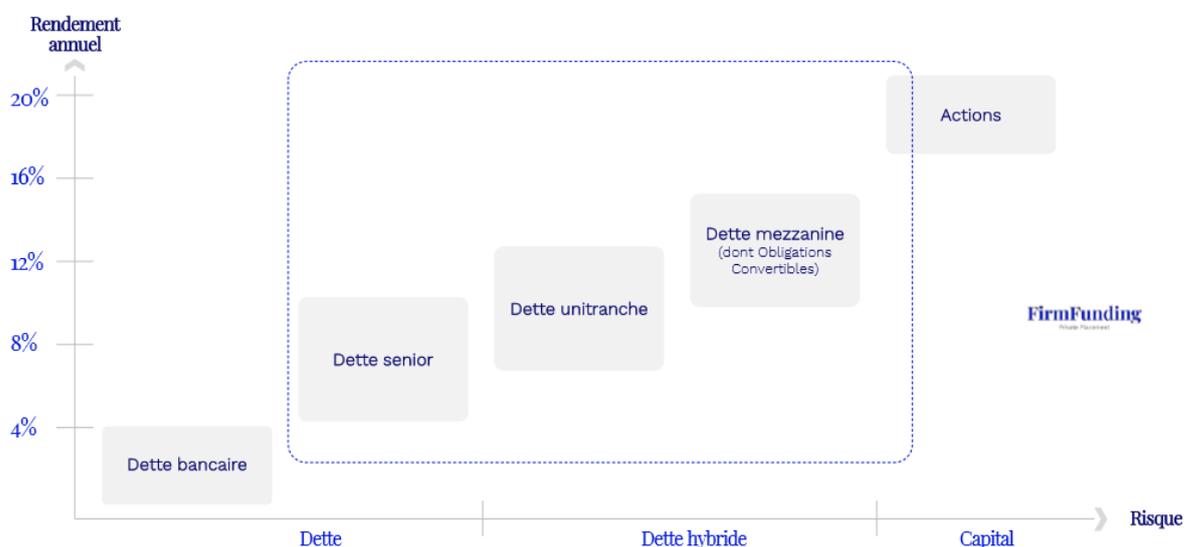
de financer des besoins CT et LT. Ces fonds levés viennent en complément de solutions classiques et offrent également possibilité d'avoir recours au financement bancaire. Les établissements bancaires sont rassurés par un renforcement des liquidités de l'entreprise en phase de création.

Nous retrouvons dans le même registre et venant en complémentarité avec le crowdfunding, les Business Angels. Ce sont des entrepreneurs dans l'âme qui ont fait fortune ou non par le passé et qui veulent désormais prendre part dans des jeunes entreprises aux concepts plutôt novateurs. Ils investissent indépendamment de leur activité professionnelle, investissant une partie de leur patrimoine personnel, dans des projets à fort potentiels de croissance et donc de rendements. Ils interviennent suite à la création et au début de la phase post-crédation comme le crowdfunding sur des tickets pouvant aller jusqu'à 1 million d'euros mais en moyenne restent aux alentours de 20 000 euros. Outre l'aspect financier évident apporté par le Business Angels, le soutien entrepreneurial est un aspect très important sur lequel pourra compter les porteurs de projet. Ils pourront ainsi profiter des compétences, de l'expérience et d'un accompagnement avisés de la part de ses investisseurs. La participation reste minoritaire pour laisser la plus grande indépendance possible à l'entrepreneur et préparer au mieux les prochains projets de financement. Tout comme l'investissement en action avec « l'equity crowdfunding », les Business Angels cherchent à accompagner de la meilleure des manières les entrepreneurs leur permettant de revendre par la suite leur participation et de réaliser un profit.

Le prêt participatif peut être considéré comme une source de financement permettant de subvenir à la demande en capitaux liée aux investissements mais aussi pour supporter la croissance du BFR, allant d'un montant de 15 000 à 150 000 euros. Il correspond à une opération de crédit inter-entreprises ou entre une entreprise et un organisme public (Etat, collectivités...). Ces prêts sont avantageux par nature car ils sont considérés comme des quasi fonds propres, ne demandant pas de garantie de la part du prêteur. Il s'apparente à un compte courant d'associés. Cette créance de dernier rang s'apparente comme des quasi fonds propres et donc renforce la situation financière de la société. Cependant, les analystes financiers considèrent les prêts participatifs comme des dettes, la solution est de subordonner cette dette à l'emprunt bancaire pour ainsi voir les prêts participatifs devenir complémentaire et rassurant vis-à-vis de ses partenaires financiers. Ces prêts sont appréciés des sociétés de par leur modularité sur les critères de maturité, de possibilité de différé de remboursement important et la rapidité de mise en place. Pour tous ces avantages et la prise de risque pris par le prêteur, l'emprunt est donc plus cher avec des taux d'intérêt plus élevés que l'on pourrait retrouver dans une offre bancaire.

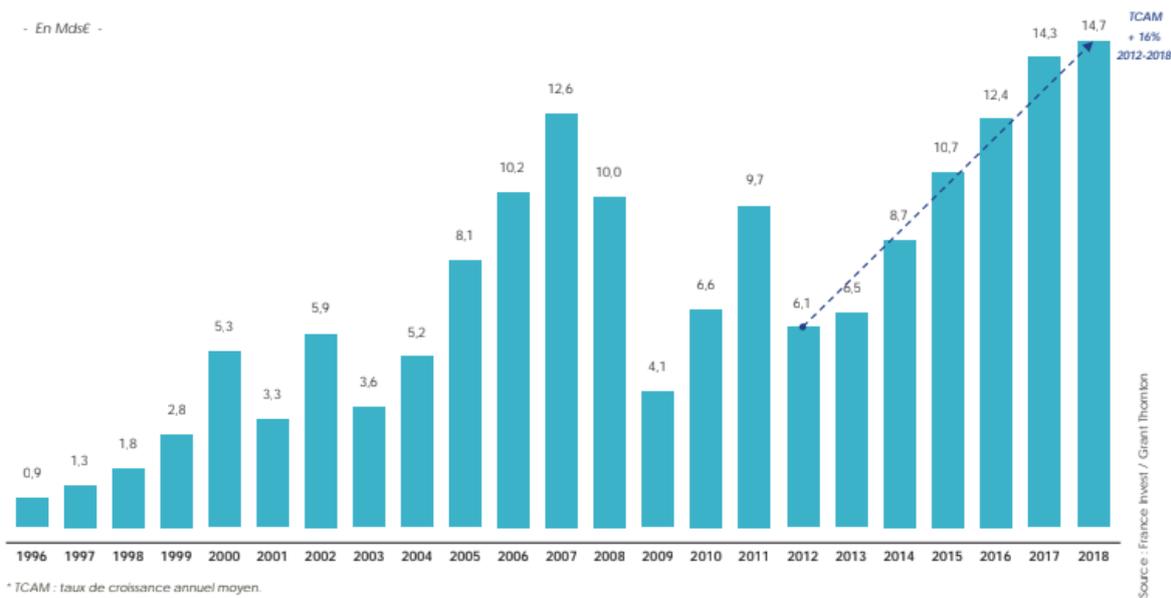
Depuis 2010, un nouveau pendant de l'offre des fonds d'investissement s'est développé avec la branche « dette privée », offre similaire à ce que peut proposer une organisme bancaire classique, mais dans des conditions différentes et moins difficile d'accès que par un organisme bancaire. Les

fonds de dette privée ont la particularité d’offrir des caractéristiques souples appréciées par les sociétés. La maturité va de 5 à 7 ans pour des prêts avec la possibilité de mettre en place un différé de remboursement long voir la totalité en remboursement in fine, soit à date de maturité. Le remboursement in fine offre des largesses aux entreprises voulant continuer d’investir chaque année en ne payant seulement les intérêts. Les sociétés, souvent réticentes à donner des garanties demandées par les banques, bénéficient grâce à ces fonds de dettes des souplesses concernant les garanties demandées. L’offre de dette privée s’avère être une excellente source de financement complémentaire à l’endettement bancaire classique, permettant à l’entreprise de diversifier ces sources de financement. Tout comme le prêt participatif, les caractéristiques et la prise de risque se rémunèrent mieux chez le prêteur, les sociétés ayant recours à cette source paieront donc plus cher qu’une dette bancaire classique.



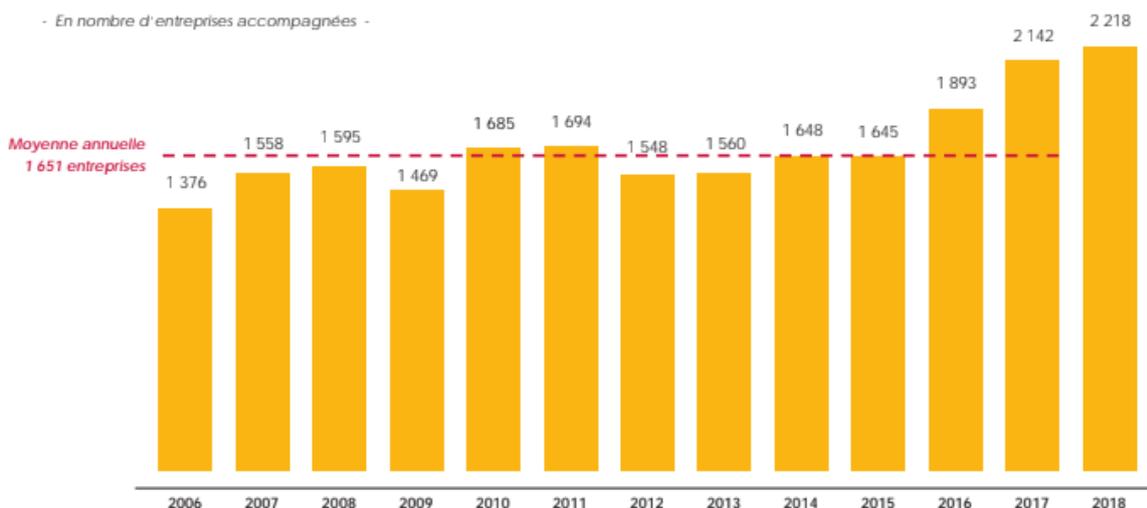
Source : FirmFunding. Graphique représentant le rendement annuel en fonction du risque des différents types de dettes.

Pour finir sur cette partie concernant les sources de financement alternatives, nous allons présenter l’un des moyens s’étant largement démocratisé, le capital-investissement. Cette activité s’est fortement développée comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous. Les montants investis en France par les fonds d’investissement augmentent significativement suite à la crise de la zone euro avec un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de + 16% entre 2012 et 2018.



source : <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/le-capital-investissement-francais-au-plus-haut-depuis-la-crise-mais-plus-selectif-812419.html>. Graphique représentant l'évolution des investissements du private equity en France.

Nous pouvons voir une évolution à la hausse du nombre d'entreprises accompagnées depuis 2016 suite à une période plutôt stable avec en moyenne 1 650 entreprises chaque année. Nous comptons là toutes les catégories d'entreprises accompagnées par les différents fonds, soit les start-ups, les PME et les ETI françaises représentant plus de 84 %, le reste étant investis à l'étranger. D'une part les fonds investis sont de plus en plus conséquents mais les dirigeants et actionnaires deviennent de moins en moins frileux à l'idée de faire entrer un capital-investisseur au capital de l'entreprise et se voir diluer. Comme définit dans l'introduction, le capital-investissement correspond à l'accompagnement sur une durée déterminée d'une entreprise non cotée en leur apportant des fonds propres, donc par la prise de participation minoritaire ou majoritaire du capital et des droits de votes. Les fonds d'investissement sont des sociétés publiques ou privées réalisant l'activité de capital-investisseur. Les moyens apportés tant sur le plan financier que sur l'aspect stratégiques (compétences et connaissances) rassurent et permettent d'entrevoir des perspectives de développement très intéressantes, dans un univers toujours plus concurrentiel. Ce mode de financement devient de plus en plus attractif pour les entreprises, favorisant l'accélération de leur croissance d'activité et d'effectif à un rythme supérieur que l'économie dans son ensemble.



Graphique montrant l'évolution du nombre d'entreprises accompagnées

Source : France Invest Rapport annuel.

Le fonctionnement de cette activité intègre plusieurs phases d'accompagnement selon le degré d'évolution et de vie de l'entreprise, il va de l'amorçage et la phase de création de l'entreprise avec le capital-risque jusqu'à la transmission passant par le développement et la restructuration (retournement). Le capital-investissement suit la croissance et le cycle de vie d'une société (annexe 1 : Cycle de vie de l'entreprise et son stade de développement) pouvant ainsi répondre aux différents besoins de financement. Les différents objectifs, détaillés dans le tableau ci-dessous, nous permettent d'assimiler et de comprendre la nécessité de cet apport financier selon le cycle de vie de l'entreprise.

Capital-risque	Capital-développement	Capital-retournement	Capital-transmission
Financer le démarrage	Favoriser et soutenir la croissance	Redémarrer l'activité et sauver l'entreprise	Préparer la succession
Capitaliser la société	Augmentation de capital	Recapitaliser la société	Cession d'une partie ou tout du capital

Tableau : Les objectifs de chaque segment du capital-investissement

L'objectif primaire est d'investir dans des sociétés avec un potentiel de développement pour leur permettre de croître et par la suite de sortir du capital, réalisant une plus-value offrant un rendement supérieur à d'autres classes d'actifs financiers.

Le capital-investissement intègre plusieurs segments d'activités cités précédemment. Le capital – risque est destiné à financer le développement d'un projet en phase initial, à la création ou en phase de démarrage. Il intervient donc au tout début de la naissance de la société, ce sont généralement les start-ups. Ces sociétés ont la particularité d'avoir des coûts de départ très importants compte-tenu de leur activité avec la phase R&D, la réalisation d'un prototype et d'un lancement en série pour la commercialisation. Ce segment regroupe alors le capital amorçage avec les levées en « seed » permettant à l'entrepreneur de mener à bien ses études en R&D. Ensuite nous retrouvons le capital création et expansion qui sont des phases où l'objectif est de finaliser et valider un prototype pour par la suite, lancer son industrialisation, son lancement en série et sa commercialisation. Les capitaux levés sont appelés respectivement « Série A » et « Série B », intervenant après le « seed ». Les sociétés évoluant et grandissant, c'est pourquoi le financement par le capital-développement se met en place. Il s'agit de financer une entreprise non cotée lorsque celle-ci dégager des bénéfices suffisants et reste stable à minima. Ce segment offre l'opportunité à ces entreprises matures de pouvoir encore se développer et connaître une croissance accélérée. Cette phase est appréciée des investisseurs averse au risque car elle présente moins de menace qu'une start-up, par conséquent elle offre un rendement plus faible qu'un capital risqué, prenant plus de risques se rémunérant mieux. Il existe également une solution apportée aux entreprises en difficulté avec le capital-retournement. L'intervention du private equity permet à ces entreprises de retrouver une certaine stabilité financière « normale » mais aussi de pouvoir pérenniser celle-ci grâce à son accompagnement dans les choix de restructuration et stratégiques. Nous arrivons au bout d'un cycle de vie d'une société non cotée, et pour cela nous retrouvons le capital-transmission. Cette activité consiste au financement du rachat des parts minoritaires ou majoritaires des actionnaires ou associés d'une entreprise. Il s'agit de reprendre une société non cotée suite à la volonté de sortie des actionnaires/associés en place. Le risque dans ces opérations réside non plus sur l'aspect financier et économique puisque l'entreprise existe depuis de nombreuses années et a prouvé sa résilience, mais dans le risque management. Le changement de direction peut s'avérer catastrophique dans la poursuite des activités du groupe. Il est donc très important d'étudier ce risque et cela constitue un réel enjeu.

CHAPITRE 2 – LES STRATEGIES DU PRIVATE EQUITY

Comme détaillée précédemment, l'activité de private equity ou capital-investissement s'est fortement répandue ces dernières années pour prendre une place conséquente dans le financement et l'accompagnement des sociétés non cotées. Le business model propre à un fonds d'investissement leur permet de pouvoir tirer profit tout en donnant également du rendement et une évolution des performances positives à toutes les différentes parties prenantes.

I. LE BUSINESS MODEL D'UN FONDS

Le business model du capital-investissement fait intervenir plusieurs parties prenantes bien identifiées. Les fonds de private equity sont considérés comme des intermédiaires financiers gérant des actifs en portefeuille. Il représente le lien entre des investisseurs privés, particuliers et institutionnels et des entreprises non cotées correspondant à la classe d'actifs gérée. Le type de gouvernance la plus adaptée à son organisation correspond à prendre la forme d'une société en commandite simple. Pour rappel, une société en commandite simple regroupe deux types d'associés, le commandité ayant le statut de commerçant et le commanditaire dont sa responsabilité est limitée au montant de son apport au capital tout en ayant la possibilité de percevoir des dividendes. En prenant la voie de la société en commandite simple, le fonds s'affranchira des contraintes liées aux sociétés par actions simplifiées imposant une libération d'au moins 25% du capital au moment de la souscription par exemple. Dans une société de capital-investissement, les directeurs et chargés d'investissement sont investis en tant que qualité d'associés commandités tandis que les investisseurs institutionnels et privés sont les associés commanditaires.

Le capital-investissement fait donc intervenir quatre parties-prenantes bien distinctes que nous retrouvons dans leur business model.



Tout d’abord, en amont nous retrouvons les investisseurs privés, publics et institutionnels que l’on peut qualifier d’apporteurs de capitaux (souscripteurs). Les investisseurs publics représentent 25% des souscripteurs contre plus de 61% pour les investisseurs institutionnels représentés par les fonds souverains, les compagnies d’assurances, des fonds retraites, des banques et d’autres grands organismes ou groupes ayant des ressources financières à long terme (annexe 2 : La répartition des souscripteurs à des fonds de capital-investissement), le reste étant des investisseurs privés restant donc minoritaires. Ces différents types d’investisseurs attendent en retour un rendement supérieur à d’autres classes d’actifs par rapport au risque pris sur ce type d’actif (prime d’illiquidité et de non diversification), donnée par le TRI³ (selon le couple risque-rendement). Ce TRI dépend du risque pris et donc reste très haut sur l’activité de capital-risque (25 à 40% attendu) et diminue sur le capital-développement et transmission (de 10 à 20%), restant tout de même très attractif. Le rendement moyen offert par le private equity s’élève à +11,2% sur un horizon de 15 ans sur le marché français contrairement au rendement de +5,9% pour le CAC 40. Le deuxième intervenant est tout naturellement les capital-investisseurs qui utilisent les capitaux apportés afin de les investir dans des sociétés non cotées disposant d’un potentiel de croissance avéré et étudié. Suivant la chaîne présentée ci-dessus, nous retrouvons les start-ups, PME et ETI non cotées disposant de besoins à financer et de projets de développement intéressant. Pour finir, l’activité de capital-investissement ayant pour but de réaliser des plus-values par la revente des sociétés en participation à un horizon de 5 à 7 ans en moyenne, les acheteurs correspondent à la dernière partie prenante d’une opération. Il s’agit de nouveaux acquéreurs reprenant la prise de participation vendue par les fonds. Ils peuvent être des grands

³ Taux de Rentabilité Interne

industriels comme des managers en place. La possibilité d'une sortie sur les marchés financiers avec une introduction en bourse est également envisageable (IPO⁴).

La première phase pour une société de capital-investissement correspond à la recherche de fonds à lever pour dans un second mener des études sur des entreprises dans lesquelles investir. Les fonds de private equity mettent en place des campagnes de levée de capitaux, profitant par ailleurs des récentes mesures gouvernementales favorisant l'activité des capital-investisseurs et leur stratégie appuyée en matière d'engagement pour le développement RSE⁵. Un fonds, véhicule de placement collectif, est alors mis en place, une fois le seuil voulu atteint ou la durée de levée dépassée, les capitaux levés sont mis à disposition des directeurs de participations pour lancer la phase d'investissements. Les fonds levés peuvent prendre des typologies pour des investissements particuliers. A titre d'exemple, le capital-investisseur Cathay vient de « closer » en juin 2020 son fonds Cathay Smart Energy ciblant des entreprises liées aux technologies de l'énergie, au développement durable et aux énergies renouvelables. Autre exemple, Truffle Capital a réalisé le closing d'un fonds spécialisé dans les start-ups de rupture sur les thématiques de FinTech-InsurTech et sur la BioMedTech. De plus, de nos jours, l'investissement pour le développement durable et les énergies renouvelables, pour le climat et répondant aux critères ESG⁶ sont très fortement mis en avant et pèsent de plus en plus dans les décisions d'investissement, mais aussi pour attirer les souscripteurs (apporteurs de capitaux). Les caractéristiques de ces fonds sont très attractives et recherchées par les investisseurs. La portée des fonds devient un réel enjeu pour attirer les différents souscripteurs et boucler un fonds. Par exemple, un fonds levé s'inscrivant dans une démarche ESG trouvera les faveurs d'investisseurs plus facilement qu'un fonds levé dédié aux entreprises étant actives dans les énergies fossiles. Durant la période d'ouverture du fonds, les investisseurs peuvent prendre participation et transférer de l'argent sur ce fonds, en une ou plusieurs fois. L'investisseur touchera un rendement sur l'argent effectivement investis tout au long du processus d'investissement des capital-investisseurs. Les montants levés sont en corrélation avec la hausse de cette activité. L'augmentation de leur participation reflète la qualité de leurs interventions et le renforcement de la confiance de la part des investisseurs et des entreprises. En 2018, plus de 18,7 milliards d'euros ont été levés soit une hausse de 13% sur l'an.

⁴ Initial Public Offering

⁵ Responsabilité Sociétale et Environnementale

⁶ Critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance

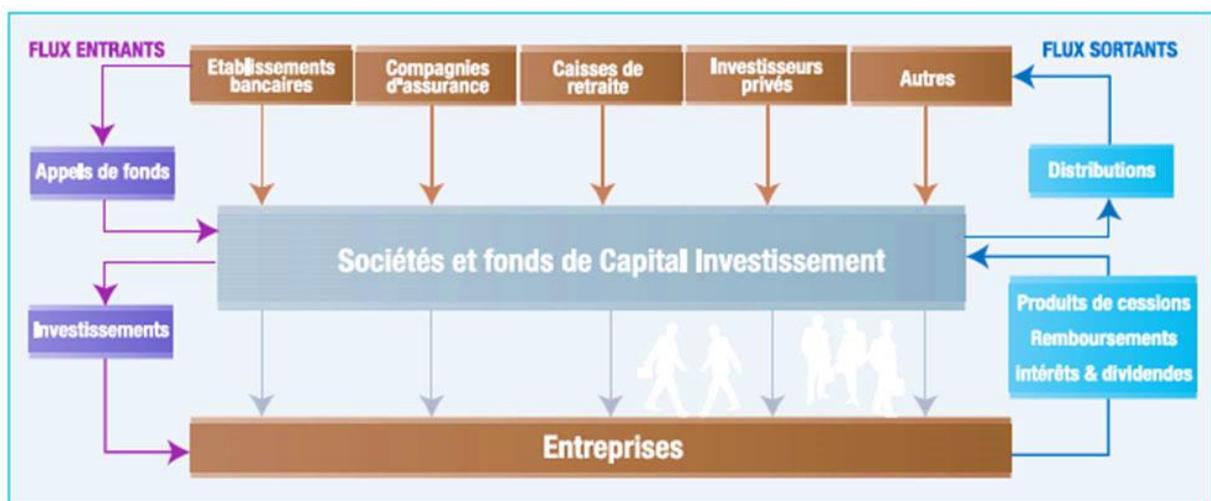
Les capital-investisseurs recherchent alors les entreprises non cotées répondant à leur stratégie d'investissement et en adéquation avec les fonds levés (référence aux différents types de fonds). Les prises de participation peuvent se faire minoritairement ou majoritairement, là où les fonds ont alors beaucoup de plus de liberté et de marges de manœuvre pour développer comme bon leur semble la société reprise. Ils vont investir dans des start-ups, PME et ETI répondant à plusieurs critères, selon leur spécialisation dans un secteur ou une industrie précise. La taille des entreprises représente un enjeu à appréhender puisque les ressources et compétences doivent correspondre et être en adéquation avec le fonds, sur un marché small, mid ou large cap (selon la taille de capitalisation). Les fonds d'investissement privilégieront une entreprise dont son marché est de grande envergure avec un potentiel de croissance dans les années futures, qu'une entreprise étant sur un marché sans visibilité ou de petite taille. Des barrières à l'entrée sont fortement appréciées, ce qui tend à réduire le risque pris dans la prise de participation. Dans ce cas, il est plus difficile pour un autre acteur de venir sur ce marché, et offre potentiellement une meilleure vision pour la société. Ils favoriseront également une entreprise dont le business model a fait ses preuves par le passé avec un historique de rentabilité avéré et un CA⁷ globalement en hausse voir résilient. Les clients et fournisseurs étant clairement identifiés et intégrés dans la chaîne de valeur permet aussi de donner des gages de sûretés supplémentaires. Le potentiel de croissance de l'entreprise est étudié et selon l'analyse, il en ressort une décision d'investissement (recherche de plus-value). Le modèle économique mis en place ou en réflexion doit permettre à l'entreprise de pouvoir croître considérablement, augmentant son chiffre d'affaires tout en gardant des charges d'exploitation stables. L'un des principaux postes étudiés concerne les ressources humaines et savoir identifier la capacité à adopter une stratégie de développement préétabli par les employés. Enfin, comme tout bon gestionnaire d'actif, les capital-investisseurs se doivent d'être des bons « market timer », c'est-à-dire savoir estimer si c'est le bon moment pour prendre position sur le marché revendre (achat de sociétés sous-évaluées ou ayant un potentiel de croissance avéré), mais aussi quand est –ce le moment de, afin d'avoir le meilleur retour sur investissement possible.

Durant les années de détention, les fonds d'investissement participent à la vie de l'entreprise rencontrant des problématiques de gouvernance, réel enjeu mais aussi au niveau des performances et de la mise en place de stratégies décisives pour le développement. La stratégie d'un fonds se base sur un horizon d'investissement qui là aussi nécessite une réelle compréhension et clarté sur ce point. La finalité pour l'activité de private equity est de revendre leur participation prise initialement 5 à 7 années auparavant en moyenne tout en réalisant une plus-value. Les sorties peuvent se faire couramment par deux procédés, soit l'entreprise rentre sur les marchés financiers avec une entrée en

⁷ Chiffre d'Affaires

Bourse (IPO), soit par une acquisition par de nouveaux investisseurs et/ou par les managers. Le rachat par de nouveaux investisseurs reste la forme usuelle de reprise.

Pour conclure, le capital-investissement possède un business model propre à son activité mettant en relation indirectement des investisseurs et des entreprises. Il représente un rôle d'intermédiaire pour investir via un fonds précédemment levé auprès de souscripteurs. L'analyse d'une prise de participation dans une société non cotée est primordiale. Il faut s'intéresser et étudier en profondeur les ressources humaines, les compétences, le marché et le cycle économique du secteur et de l'entreprise afin de permettre d'établir la possibilité d'opportunités d'investissement et le potentiel de croissance de l'entreprise. Pour résumer, voici un schéma représentatif des parties prenantes et de leur relation. Chaque partie prenante tire profit de ce type de modèle. D'un côté nous avons les investisseurs qui trouvent un rendement élevé et d'un autre côté des entreprises en difficulté ou voulant doper leur croissance, qui peuvent alors bénéficier de capitaux et d'une réelle expérience des capital-investisseurs pour tout mettre en place pour le développement de la société.



II. LE CYCLE DE VIE D'UNE OPERATION

La vie d'une opération que nous définissons de son origination à son closing nécessite en moyenne 6 à 10 mois. Suite à la prise de participation, le capital-investisseur met en place la stratégie initialement étudiée permettant la croissance de la société, pour aboutir à la revente de cette même participation au bout de 5 à 7 ans en moyenne. Le cycle de vie de l'opération comporte plusieurs étapes où de nombreuses études doivent être réalisées et approfondies. Ces étapes sont réparties dans 3 grandes phases, la première étant le diagnostic, l'analyse l'évaluation et la sélection de la cible. S'ensuit la phase de négociations des différents termes pour aboutir sur un accord d'acquisition. La dernière phase concerne la structuration et la finalisation du deal.

L'une des premières étapes s'appelle l'origination, c'est donc la façon d'identifier des entreprises cibles correspondant aux attentes des fonds et représentant des opportunités d'investissement. Ces recherches peuvent être réalisées en interne grâce au relationnel développé au fil des années et du business terrain. Il existe aussi la possibilité de sourcer et de créer des liens avec des apporteurs d'affaires comme des cabinets indépendants de M&A⁸. Ces cabinets sont chargés par des dirigeants-actionnaires souhaitant vendre d'établir un pitch de présentation de l'entreprise. Ce pitch est essentiel pour l'étude de la part du capital-investisseur et du porteur de projet (dirigeant, startuper, cabinet de M&A) pour attirer l'attention et créer un intérêt pour le potentiel investisseur. Il doit comporter l'historique et une explication claire de l'entreprise, de son marché, de ses clients, de ses fournisseurs et de ses rapports financiers. Après lecture de celui-ci, l'investisseur financier doit être en capacité de juger si une opportunité d'investissement existe avant d'approfondir le sujet. Dans le cas où l'origination se fait en interne ou alors par le relationnel, le chargé d'investissement doit alors effectuer des recherches et établir une évaluation rapide sur la possibilité d'une opportunité d'investissement. Ces recherches visent à vérifier si le projet proposé et visé est en adéquation avec la stratégie du fonds mise en place, avec la taille du marché, du modèle économique, du scénario de sortie et bien évidemment une équipe de managers fiable et compétente pour atteindre les objectifs. En ce sens, des mécanismes sont appropriés comme une structure de rémunération spécifique ce qui permet un alignement des intérêts.

L'opportunité avérée, le chargé procède alors à une étude approfondie portant sur l'analyse de l'entreprise réalisant un diagnostic interne et externe, permettant de faire ressortir une matrice

⁸ Mergers & Acquisitions = Fusions et Acquisitions

SWOT⁹. Le modèle économique et les stratégies mises en place sont étudiés pour pouvoir apprécier les différentes solutions d'opportunités de développement. Enfin, une étude financière approfondie est indispensable avec l'analyse des grands équilibres financiers, une modélisation réalisée avec un business plan établi sur 7 années en général et le calcul de la valorisation de l'entreprise sont également indispensables. Par la suite, le comité d'engagement prend connaissance de la note de synthèse et du mémo pour se prononcer sur la décision relative à l'opportunité d'investissement présentée. S'ensuit le début des due diligences, il s'agit d'un ensemble de vérifications réalisées par des audits externes. Cette phase, qui peut durer quelques mois, consiste à pouvoir affirmer et confirmer toutes les informations de natures juridiques, comptables et fiscales fournies par le cédant.

Suite à l'accord donné par le comité pendant la phase de due diligences, débute la phase allant jusqu'au closing de l'opération. Le fonds d'investissement rédige une lettre d'intention (LOI) définitive pour le cédant déclarant l'intention de l'investisseur, avec les principaux termes des accords trouvés, après une phase de négociation menée essentiellement sur les conditions et la valorisation avec l'actionnaire-dirigeant historique (cédant). Des négociations sont également nécessaires pour la rédaction du pacte d'associés/actionnaires lorsque le fonds d'investissement ne rachète pas l'intégralité de l'entreprise. Sachant qu'un fonds prend généralement une participation minoritaire ou majoritaire mais très rarement prend le contrôle de la totalité d'une entreprise. La documentation juridique est très importante dans ces opérations. La lettre d'intention (LOI) est un document formel, claire et simple sur lequel les négociations vont avoir pour aboutir à un accord entre les deux parties. Elle comporte une présentation de l'investisseur financier, une description de l'opération envisagée avec la valorisation de l'entreprise, montage juridique et financier, perspectives de sorties, mais aussi prend en compte la dimension de la future gouvernance de la société. Nous retrouvons aussi les conditions suspensives à la réalisation de l'investissement (conclusions positives des due diligences) et une exclusivité de négociation (durée limitée). Cette phase de négociation est très importante pour chacune des deux parties qui veulent tirer profit de l'opération visée. Dans le cas où le cédant reste au capital de manière minoritaire ou dans le cas où le fonds d'investissement n'est pas le seul à entrer au capital de la société cible, un pacte d'associés doit alors être rédigé (voir partie II).

Une fois la documentation juridique stabilisée entre le fonds et le cédant, l'objectif est de mettre en œuvre la phase de financement de l'opération. Ces acquisitions prennent généralement la forme d'un LBO (Leveraged-Buy-Out). Il s'agit de financer une acquisition en ayant recours à la dette bancaire,

⁹ Tableau récapitulatif présentant les opportunités et menaces du marché et des forces et faiblesses de l'entreprise

créant un effet de levier. Il existe plusieurs déclinaisons de LBO, avec le MBO (Management-Buy-Out) correspondant au rachat par ses managers en place non actionnaires. Le MBI (Management-Buy-In), par opposition est le rachat de la société par des managers externes. Le BIMBO (Buy-In Management Buy-Out) est la combinaison des deux types cités précédemment. Enfin nous retrouvons l'OBO (Owner-Buy-Out) qui est simplement le rachat de l'entreprise par soi-même, il s'agit de sécuriser une partie de son patrimoine. Une holding est alors créée portant la dette d'acquisition (amortissement en capital + charges d'intérêts), celle-ci étant remboursée par les remontées de dividendes de la société cible (annexe 4 : Schéma type d'une structure LBO). Ce procédé d'ingénierie financière permet de tirer profit du recours à l'endettement et avoir des avantages fiscaux, les charges d'intérêts pouvant être en partie déduites de l'impôt sur les sociétés. La maturité maximale de la dette d'acquisition est de 7 années, correspondant à la durée moyenne de détention des sociétés détenues en portefeuille. Par conséquent, le LBO est le type de transaction qui permet aux sociétés de capital-investissement de pouvoir acheter des entreprises non cotées en ne payant qu'une fraction du prix. Par exemple, une société non cotée valant 100 peut être financée par apports de fonds à hauteur de 30 et le complément par dette bancaire, offrant donc un effet de levier de 3,33 (sans les différentes charges). L'effet de levier permet d'augmenter la rentabilité d'investissement. Voici un tableau comparatif entre deux montages de financement permettant de faire ressortir l'effet de levier, avec le calcul des charges d'intérêts diminuant automatiquement la charge d'imposition.

	Schéma 1	Schéma 2
Equity	30	70
Dette	70	30
Valeur entreprise	100	100
Charges d'intérêts (i=3%)	2,1	0,9
Taxes (t=30%)	29,37	29,73
Valeur après taxes et charges d'i	68,53	69,37
Rendement en %	2,28	0,99

Les fonds d'investissement ont alors tout intérêt à avoir recours au LBO pour financer leurs opérations. Ce mécanisme permettant d'accroître leur rendement. Cependant, ce recours a pour obligation pour la société cible de dégager des flux de trésorerie suffisants pour d'une part remonter des dividendes pour le service de la dette et d'autre part, continuer de disposer d'une capacité de financement pour générer de la croissance et son développement. Sur ce principe, c'est alors que la phase de recherche

de financement commence et les discussions bancaires s'activent. Le projet est alors présenté aux banques qui analysent tout comme ont pu le faire les capital-investisseurs, la société, son marché et ses données financières. La décision prise de vouloir accompagner l'opération, les banquiers d'affaires réalisent alors une modélisation financière pour connaître la capacité de remboursement qu'un financement LBO implique et si le business plan projeté reste cohérent. Cette phase permet au fonds d'investissement de renforcer leur idée quant à la réelle opportunité d'investissement concernant la cible, puisque les institutions bancaires valident ou non le projet développé en accordant, ou non, un emprunt type LBO.

Suite aux différents accords obtenus entre toutes les parties prenantes, cédant, capital-investisseur, organismes bancaires, le montage juridique clairement identifié, la structuration financière de l'opération trouvée, le contrat d'acquisition peut être alors conclu et signé et le versement des fonds effectif, c'est ce que l'on appelle le closing.

Par la suite, les chargés d'affaires dans la société de capital-investissement deviennent des gestionnaires de portefeuilles où ils doivent porter une attention particulière à leurs différentes prises de participations. Ils se doivent de réaliser un suivi rapproché de la gouvernance, du développement de la société et un accompagnement de l'entreprise dans les analyses, recherches et mise en place d'opportunités de croissance de celle-ci.

En définitive, une opération d'acquisition d'une entreprise non cotée se fait en plusieurs phases et durent 10 mois en moyenne. Les phases de diagnostics, d'analyses, d'évaluations sont essentielles pour sélectionner une cible ayant un réel potentiel de croissance. La phase de négociation est tout aussi importante puisque suite à celle-ci, le fonds d'investissement rédigera une LOI comportant les principaux termes et accords trouvés avec le cédant. La phase finale consiste à structurer de la meilleure de manière l'opération tant sur le plan juridique que financier avec la recherche du financement. A la fin de de ces différentes étapes, le closing clôture l'opération.

Pour conclure sur cette première partie, le capital-investissement est considéré comme une source de financement alternative qui prend de plus en plus d'ampleur sur le marché des solutions de financement. En effet, les entreprises ont des besoins court et long terme pour continuer d'exister, garder leur avantage concurrentiel mais aussi pour se développer, c'est pourquoi elles sont en recherche de financement quasiment perpétuellement. La solution de capital-investissement apparaît comme une réelle opportunité pour l'actionnaire-dirigeant d'une start-up, PME ou ETI pour disposer de ressources financières et extra financières suffisantes pour croître. Le business model propre au

private equity, avec la levée de capitaux auprès de souscripteurs pour ensuite investir dans des sociétés non cotées, permet de jouer un rôle majeur dans le développement et la croissance des entreprises et donc de notre économie. Cependant, pour que ce modèle subsiste, les capital-investisseurs doivent faire face à des enjeux de gouvernance et de performance, puisqu'ils tirent leur rendement du développement des sociétés prises en contrôle.

PARTIE 2

-

LA GOUVERNANCE COMME UN ENJEU MAJEUR DANS LA REUSSITE...

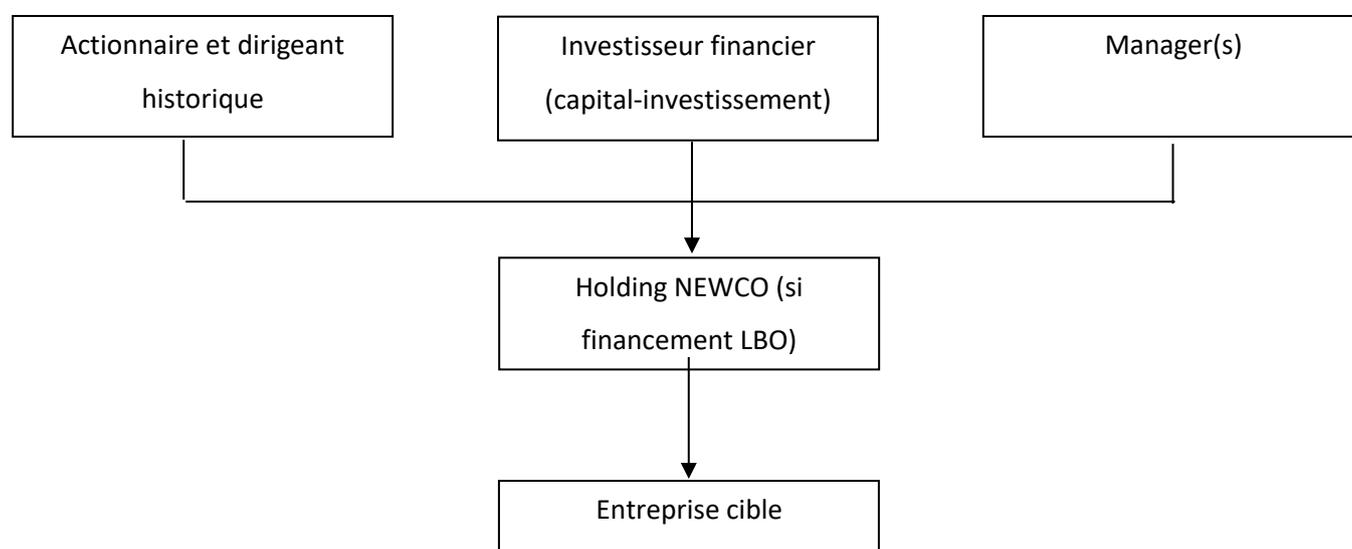
CHAPITRE 4 – LA RELATION ACTIONNAIRES MAJORITAIRES - MINORITAIRES - DIRIGEANTS

Dans le cadre d'une acquisition d'une société non cotée par un investisseur financier (du capital-investissement), que cette prise de participation soit minoritaire ou majoritaire, l'actionnariat est le plus souvent distribué entre l'actionnaire et dirigeant historique et les nouveaux investisseurs. Cette relation existe si la sortie de l'actionnaire historique n'est pas définitive (capital-risque et capital développement) ou progressive (capital-transmission), ce qui reste la majorité des cas. La relation entre les différents actionnaires (nous intégrerons également les associés et inversement) et le dirigeant peut être une source de conflit constituant un réel enjeu pour la réussite d'une opération complète de private equity. Le schéma, la structure de gouvernance et l'horizon d'investissement sont des notions très importantes sur lesquelles des études et analyses approfondies doivent être réalisées.

I. LE RISQUE DE CONFLIT ACTIONNAIRES-DIRIGEANT

Une nouvelle relation apparaît alors à la tête de la société. En effet, l'actionnariat est désormais composé de différents types d'actionnaires ou d'associés, le plus souvent nous retrouvons la composition suivante = capital-investissement + actionnaire dirigeant historique (+ éventuellement des managers pour les impliquer et préparer la transmission). Nous partirons de cette hypothèse (composition capitalistique détaillée ci-dessus) pour la suite de l'étude permettant de mettre en exergue l'enjeu de la gouvernance d'une société non cotée suite à une prise de participation par un fonds d'investissement. Tout d'abord, définissons la gouvernance d'entreprise. C'est un système ou un processus mis en place pour diriger et contrôler l'entreprise tout en ayant pour objectif de préserver les intérêts des différentes parties-prenantes. Ce système permet de fournir un cadre afin de mettre en place les différentes stratégies et les surveiller pour le développer de la société, et ainsi augmenter les performances comme souhaité. Le contrôle sera défini et réparti entre les actionnaires et le dirigeant. En ce sens, une entreprise ayant un schéma de gouvernance clairement établi en amont évitera des conflits qui impacteront directement les performances de la société.

Partons du schéma comme suit (établi ci-dessus) :



La holding étant créée suite au processus par financement d'une acquisition ayant recours à l'endettement (LBO), sinon le holding peut disparaître s'il n'y a pas eu recours à ce type de solution de financement, les managers pouvant également être exclus selon le type de reprise souhaité par l'actionnaire-dirigeant historique. Le schéma proposé ici correspond à un schéma capitalistique usuel que l'on peut voir. Nous retrouvons ainsi trois types d'actionnaires à la tête de la société ayant pour chacun des intérêts convergents mais aussi pour certains divergents, et c'est donc sur cette divergence que la gouvernance est censée réguler et modérer pour éviter les conflits. La relation entre actionnaires peut amener à des conflits tout comme la relation entre les actionnaires et le dirigeant. La structuration de la gouvernance est primordiale pour mettre au profit de celle-ci la performance de la société. Une gouvernance performante est créatrice de valeur, à l'inverse, elle sera destructrice de valeur. C'est pourquoi c'est un enjeu considérable pour la réussite d'un projet mis en place par un capital-investisseur qui a « misé » sur le développement et la croissance de la société.

Premièrement, la stratégie établie doit être en adéquation avec le business plan rédigé. Les opportunités de croissance doivent être intégrées aux valeurs de l'entreprise et ses missions pour aboutir à une croissance pérenne. La mise en place de la gouvernance aura pour missions de contrôler ces aspects-là. De plus, une organisation simple et efficace permettra de contrôler et d'aligner les intérêts des différents types d'actionnaires et du dirigeant. Les objectifs doivent être clairement identifiés et les décisions transmises à l'entité dirigeante. Les actionnaires contrôleront la bonne exécution des stratégies mises en place. La gouvernance a le contrôle de la réglementation établie, sur

la répartition du pouvoir afin de ne pas tomber dans un régime totalitaire (actionnaire majoritaire dirige comme bon lui semble) et bien évidemment sur la transparence au sein du groupe, évitant une asymétrie d'information, source de conflit. Dernièrement, une bonne gouvernance permet la compréhension de l'environnement de la société pour ainsi établir les opportunités et les risques concernant le marché sur lequel elle se trouve ou prospecte d'aller. Le capital-investisseur et le dirigeant doivent faire preuve de modularité et d'agilité concernant leur business plan de départ et le revoir constamment pour prendre les meilleures décisions possibles suite à l'évolution du marché. Ils doivent passer par une communication efficace pour éviter de perdre du temps concernant le développement de la société. Pour généraliser et reprendre simplement, les actionnaires vont établir des stratégies pour le développement de la société, vont prendre des décisions et mettre en place un cadre réglementaire qu'ils transmettront au dirigeant. Le dirigeant quant à lui fera le nécessaire pour mettre en place et atteindre les objectifs fixés. Les actionnaires contrôleront l'exécution des tâches et la croissance de l'entreprise. La gouvernance d'une entreprise peut être appréhendée par deux théories, l'une se basant sur l'aspect coercitif et le deuxième sur l'aspect cognitif.

La théorie coercitive nous permet d'étudier plus précisément les aspects et pratiques contractuelles entre les différentes parties-prenantes. Le point de développement principal, en adéquation avec la prise de participation du capital et des droits de votes d'un capital-investisseur, concerne la théorie de l'agence. Cette théorie représente la possibilité de divergence d'intérêts et d'asymétrie d'information entre un principal, ici l'actionnaire, et un agent, le dirigeant. Le principe fondamental consiste en la séparation des pouvoirs entre les organes de contrôle et de gestion. Le conflit entre les actionnaires et le dirigeant correspond à l'un des principaux enjeux majeurs à lequel doit faire face le capital-investisseur suite à sa prise de participation. Cet enjeu commence bien avant puisqu'avant toute prise de participation, il faut savoir si une relation de confiance entre ces deux parties peut exister créant une véritable source créatrice de valeur. C'est lors de la phase de sélectivité de la cible et de négociation que la relation naît et permet d'entrevoir une relation saine et de confiance. Pour s'assurer d'une croissance saine et pérenne, le capital-investisseur doit juger si le dirigeant est capable et correspond au projet mis en place. Mais par la suite, tout ne peut se passer comme prévu préalablement, par la divergence d'intérêts et des avis différents sur des prises de décisions stratégiques pour la firme. Le dirigeant peut potentiellement prendre des décisions et adopter des comportements opportunistes pour son propre compte ne rentrant pas dans les directives des actionnaires. Dans le cas présent, l'actionnaire et dirigeant historique peut prendre des décisions sans en faire part à l'investisseur financier, contrairement aux stratégies mises en place pour le développement de la société. La maîtrise d'information permet ainsi l'asymétrie d'information. Le dirigeant étant au plus proche de l'activité et de l'économie réelle du marché, il peut avoir des

informations et ne pas les communiquer aux actionnaires. Par exemple, le dirigeant peut prendre certaines décisions sans consultation de son actionnariat et ne rentrant pas dans les stratégies et objectifs établis et validés entre eux. Des dépenses inutiles pourraient être prises avec des conséquences néfastes sur le projet de développement et sur la société en elle-même quant à sa survie. Les montants distribuables seraient par conséquent diminués ce qui peut avoir de lourdes conséquences, pour les actionnaires (rémunération) ou pour le remboursement du service de la dette dans le cadre d'une acquisition faite par LBO. L'importance particulière entre les relations provient donc de l'asymétrie d'information. Celle-ci peut être facilement présente dans nos cas puisque par nature, les sociétés non cotées n'ont pas vocation et obligation à la publication d'informations. Les outils de communication entre ces deux parties-prenantes est un réel enjeu concernant la mise en place d'une gouvernance optimale. Des mécanismes ont alors été étudiés permettant le contrôle du dirigeant afin de préserver les intérêts d'un capital-investisseur.

La seule vision coercitive n'est pas assez adaptée pour une étude approfondie de la relation entre actionnaires et dirigeant. La vision cognitive permet d'appréhender de manière plus large et plus en détail cette relation, déterminante dans la réussite d'une entreprise. Les principales théories résultant de la vision cognitive correspondent à des théories sur la connaissance et non sur l'information. La vision cognitive s'appuie donc sur les ressources et compétences de chaque partie prenante et du potentiel de progression et d'évolution. Il s'agit de comprendre et d'assimiler une vision faisant état d'une coopération productive entre les différents acteurs concernant leurs compétences et ressources. Une relation saine entre le capital-investisseur et le dirigeant favorise les échanges et la collaboration conjointe pour l'élaboration de stratégies payantes, créatrices de valeur. Celles-ci permettant une meilleure analyse stratégique et la mise en exergue d'opportunités, déterminantes dans la réussite d'une entreprise. Il faut comprendre par-là que les actionnaires et le dirigeant, coopérant peuvent faire preuve d'une accumulation de connaissances et savoir-faire déterminant pour la croissance de la société. Par opposition, le risque réside dans le fait que ces connaissances soient cloisonnées du fait du manque de confiance, d'un conflit d'intérêts, d'une relation tout simplement détériorée ou éloignée amenant à un ralentissement de la croissance et même pouvant aller jusqu'à des pertes financières et extra financières de l'entreprise.

Le risque de mésentente entre les actionnaires et le dirigeant, donc plus particulièrement dans notre cas entre le capital-investisseur et l'actionnaire-dirigeant est important d'être appréhendé en amont. En effet, la mise en évidence de la théorie coercitive et de la vision cognitive nous permet de comprendre les éventuelles sources de conflits. Ils peuvent survenir suite à l'asymétrie d'information donnant des désaccords sur des choix stratégiques, des différences d'intérêts, d'objectifs et de moyens. Ces parties-prenantes doivent alors se concerter pour établir la cohérence entre la réalité du

terrain (vision dirigeant) et les visions du capital-investisseur, la coopération productive des compétences et connaissances doit favoriser la croissance de la société. En effet, le respect de l'autonomie et la confiance envers le dirigeant est gage de développement et de croissance, celui-ci pouvant anticiper l'évolution d'une économie en perpétuelle mutation. Le système de gouvernance a donc pour missions de réduire ces risques. Cependant, comme nous avons pu voir avec le schéma de gouvernance ci-dessus, la relation entre les différentes catégories d'actionnaires peut être source de nouveaux conflits, qu'il faut également appréhender.

II. LE RISQUE DE CONFLIT ACTIONNAIRE-ACTIONNAIRE

La relation entre actionnaires majoritaires et minoritaires représente un potentiel type de conflit qu'il ne faut pas négliger. En effet, il est aisé de penser que si l'organe de direction composé de plusieurs catégories d'actionnaires peut rencontrer un ou plusieurs conflits. Les sources de conflits sont diverses, liées aux intérêts de chacun, à leur horizon et sur les ententes concernant des choix stratégiques. Il s'agit d'un véritable enjeu car un désaccord au niveau de la direction se répercutera directement sur le dirigeant, qui se retrouvera dans une situation inconfortable sans de réelles directives claires. La performance de l'entreprise pourrait alors en pâtir et voir sa croissance ralentie.

Les conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et minoritaires existent dans le sens où ils peuvent rencontrer des désaccords sur les choix stratégiques à prendre. Ces décisions sont fortes de sens pour le développement de la société et donc pour un fonds d'investissement qui, comme nous avons détaillé dans la première partie, recherche à effectuer une éventuelle plus-value à la revente. Dans le cas d'un conflit, une majorité de l'actionnariat l'emporterait (souvent au 2/3) sur des prises de décisions, ce qui peut entraîner de véritables conséquences négatives avec un actionnariat partagé et donc une gouvernance devenue compliqué et inefficace. Un climat de conflit régnant à la tête d'une société se transmet rapidement sur les organes de gestion et sur les employés, garant de la performance de l'entreprise. Il faut donc impérativement qu'une prise de participation au capital d'une société par un fonds d'investissement donne lieu à des négociations et des accords, sur la vision du développement et des objectifs, entre l'actionnaire-dirigeant historique et les autres actionnaires.

L'horizon d'investissement est une donnée majeure à appréhender par toutes les parties. En effet, une divergence d'intérêts peut naître conséquemment à la différence d'un horizon, celui-ci pouvant varier. Il existe plusieurs types d'actionnaires que l'on a pu voir avec le capital-investisseur, l'actionnaire-dirigeant historique et potentiellement des managers s'inscrivant dans la durée. Chacun

possède ses propres priorités, contraintes et objectifs d'investissement différents. Ces derniers n'ont donc pas le même horizon d'investissement, c'est à dire pas la même durée de détention souhaitée des actions de l'entreprise. Les différents horizons d'investissement des actionnaires, en fonction de leur profil, impactent la gestion de l'entreprise. Lorsque les actionnaires sont un groupe hétérogène, mêlant des investisseurs avec différents horizons d'investissement, répondre à leurs attentes peut devenir compliqué pour le dirigeant. Par exemple, certains investisseurs cherchent une forte augmentation de la valeur de l'entreprise à plus court terme avec un dividende régulier et important quand d'autres souhaitent préserver cette ressource pour favoriser l'investissement, synonyme de vision sur du long terme. Il est important de comprendre que ces différences peuvent impacter fortement la performance de la société, ce qui en fait un enjeu important.

La stratégie adoptée par le dirigeant est fortement influencée quant à la préférence des actionnaires suivant leur durée de détention des actions d'une entreprise et sur les choix stratégiques mis en place, coïncidant avec leur horizon. En effet, le dirigeant est nommé par ces mêmes actionnaires qui vont chercher à être rémunérés suite à l'obtention de résultats performants, amenant à la croissance de l'entreprise et une possible revente à un prix supérieur par le capital-investisseur (plus-value recherchée). Le dirigeant a donc pour mission de réaliser une activité créatrice de valeur et de respecter les directives, les décisions et choix stratégiques des actionnaires. Il existe un réel impact de l'horizon d'investissement des actionnaires sur la conduite d'entreprise, de par la pression émise des actionnaires sur les dirigeants et des divergences de point de vue peuvent immerger concernant la décision de choix à court terme comme à long terme.

Les investisseurs financiers, le capital-investisseur en l'occurrence ici, ayant un horizon d'investissement moyen de 5 à 7 années peut influencer de manière à réduire les investissements ayant un ROI¹⁰ à plus long terme que son horizon. Contrairement à l'actionnaire dirigeant historique et aux managers actionnaires qui ont un horizon à plus long terme et donc visent des investissements pour le développement durable de leur société, que cela soit à court terme comme sur du très long terme. De plus, l'acquisition par le recours à la technique du LBO a pour conséquences de réduire les possibilités d'autofinancement et du recours bancaire significatif pour se développer, puisque le service de la dette lui afférent est souvent conséquent. Ce type de financement a des avantages (par l'effet de levier) mais peut être néfaste sur les possibilités et capacités d'investissement supplémentaires. Les différents types d'actionnaires, ayant des horizons d'investissement différents, peuvent rencontrer des divergences sur les actions à mener pour la croissance de l'entreprise, pouvant donner lieu à un conflit. On peut également tirer plusieurs enseignements quant à la pratique

¹⁰ Return On Investment = retour sur investissement

managériale. Il faut bien appréhender l'importance des horizons d'investissement. Le dirigeant doit assimiler au mieux les différentes attentes des actionnaires, et ainsi il pourra satisfaire ses actionnaires selon les différentes politiques et stratégies à mettre en place pour permettre une croissance rapide et saine.

Cependant, les fonds ont tout de même la possibilité de garder plus longtemps que prévu une participation si celle-ci s'avère rentable et qui continue de croître de manière significative. De plus, ayant une participation dans une entreprise où le plan de développement a fonctionné réduit le risque pris comparativement à une nouvelle prise de participation. L'enjeu se retrouve également dans le business model du private equity, eux-mêmes doivent faire face à des investisseurs attendant des rendements attractifs. En trouvant des investisseurs dont l'illiquidité n'est pas un problème, la pression est réduite permettant aux actionnaires et dirigeant de prendre plus de temps que prévu pour atteindre certains objectifs.

Nous pouvons également colporter les risques de conflits de type coercitif et cognitif dans la relation entre actionnaires majoritaires et minoritaires. L'asymétrie d'information jouant un rôle conséquent dans la prise de décision de certaines parties qui peut ne pas être perçue à juste titre par d'autres parties, n'ayant pas les informations nécessaires et ne pouvant juger de leur caractère à favoriser la croissance. Les objectifs des actionnaires minoritaires peuvent être mis de côté laissant place à la vision des actionnaires majoritaires, prenant des décisions pour leur propre intérêt. Il en est de même avec les conflits sociocognitifs que l'on peut voir apparaître au sein d'un groupe décisionnel. Les conflits naissent lorsque le capital-investisseur et les autres actionnaires (autres fonds, managers, dirigeants...) émettent chacun des idées incompatibles. La divergence d'idées peut être une source créatrice de valeur lorsque les relations sont saines dans un système de gouvernance efficace, à défaut celle-ci peut être destructrice de valeur.

La relation actionnaire-actionnaire peut engendrer de lourdes conséquences sur la capacité de l'entreprise à se développer. Les conflits d'intérêts relatifs à une vision, des objectifs et un horizon d'investissement différents sont fréquents et il faut donc qu'un fonds d'investissement ait cette notion lors d'une éventuelle prise de participation. La gouvernance est un enjeu majeur dans la réussite d'un projet mis en place. Cette gouvernance qui doit être efficace et simple est le garant du succès.

La gouvernance d'une entreprise a non seulement pour mission de réduire les différents conflits que l'on peut retrouver entre les actionnaires et les actionnaires et les dirigeants, mais aussi leurs gestions, permettant d'assurer le développement de l'entreprise. Le système de gouvernance est essentiel et il en réside un enjeu significatif. Celui-ci agira sur les performances de la firme. Une

gouvernance simple et efficace permettra de créer des synergies créatrices de valeur résultant de la bonne entente entre les différentes parties-prenantes, une croissance plus rapide tout en gagnant en réactivité suite aux évolutions du marché. Selon la définition élaborée par Shleifer & Vishny (1997), « la gouvernance d'entreprise correspond à la manière dont les investisseurs assurent leur retour sur investissement », nous comprenons bien en quoi celle-ci représente un enjeu pour les capital-investisseurs. C'est pourquoi en ce sens, des mécanismes et un cadre juridique ont été créés pour permettre de contrôler au mieux la gouvernance d'une société reprise par un capital-investisseur.

CHAPITRE 5 – LES SOLUTIONS EN PLACE

La gouvernance, régissant les liens et les relations entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, représente un réel enjeu pour la réussite du développement de l'entreprise. Une gouvernance claire et efficace permet par conséquent de donner toutes les possibilités à la société de se développer de manière saine et pérenne. A contrario, la menace pesante sur une gouvernance où règne des conflits entre les actionnaires eux-mêmes et avec les dirigeants aura des répercussions négatives quant à la gestion de la société. L'arrivée d'un capital-investisseur est un enjeu sur cet aspect, puisque celui-ci, outre son engagement financier, veut mettre en place des stratégies décisives permettant d'atteindre une croissance recherchée. La différence d'intérêts, de choix et d'horizons peut amener vraisemblablement à des conflits. C'est pourquoi ces acteurs disposent de solutions et mécanismes favorisant une gouvernance efficace et prenant en compte les différences de chacun. Le pacte d'associés ou d'actionnaires et le management package sont deux des principaux outils à disposition pour faciliter la mise en place d'une gouvernance saine.

I. LE PACTE D'ASSOCIES / ACTIONNAIRES

Le pacte d'associés ou d'actionnaires (selon le type de structure mais restant équivalent et confondu) vise à organiser les relations entre les actionnaires historiques ou nouveaux et l'investisseur financier (fonds d'investissement). Le pacte d'associés permet de sauvegarder les intérêts des différentes parties prenantes dans l'affaire. Ce type de document juridique se met au service de la gouvernance de la société, ayant pour objectif principal de rédiger les règles entre les différents types d'actionnaires. Dans une prise de participation d'un capital-investisseur dans une société non cotée,

l'actionnariat est généralement partagé avec l'actionnaire occupant également la place de dirigeant. Ce document extra-statutaire convient pour poser les bases sur la relation actionnaire et dirigeant, et la répartition de leurs pouvoirs.

Dans ce document, nous retrouvons quatre types de clauses (voir annexe 4 : Principales clauses du pacte d'actionnaires/associés). La première étant relative à des clauses générales que l'on peut retrouver dans tous types de contrat, avec des clauses de confidentialité, de non concurrence, pénales et d'arbitrage en cas de conflit. Les deuxièmes et troisièmes types de clauses correspondent à la composition et l'évolution de l'actionnariat. Il fait état de clauses pour les droits de votes avec l'information renforcée et la consultation, mais aussi pour les clauses prévalent pour les cessions et sorties au capital d'un actionnaire ou associé. Nous retrouvons par conséquent la clause d'agrément (les vendeurs doivent informer l'actionnariat et obtenir leur agrément), la clause d'inaliénabilité (pas le droit de vendre sur une certaine durée, surtout pour les fondateurs, identifiés comme des éléments clés de la réussite de la société) et la clause de préemption (permettant aux autres actionnaires de souscrire prioritairement au rachat de leurs actions). Pour finir, les dernières clauses sont relatives à la gestion de l'entreprise et financières permettant d'établir le cadre juridique concernant la répartition des bénéfices, de financement et les différentes clauses liées à la gouvernance. Ces dernières étant très importantes pour définir l'organisation et la structure de gouvernance, administrant les relations entre les actionnaires, en l'occurrence l'investisseur financier et le fondateur étant actionnaire et dirigeant.

Ce document juridique vise à organiser les relations entre le capital-investisseur et le fondateur (ou l'actionnaire-dirigeant) à travers diverses clauses négociées. L'enjeu principal concerne la gouvernance de l'entreprise permettant d'identifier de potentiels conflits et en adoptant une structure consentant de réduire ce risque ou bien même prévoit leurs gestions. Par exemple, la mise en place d'un comité stratégique où chaque actionnaire (capital-investisseur et fondateur) est représenté représente un enjeu essentiel. Le rôle du comité sera d'assurer un partage des informations, des compétences de des ressources de chacun. Chaque rôle est parfaitement décrit pour éviter toutes sources de conflits supplémentaires, pouvant avoir lieu lorsque la gouvernance et les règles ne sont pas explicites. Comme nous avons pu le voir, l'arrivée au capital d'un fonds d'investissement s'accompagne de changement en terme de direction et de schéma de gouvernance (droit à l'information, à l'audit). Selon la qualité et quantité de prise de participation du capital et des droits de votes, l'actionnaire se voit alors posséder des droits plus ou moins étendus. Dans le cas d'une prise de participation majoritaire, les droits de véto et de consultation sur certaines décisions stratégiques sont en place, permettant de préserver les intérêts de l'actionnaire majoritaire. L'investisseur financier pourra avoir comme rôle le contrôle et la surveillance de l'actionnaire-dirigeant, permettant de s'assurer du développement de la

société et du respect des décisions stratégiques prises en amont. L'idée de la mise en place d'un tel document est de pouvoir rédiger un cadre légal sur lequel l'actionnaire historique peut tout de même garder une certaine autonomie dans la gestion de la société s'inscrivant dans la politique de croissance, malgré une part capitalistique réduite. Celle-ci devant à minima conserver et donner satisfaction aux différents objectifs, sans avoir recours à des véto pouvant amener des conflits. Il convient d'inscrire le règlement et la gestion des conflits, notamment suite à des négociations mettant en avant la coopération productive qu'une entente entre les différentes parties-prenantes doit avoir.

Il convient également de prendre en considération la future sortie d'un actionnaire, surtout pour le capital-investisseur suivant son horizon. Il est vrai que la différence d'horizon entre actionnaires peut avoir de lourdes conséquences tant sur les décisions stratégiques que sur la sortie du capital. Ce type de document permet essentiellement de préparer la sortie de l'investisseur financier, ayant un horizon plus court terme que ses associés. Le pacte d'associés permettra de poser les bases concernant la future sortie du fonds, l'actionnaire-dirigeant aura à intégrer un mécanisme pour trouver une solution de liquidité selon les horizons de temps choisis. Il en est de même mais inversement, l'investisseur financier devra sécuriser la participation pour une durée déterminée de l'actionnaire-dirigeant historique. Les clauses relatives à ces différents points correspondent aux clauses de « bad leaver » et « good leaver », de sortie conjointes et d'entraînement. Ces permettant de protéger l'actionnaire-dirigeant, les actionnaires majoritaires et minoritaires.

Le pacte d'actionnaires participe activement à l'alignement d'intérêts des différentes parties-prenantes tout en prenant compte de l'horizon de chacun des actionnaires. Le pacte dispose de plusieurs clauses permettant de préserver les intérêts et protéger les signataires. Son rôle primaire consiste donc à véritablement poser un cadre sur la gouvernance de la société. En ce sens, des négociations sont menées en amont de la clôture de l'opération pour que les parties s'entendent et mettent en place un schéma et des clauses pouvant correspondre à tous. Ce système mis en place permet de favoriser la croissance et le développement de l'entreprise de manière saine et pérenne, en diminuant le risque de conflit. Un complément à ce type de document paraît indispensable tant l'enjeu d'une bonne ou mauvaise gouvernance peut peser sur les perspectives financières et économiques de l'entreprise.

II. LE MANAGEMENT PACKAGE

Comme nous avons pu voir précédemment, lors d'une prise de participation minoritaire ou majoritaire par un capital-investisseur, le partage du capital et des droits de votes se fait entre l'actionnaire-dirigeant historique (souvent le fondateur) cédant une part de son capital et des potentiels managers, s'inscrivant dans la poursuite de l'entreprise suite à une éventuelle sortie définitive du cédant. Les différentes relations peuvent être des sources de conflits, sur la divergence d'opinions, de prises de décisions et de visions à un horizon donné. La relation entre les actionnaires et le dirigeant est très importante, cet enjeu constitue la réussite ou non d'un projet de développement d'une société. C'est pourquoi, il a été nécessaire pour ces acteurs, notamment pour l'activité de capital-investissement de mettre en place des pratiques et mécanismes permettant d'éviter tous types de conflit.

Le management package est un dispositif visant à aligner les intérêts des différentes parties prenantes impliquées dans l'opération, en l'occurrence l'investisseur financier, l'actionnaire-dirigeant historique et les managers. Ce dispositif représente l'opportunité pour le dirigeant et les managers de s'inscrire dans l'aventure capitalistique de la société. Il incite donc ces acteurs à prendre une part de risque, significative à leur niveau, en investissant au capital de la société. La mise en place d'un management package permet de structurer la gouvernance, la rendant beaucoup plus efficace. Il s'agit d'un outil d'intéressement au capital disposant de plusieurs outils à leur disposition tels que le sweet equity¹¹, les BSA¹², les OC¹³ et bien d'autres types encore, pour prendre part à l'aventure capitalistique. Par conséquent, l'intéressement du dirigeant et des managers, tous deux actionnaires, sera amplifié de par leur implication financière et leur rôle à jouer dans la croissance de l'entreprise. Le facteur premier déterminant dans la mise en place de ce processus est relative à la motivation qui sera renforcée. De plus, la prise de risque a pour effet immédiat de changer le rapport à l'entreprise et ses performances que peut avoir les salariés. Ce type de mécanisme à plusieurs portées et objectifs, outre le fait de motiver le management, il permet de fidéliser le dirigeant et les managers en les impliquant dans des rôles stratégiques de la société. Les objectifs de la mise en place d'un tel système sont plus profonds que la simple participation financière. Il consent à clarifier les motivations de chacun, d'évaluer les zones et sujet sensibles et à risques, définir les attentes qui peuvent différer selon le type d'investisseurs et fixer clairement les horizons et prévisions.

¹¹ Investissement dans la société via des actions et non en OC

¹² Bons de Souscriptions d'Actions

¹³ Obligations Convertibles

Outre l'aspect d'implication forte dans la stratégie de l'entreprise, le principe fondamental et recherché par cette prise de risque du dirigeant et des managers est la rémunération. Celle-ci peut se décomposer sous plusieurs déclinaison et système d'intéressement. Les actionnaires détenant une partie du capital sous forme d'actions ou de parts sociales, ont le droit de bénéficier de la distribution de dividendes. Cependant, le financement par LBO d'une acquisition ne permet pas ce type de versement, ou alors est très largement réduit, destiné aux paiements de la dette d'emprunt. Ainsi des mécanismes de rémunération ont été élaborée. Le premier correspond à l'actionnaire-dirigeant cédant une partie de sa société. Il peut être considéré comme un élément clé dans la poursuite du développement de l'entreprise et se voit donc proposer un complément de prix appelé « earn-out ». C'est une partie variable du prix d'acquisition en fonction des performances réalisées sur une période appelée intermédiaire. Après un certain délai s'étendant de 1 à 5 années, le franchissement de seuils liés aux indicateurs financiers (CA et EBE par exemple) permet le déblocage de cette fraction du prix. L'acheteur, le capital-investisseur s'engage donc à payer une somme préétablie et convenue dans la LOI. De plus, suite à la revente des parts du fonds d'investissement, les autres parties prenantes peuvent être intéressées à celle-ci réalisée par le fonds. Par exemple, une partie de la plus-value excédentaire fixée au préalable revient à ses cadres actionnaires (dirigeant + managers). C'est essentiellement sous cette forme que l'intéressement financier s'observe. C'est pourquoi nous comprenons aisément le rôle essentiel que doit jouer le dirigeant et les managers pour conduire avec réussite la croissance de l'entreprise.

Ce partenariat permet l'alignement des intérêts entre l'investisseur financier et le dirigeant et ses managers, puisque le système mis en place récompense les performances jugées par la croissance de l'entreprise, ils partagent donc les mêmes intérêts et objectifs. Le management package visent à sensibiliser les parties prenantes sur les sujets sensibles (décisions, horizons...) et d'éviter de fait les éventuels conflits. En effet, les managers et dirigeant devenant actionnaires auront désormais des responsabilités dans les décisions stratégiques.

La structure et les modalités d'un tel type de plan s'inscrit donc dans un projet plus global que le pacte d'associés / actionnaire vu précédemment. Cependant, ces deux types de mécanismes restent fortement liés et complémentaires. Ce dispositif, le management package, reste très utilisé lorsqu'un capital-investisseur acquiert une part dans une société non cotée pour s'assurer et réduire le risque de conflits entre les différents acteurs. Par ces mécanismes, le dirigeant et les managers deviennent alors actionnaires et associés de l'investisseur financier. Ils partagent la volonté de création de valeur favorisant de fait le développement durable et la croissance pérenne de l'entreprise. Les intérêts financiers et patrimoniaux de chaque catégorie d'actionnaires fait converger leurs intérêts. La gouvernance mis en place par ce système permet d'être efficace, simple et au service de la réussite

d'une telle opération. A contrario, l'échec de système équivalent pourrait conduire à des conflits, se répercutant négativement les performances et la croissance de l'entreprise.

La gouvernance d'une entreprise permet de réduire les conflits entre les différentes parties prenantes de la société. En effet, nous avons pu voir l'existence de diverses sources de conflits suivant les relations entre le capital-investisseur et l'actionnaire-dirigeant. Leur relation est complexe avec d'une part une relation entre actionnaires et la deuxième avec une relation entre actionnaire et dirigeant. Ces différentes relations ont pour conséquence d'augmenter les risques de conflits. Une gouvernance se doit d'être la plus claire possible favorisant une croissance saine et pérenne de l'entreprise. Le partage d'informations, de compétences et de ressources ainsi que le renforcement du contrôle et de la supervision représentent les enjeux se cachant derrière une bonne gouvernance. Chaque acteur doit se faire confiance afin d'agir pour l'intérêt commun. Pour favoriser cela et réduire les conflits, des mécanismes et solutions existent. Le pacte d'actionnaires ou d'associés permet de poser un cadre légale et juridique sur le schéma de gouvernance ainsi que les modalités concernant l'évolution de l'actionnariat. En ce sens, ce document permet l'alignement des intérêts tout en prenant en compte l'horizon d'investissement de chacun. Différents types de clauses permettent de préserver et de sauvegarder les intérêts de chacun. Le management package vient en complément du pacte d'associés. Celui-ci visent à améliorer la relation entre le capital-investisseur et l'actionnaire-dirigeant et de potentiels managers. Leurs prises de participation au capital respectives rapprochent les intérêts et objectifs de chaque partie. Ces mécanismes ont pour rôle de définir et d'agir pour la mise en place d'une gouvernance la plus appropriée et adaptée possible au développement de la firme. La gouvernance est l'un des principaux enjeux pour la réussite du projet, à savoir la croissance de l'entreprise.

PARTIE 3

-

... AU DEVELOPPEMENT ET A LA CROISSANCE DE LA SOCIETE

CHAPITRE 7 – LES DIFFERENTS APPORTS D’UN CAPITAL-INVESTISSEUR

Comment un fonds de Private Equity peut-il améliorer la performance d’une société détenue en portefeuille afin de créer des plus-values, suite à la revente des parts ? Telle est la question et l’enjeu d’un fonds d’investissement, rentabiliser ses investissements par la réalisation de plus-values sur ces prises de participation. Et pour cela, la gouvernance joue un rôle majeur favorisant une croissance espérée dans les meilleures conditions. Le capital-investisseur va intervenir sur plusieurs leviers permettant à l’entreprise de pouvoir se développer. Dans un premier temps, l’apport financier est indispensable à la croissance mais les sociétés non cotées viennent aussi chercher un soutien et un apport stratégique et organisationnel. Les facteurs clés d’amélioration et de réussite à la croissance ont été identifiés en amont, lors de la phase d’étude de la cible et transcrite dans le business plan (BP). Il s’agit désormais de la phase de mise en place des choix stratégiques pris et de l’accompagnement du dirigeant.

I. L’APPORT STRATEGIQUE ET ORGANISATIONNEL

La capital-investissement est reconnu comme une source de financement alternative. Or, il existe de nombreux autres impacts significatifs de leur arrivée que les entrepreneurs et dirigeants recherchent. L’une des craintes d’un dirigeant lorsqu’un fonds rentre au capital de sa société est la dilution de sa part de capital et de ses droits de votes, et par conséquent de se voir perdre l’autonomie qu’il possédait. Cependant, ce n’est pas seulement de ce point de vue qu’il faut voir l’entrée d’un capital-investisseur dans sa firme. Le dirigeant s’oriente d’une part pour l’engagement financier significatif que cela induit mais il recherche également des personnes capables d’apporter leurs connaissances. Les capital-investisseurs ne sont pas considérés comme de simples apporteurs de capitaux mais un réel soutien technique et managérial.

Le capital-investisseur va dans un premier temps apporter un soutien stratégique. Cela commence dès la présentation de l’entreprise aux investisseurs, le fonds va alors démarrer sa phase d’étude sur les éventuelles perspectives de croissance et de l’attractivité de la société. Cette étude permet à l’investisseur de parler avec le dirigeant en détail de son entreprise, du marché, de sa vision pour se faire une idée plus précise des choix stratégiques à faire. Ils vont alors établir un business plan montrant les points et les facteurs clés de développement. Une fois le processus d’acquisition fini, les

capital-investisseurs vont pouvoir alors commencer à mettre en place leur plan stratégique. Cela permet d'apporter un point de vue externe au dirigeant, un point de vue nouveau se basant sur de nombreuses études de marché faites durant la phase de validation de la cible (cf : 1.2.II. Le cycle de vie d'une opération). L'investisseur va apporter de nouvelles idées se basant sur ses expériences passées, de ses entreprises en portefeuille, de son passé d'entrepreneur, autant d'expériences qu'il pourra apporter au dirigeant pour enrichir la vision du dirigeant. Le dirigeant va également profiter du savoir-faire sectoriel. En effet, certains fonds sont spécialisés dans certaines catégories (cf : 1.2.I. Le Business model d'un fonds). La société reprise par un fonds pourra alors bénéficier d'un apport capital par l'investisseur, de par sa connaissance approfondie du secteur tant sur le plan théorique que pratique. Cette compétence peut s'avérer un réel atout dans la mise en place d'un plan stratégique de développement, en sachant les choses à faire et d'autres à éviter. L'expertise sur un secteur ou sur un domaine d'activité peut contribuer fortement à la croissance organique d'une société. DE plus, l'entreprise bénéficiant de l'entrée à son capital d'un fonds d'investissement renforce son image auprès de tous ses partenaires, mais aussi de ses concurrents et du marché. En effet, les différents acteurs accueillent cette nouvelle comme synonyme de solidité pour l'entreprise et connaissant le business model du capital-investissement, cette entrée apportera tous les moyens nécessaires à son renforcement sur le marché.

Le capital-investisseur apportera effectivement une orientation stratégique quelque peu différente de la vision du dirigeant, cette nouvelle vision donnera et favorisera la croissance de l'entreprise. Comme nous avons pu le dire, le private equity s'appuie sur de solides recherches tant sur le marché que sur l'entreprise. En s'appuyant sur ces études et son expérience, le capital-investisseur mettra en place une nouvelle stratégie ou viendra la renforcer. Dans le sens où les capacités sont consolidées. L'ajout de nouvelles connaissances et compétences, additionner à celle de l'entrepreneur ou du dirigeant seront créatrices de valeur. Une coopération productive est possible grâce à une gouvernance bien réfléchie et aménagée pour que chacun puisse s'exprimer dans l'intérêt du développement de l'entreprise.

L'investisseur prendra des mesures rendant la société plus efficace, se basant toujours sur des discussions et des expériences diverses et variées. Les nouvelles directives mises en place favoriseront une meilleure utilisation des opportunités de croissance tout en supportant la croissance organique. Les investisseurs arrivent avec des stratégies bien arrêtées, pouvant amener à une stratégie de buy-and-build (« acheter pour construire »), à des cessions d'activités non essentielles, à des lancements de nouveaux produits ou bien même s'internationaliser. Car c'est une des facultés du capital-investissement, les apports permettent de faciliter la prise de parts de marché internationaux. Les dirigeants peuvent bénéficier d'un réseau et mettre en place des synergies payantes. S'expatrier, par

des acquisitions verticales ou horizontales permettra à la société de bénéficier d'un nouveau réseau de distribution, de potentielles économies et la mise en place de synergies et d'intégrations verticales. Toutes ces pratiques mettront en avant les améliorations opérationnelles. En effet, pour une société industrielle, il est important de garder des lignes de production à jour tout en en installer de nouvelles, plus modernes, pour donner la puissance de production d'une entreprise voulant croître. Cela s'accompagne par l'accroissement des compétences commerciales, avec la recherche de nouveaux produits à vendre, de nouveaux clients, la fidélisation des historiques et l'éventuelle possibilité de rentrer sur des marchés jusqu'alors laissés de côté par l'entreprise. Tous ces développements s'accompagnant d'un nouveau système d'information plus performant et efficace permettant à une équipe de direction, renouvelée ou non, de piloter efficacement.

L'un des premiers aspects organisationnels qui favorise et participe grandement au bon développement et à la croissance de l'entreprise dans des conditions saines concerne la gouvernance. Nous avons détaillé précédemment dans la Partie II l'importance de la gouvernance. Celle-ci s'avère être un réel enjeu promettant à la société une croissance pérenne. L'enjeu de la gouvernance représente le rapprochement des intérêts de chaque partie pour que chacune puisse s'entendre et participer conjointement à la création de valeur. L'organe de direction se compose donc de l'investisseur et de l'actionnaire-dirigeant, décideurs des choix stratégiques de l'entreprise. Outre la gouvernance, le fonds d'investissement va intervenir comme superviseur et aura un contrôle sur la société, celui-ci devra être en adéquation avec les attentes du dirigeant pour que celui-ci ne soit pas opprimé mais plutôt soutenu. Ce rôle aura pour faculté de pouvoir donner des points de vues et de nouvelles décisions stratégiques. En effet, un capital-investisseur détenant une participation minoritaire peut souvent « délaissé » le dirigeant sans forcément prêter attention à l'entreprise en détail et se basant seulement sur des rapports financiers. L'intérêt n'est pas là pour un dirigeant, outre l'aspect financier il recherche également l'accompagnement et le rôle de conseiller qu'un fonds peut apporter. C'est donc un partenariat actif et la volonté des deux « camps » de faire affaire ensemble que l'entreprise pourra en bénéficier, se traduisant par l'amélioration de leurs performances. Les dirigeants vont pouvoir profiter d'un réseau de contacts pour établir de nouveaux partenariats avec des fournisseurs, comme avec des clients finaux. Ce nouveau réseau permettra de maximiser les synergies. Le niveau organisationnel sera renforcé et permettra de favoriser une croissance saine et accélérée.

Le dernier aspect sur lequel pourra considérablement compter l'actionnaire-dirigeant concerne les connaissances financières. Il est très fréquent que les dirigeants de société possèdent de solides connaissances sur leur activité, sur le développement de produits, ils sont très souvent des commerciaux aguerris et des ingénieurs de métiers, mais très peu ont un cursus purement financier.

Les dirigeants pourront donc compter sur l'expertise et les compétences financières du capital-investisseur. Les dirigeants sont étroitement accompagnés par les investisseurs sur les différents types de financement, de montages financiers et sur la documentation financière. L'entreprise bénéficiera de cette expertise pour faciliter les croissances externes et générera une meilleure gestion financière globale de l'entreprise.

II. L'APPORT FINANCIER

Le recours à l'intervention d'un capital-investisseur par une société non cotée provient de plusieurs besoins mais essentiellement, ce sont les besoins financiers qui sont recherchés afin de renforcer la capacité d'investissement de la société. Le capital-investissement s'inscrit comme une solution de financement alternative qui prend de plus en plus de place sur les places financières de financement. Par conséquent, il apportera une nouvelle source de cash se traduisant par une augmentation de capital, assez conséquente. En effet, l'investissement se fait par une prise de participation au capital de la société non cotée, en achetant des titres ou actions se basant sur la valorisation de la firme. Les capitaux injectés sont alors significatifs et peuvent répondre à plusieurs problématiques et besoins de financement. La particularité de l'intervention d'un capital-investisseur réside dans son adaptabilité à tous types de projet, pouvant financer une activité demandant de larges ressources pour couvrir ses emplois CT ou inversement, des fonds destinés à couvrir les emplois LT. Ce sont par les investissements réalisés que résident la création de valeur pour la société et donc permet son développement et sa croissance.

Les apports financiers servent donc à financer une partie court terme de l'entreprise. Leur situation devient confortable avec un taux de solvabilité et de liquidité largement renforcés. Comme nous avons pu le voir dans la Partie I, cette partie court terme couvrent le besoin en fonds de roulement est essentielle pour l'entreprise, permettant de pouvoir honorer les dettes à leurs échéances. Cela a pour effet de renforcer la confiance envers tous ces collaborateurs, les fournisseurs et les organismes bancaires entre autres. Ce genre de financement peut donc tout naturellement subvenir et supporter les besoins concernant la gestion courante de l'entreprise, et donc préserver une trésorerie capable d'éviter des délicatesses de paiements.

Par ailleurs, une partie des apports peut être utilisée pour permettre de financer des emplois LT. Cette catégorie correspond aux actifs immobilisés d'une société. Il convient donc de pouvoir financer du matériel industriel comme informatique, la mise en place de logiciel, de nouvelles infrastructures plus

importantes, moderniser l'ensemble des locaux et bien plus encore. En d'autres termes, cela permettrait à l'entreprise de préserver un outil de travail à jour perpétuellement, favorisant la faculté à conserver son avantage concurrentiel tout en devenant plus efficace et efficient. Par exemple, lors d'une prise de participation dans une entreprise industrielle produisant des composés électroniques, les capacités de R&D et de production pourraient être développées et démultipliées pour ainsi doper la croissance. L'apport financier est un réel enjeu puisque celui va permettre à la société de pouvoir entreprendre des projets grâce à cette source de financement. Tandis qu'auparavant, la société ne possédait pas d'une telle capacité financière et donc cela lui était impossible de pouvoir développer de tels projets. Le deuxième aspect qui permet à une entreprise de se développer est de procéder à des acquisitions de sociétés. Les opérations de fusions-acquisitions sont créatrices de valeur par nature, encore faut-il une bonne gouvernance, une recherche poussée sur la réalisation d'une telle opération et les bénéfices qui peuvent en ressortir. Malgré tout, les croissances externes réalisées avec succès favorisent la croissance. Et c'est pourquoi l'apport financier, qui reste conséquent, permettra au dirigeant de disposer de ressources financières lui donnant la possibilité d'acquérir des sociétés ou branches d'activités. Des synergies pourront alors en découler et permettront de réaliser des économies de coûts.

L'apport financier va également permettre de renforcer la structure financière de l'entreprise. L'augmentation de capital améliorera par conséquent le gearing (ratio d'endettement = dettes financières / fonds propres). L'investissement de la part du capital-investisseur va avoir comme conséquence d'améliorer et d'augmenter la capacité d'endettement, et pourra par conséquent donner la possibilité du recours à l'endettement bancaire. Cependant, lors d'une acquisition par un financement type LBO, l'entreprise doit répondre à certaines obligations en termes d'investissement et de surendettement. Les banques finançant une partie de l'acquisition, par le respect de ces covenants se prémunissent d'un risque de surendettement de la société qui pourrait être amené à ne plus être en capacité d'honorer ses dettes. Lors de la phase de recherche de financement, le fonds d'investissement doit alors exposer clairement son projet et ses différents besoins de financement dans le futur pour prévoir la capacité de financement dont il aura besoin pour accompagner dans les meilleures conditions son projet de développement et de croissance. L'intérêt est d'une part pour la banque qu'elle puisse couvrir en partie son risque mais aussi de la part du client, qui ne souhaite pas être contraint de ne plus pouvoir financer certaines opérations externes favorisant sa croissance à cause d'un recours LBO.

L'apport financier, qui reste une solution de financement, va considérablement augmenter la capacité de l'entreprise à réaliser des croissances externes et par conséquent, se développer en termes de volumétrie. La gestion à court terme au niveau des besoins sera améliorée, ayant une trésorerie

confortable pour faire face au BFR. L'apport financier amène de la sécurité et le renforcement de la confiance des partenaires, très important pour l'image et la notoriété de l'entreprise. Le capital-investisseur amène des capitaux au sein de la société pour lui permettre de se développer avec une utilisation efficace de cet « argent frais ».

Les différents apports, qu'ils soient financiers, stratégiques ou organisationnels favoriseront la croissance. La stratégie et l'organisation permettront d'utiliser efficacement les ressources financières mises à disposition pour améliorer les performances de l'entreprise.

CHAPITRE 8 – UNE AMELIORATION DE LA PERFORMANCE ET DES RENDEMENTS

Le retour sur leur investissement provient généralement d'une combinaison des sources suivantes : apport financier, stratégique et organisationnel. Nous avons pu détailler dans la partie précédente les améliorations apportées par le capital-investisseur lors de sa prise de sa participation. Toutes ces contributions vont permettre à la société de se développer, de doper sa croissance et donc par conséquent de voir ses performances s'améliorer. Car n'oublions pas le business model d'un fonds de private equity. Son objectif étant de rentabiliser son investissement par le développement de la société non cotée et de réaliser une plus-value lors de sa sortie. Le large spectre de compétences et de connaissances des investisseurs permettra d'améliorer les performances d'une société se traduisant par une hausse du CA, de la rentabilité mais aussi de sa structure financière. Outre l'analyse se basant sur l'évolution des principaux agrégats financiers et KPI's¹⁴, l'analyse des rendements de l'activité de capital-investissement permet de nous confirmer une hausse des performances économiques et financières et de la valorisation de la société reprise. De nombreux cas « d'écoles » nous permettront d'assimiler la théorie à la pratique.

¹⁴ Key Indicator Performance

I. UNE AMELIORATION DES PERFORMANCES

La prise de participation au capital d'une société non cotée par un fonds d'investissement s'accompagne d'une nouvelle phase pour l'entreprise. Les différents types de contributions ont pour objectif une réutilisation plus efficace et efficiente des ressources de l'entreprise, tout en donnant la possibilité de développer les capacités de celle-ci. Les performances vont alors être impactées positivement. Nous entendons par « performances » les principaux agrégats économiques et financiers d'une société. Ces indicateurs, très regardés par les analystes vont mettre en exergue cette amélioration suite au recours de capital-investisseur.

Tous les apports vont permettre mécaniquement à l'entreprise de se diversifier (nouveaux produits), de multiplier ses canaux de ventes et de communication et d'étendre sa présence territoriale. Les différentes prises de participation dans des entreprises connexes ou concurrentes renforcera les évolutions et la croissance de l'entreprise, l'aidant à grandir plus rapidement. Le chiffre d'affaires sera alors en hausse grâce à la croissance organique et externe mises en place sur l'entreprise.

Toutes ces améliorations proviennent des choix stratégiques des différents actionnaires (investisseur et dirigeant). L'utilisation efficace des ressources, de par une restructuration globale des différents services de la société, favorisera la croissance de l'entreprise. De plus, les conditions de travail qui seront retravaillées favoriseront un climat positif au sein des employés, améliorant leur productivité. La motivation du dirigeant et des managers prenant part à l'aventure capitaliste auront une motivation démultipliée pour contribuer à la réussite et au développement de l'entreprise. Ainsi, une utilisation efficace et rationnelle des ressources combinée à une amélioration des conditions de travail générales permettront des économies de coûts et un gain de productivité. La nouvelle marge dégagée sera mécaniquement plus élevée. Les choix stratégiques et organisationnels, relayés par une gouvernance affirmée et efficace favoriseront largement une amélioration des performances de la société.

Afin d'étoffer les précédentes « théories » expliquées ci-dessus (Partie III), nous allons mettre la théorie face à la pratique. Plusieurs sociétés de capital-investissement publient fréquemment des rapports d'actualités afin de rendre compte de leurs impacts sur une société non cotée suite à sa prise de participation, minoritaire ou majoritaire.

La première source de développement pour une société appartient à sa capacité de pouvoir réaliser de la croissance organique. Afin de doper sa croissance, l'entreprise peut avoir également avoir recours à la croissance externe. C'est que qu'a pu réaliser le groupe de transport Mauffrey en 2014 suite à

l'entrée au capital minoritairement du fonds Siparex. Ils procèdent à un renforcement des fonds propres avec tout ce que cela peut impliquer financièrement parlant et stratégiquement. Le groupe a pu profiter des ressources financières et de l'expérience du capital-investisseur Siparex pour réaliser de la croissance organique et des opérations de croissance externes, notamment par le rachat de concurrents sur d'autres territoires, comme avec Ghestem en 2018. Toutes ces opérations lui permettent de doubler de taille et de passer à plus de 3 000 employés pour un CA s'élevant à près de 450 M€.

L'ouverture à de nouveaux marchés et surtout internationaux représente une opportunité significative de croissance organique pour une société. C'est en ce sens que l'entrée de fonds d'investissement va pouvoir donner les ressources et les moyens à certaines entreprises de pouvoir pénétrer sur des marchés internationaux. Lors d'une prise de participation via deux fonds dédiés aux développements gérées par le capital-investisseur Siparex, le Groupe Rondot a pu bénéficier d'une phase de développement conséquente et de pouvoir s'implanter sur le continent nord-américain. Ce projet lui permet de croître rapidement. Désormais le groupe continue de prospecter et de s'étendre dans le monde (péninsule ibérique, en Asie et en Amérique du Sud) disposant de plusieurs filiales et de rayonner à l'international. L'apport de capitaux, de compétences et de contacts permet donc à ce groupe de pouvoir se renforcer sur leur marché proposant une meilleure expertise produits tout en élargissant sa zone d'action et son portefeuille clients.

Les différents exemples ci-dessus nous transmettent les effets de l'activité du capital-développement. Cependant, comme nous avons pu le voir, le private equity intervient sur plusieurs phases de la vie d'une société. Le capital-retournement représente pour une entreprise en difficulté de disposer de moyens permettant de restructurer la firme en délicatesse financièrement et économiquement (marché, clients, fournisseurs...). Carbone Savoie est une PME historique du bassin AURA¹⁵, producteur de graphite synthétique mais au bord de la faillite en 2016. C'est à ce moment-là que décide d'intervenir le fonds de capital-retournement Alandia Industries pour redresser la situation de ce groupe. La presse fait part d'un « traitement de choc » qui a permis à cette société de passer d'une perte de 29 millions en 2015 à une rentabilité de 8% tout en doublant son CA en 2018 (113 millions d'euros), l'EBITDA sur la période 2016-2019 passent tout simplement de -30% à +10%. L'investissement réalisé par le capital-investisseur a donné les ressources nécessaires pour réaliser d'importants investissements sur une période de 3 années (modernisation de l'outil de production et R&D). Grâce à ces nombreux investissements, le groupe peut désormais se positionner sur le marché d'avenir de la batterie électrique. L'apport financier combiné aux apports stratégiques et organisationnels ont

¹⁵ Région Auvergne Rhône Alpes

permis à ce groupe historique de véritablement redonner un élan de croissance, inespéré en 2016. La gouvernance mise en place a largement contribué à ce redressement. Celle-ci a consisté à donner plus de valeurs et d'intéressement aux salariés, par leur représentation lors des conseils de surveillance, d'accorder un intéressement pour qu'ils bénéficient des performances de la société et la mise en place de l'actionnariat salarié.

Le capital-investissement intervient donc grâce à ces différents apports comme une solution permettant de solidifier, de développer et de doper la croissance pour une société. La théorie et les différents retours d'expérience permettent de comprendre comment les sociétés ayant recours aux activités de private equity améliorent leur performance. D'une part, ils renforcent considérablement leur situation financière avec une amélioration de la structure d'endettement. De plus, les nouvelles stratégies mises en place, les expériences des investisseurs ainsi que leur réseau favorisent grandement et participent activement à une amélioration significative des principaux agrégats économiques et financiers de la société, avec une hausse du CA, de l'EBITDA, et de la rentabilité. La mise en place d'une gouvernance efficace, réel enjeu, nous permet d'assimiler son impact sur la croissance pérenne d'une société contrôlée par un fonds. Il est également intéressant d'étudier les rendements des fonds d'investissement pour nous permettre de comprendre la hausse de valorisation des entreprises, signifiant une amélioration de leur performance et de perspectives d'avenir.

II. DES RENDEMENTS AU RENDEZ-VOUS

Pour mesurer une amélioration des performances d'une société reprise par un fonds d'investissement, nous pouvons étudier les rendements du fonds en lui-même. En analysant les rentabilités du capital-investissement, nous mesurons indirectement l'évolution des performances d'une société et la hausse de sa rentabilité. De plus, les rendements offerts représentent une partie des hausses de valorisations des entreprises non cotées et de l'amélioration de la société. En effet, les plus-values, donc la différence entre le prix de vente et d'acquisition, se reflète directement sur le rendement d'un fonds.

Il existe deux principaux critères pour mesurer et étudier les rendements d'un fonds d'investissement. Ces deux mesures sont le TRI, représentant le résultat obtenu sur le temps et le multiple, représentant le résultat en valeur absolue. On qualifie la performance d'un capital-investisseur à travers la combinaison de ces résultats.

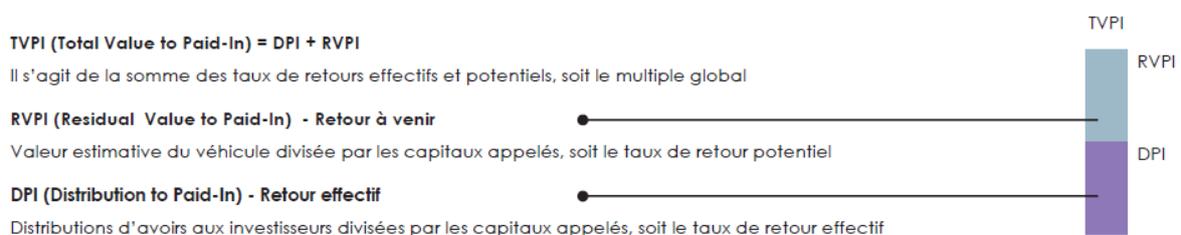
Le TRI, ou Taux de Rentabilité Interne, est un taux d'actualisation permettant d'annuler une valeur présente d'une série de flux financiers à un instant T.

$$\sum_{t=1}^n \frac{Distributions_t}{(1 + TRI)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{Appels\ de\ fonds_t}{(1 + TRI)^t}$$

Source : France Invest

Le TRI est mesuré sur chaque ligne du portefeuille, donc sur chaque entreprise détenue puis mise au globale en pondérant les différentes participations. La performance globale est alors calculée et représente le TRI brut. Le TRI net s'utilise particulièrement pour mesurer le rendement réel d'un fonds, en comptabilisant les flux négatifs (appels de fonds), les flux positifs (distributions) et net des différents frais que la gestion du fonds, soit le capital-investisseur retire pour se rémunérer. Cela inclut donc la valeur du portefeuille tout en comptabilisant l'effet temps. Le TRI est essentiel et un très bon indicateur pour mesurer la rentabilité prévisionnelle ou réelle sur investissement. Par exemple, un capital-investisseur acquiert 50% d'une société S valorisée 10 M€. Le fonds de retire et vend ses parts valant 10M€ à un nouvel actionnaire, 5 années plus tard. Le TRI brut effectif sur cette opération s'élève à 14,86%. (TRI = (10 000 / 5 000)^(1/5) -1)

Cependant afin d'avoir une meilleure image et analyse des rendements du fonds, et par conséquent résultant de la hausse des performances et de valorisations des entreprises, il faut combiner le résultat du TRI avec le multiple rapporté de l'opération. Le second critère concerne donc la mesure du multiple. Il consiste à rapporter la valeur d'une ligne du portefeuille, donc d'une société détenue, en valeur absolue.

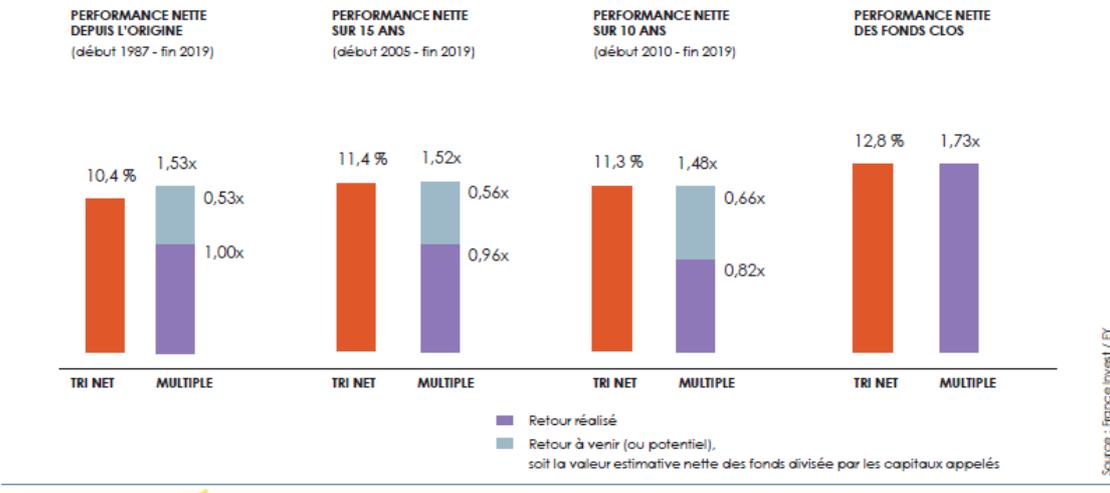


Source : France Invest

Il s'agit d'un multiple global, établi par la somme des taux de retours potentiellement réalisés et effectifs. C'est donc la valeur estimative du fonds sur les capitaux appelés (taux de retour potentiel) sommée de la distribution totale déjà effectuée aux investisseurs sur les capitaux appelés (taux de retour effectif).

Avec ces deux critères de rendements, nous pouvons analyser donc l'attractivité du capital-investissement et indirectement l'impact qu'ils ont sur les entreprises. Puisque cela mesure d'une part les distributions de dividendes et les plus-values obtenues. Sachant que la distribution de dividendes n'est possible que lorsque la société dégager suffisamment de cash-flow libre, c'est à dire de la trésorerie disponible. Les plus-values s'obtiennent par une hausse du prix des titres de l'entreprise, donc mécaniquement grâce à une amélioration globale de celle-ci.

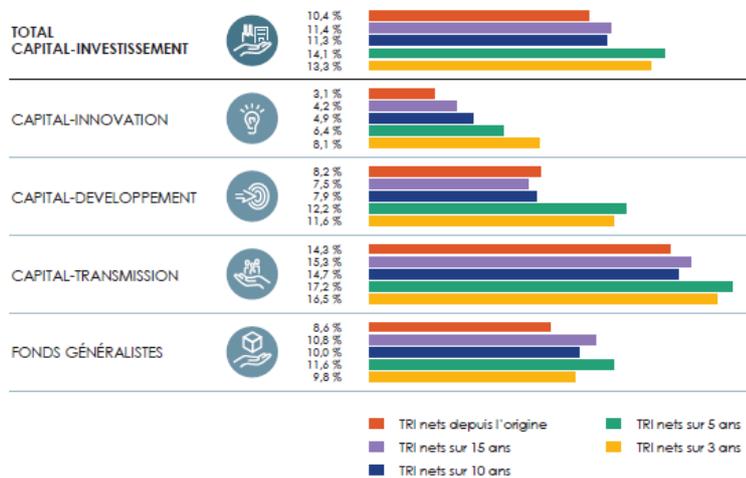
Sur le long terme, le capital-investissement français affiche des rendements élevés et résilients.



Comme en témoigne les rendements ci-dessus, les performances nets, tirées des TRI nets, sont largement positives et élevés. Cela nous permet de conclure par une hausse de la rentabilité des sociétés détenues par des fonds d'investissement. Les différents apports et impacts que nous avons détaillés ci-dessus permettent et favorisent donc des rendements résilients et élevés.

Les bonnes performances réalisées à court terme sont liées au contexte économique sous-jacent favorable ces dernières années.

TRI NETS PAR HORIZON D'INVESTISSEMENT



Source : France Invest / EY

Ces dernières années, nous avons assisté à un contexte économique très favorable ce qui a rendu des rendements à court terme élevés. Cependant, les rendements selon les différents horizons restent tous convenables voir très attractifs.

Dans cette dernière sous-partie, nous avons abordé la question des rendements réalisés par les capital-investisseurs. Le TRI nets et le multiple sont les deux critères de mesures permettant d'étudier les performances d'un fonds d'investissement. Ces deux critères sont positifs avec des rendements bien au-delà d'autres classes d'actifs. Grâce à ces résultats obtenus, nous pouvons également établir la croissance de l'entreprise et son développement, puisque les distributions de dividendes sont permises seulement si l'entreprise dégager des cash-flow libre et est rentable. Par ailleurs, ces rendements proviennent également des plus-values effectives ou potentiellement réalisées, qui sont donc au rendez-vous.

Le capital-investissement permet aux sociétés non cotées de se développer, de se structurer et de dopper leur croissance grâce à leurs apports financiers et extra financiers, tout aussi important. Les apports financiers permettent d'une part de donner les capacités financières pour réaliser des investissements importants mais aussi favorisent la structure financière de la société. Les apports extra financiers sont tout aussi important, les compétences et connaissances véhiculées favorisent et participent activement à la réalisation des objectifs élaborés pour la croissance. Ces apports constituent un véritable enjeu puisqu'en découle le rendement réalisé par cette activité. En effet, le capital-investissement met tout en œuvre pour obtenir des rendements attractifs, ils se doivent donc

de gérer de la meilleure des manières les sociétés pour satisfaire d'une part leurs objectifs et les objectifs des souscripteurs de fonds.

CONCLUSION

Le capital-investissement, ou private equity, représente une solution de financement et doit répondre à de nombreux enjeux de par son business model. Les entreprises, start-ups, PME et ETI, ont des besoins de financements à court terme comme à long terme. Supporter ces besoins permet à l'entreprise de rester attractive, se développer et d'améliorer sa gestion courante. Pour subvenir à ces besoins, ils ont recours à des solutions de financements classiques mises en place par les institutions bancaires. Cependant, certaines entreprises de par leur activité, leur structure financière, leur cycle de vie, ou leurs besoins ne peuvent obtenir ces financements classiques. Il se tournent alors vers des solutions de financements alternatives. Ces sources possèdent des avantages comme la particularité d'obtenir des financements sans avoir à donner d'importantes garanties comme peut le demander les organismes bancaires. Les projets en début de vie tout comme les projets de développement demandant d'importants investissements de départ peuvent voir le jour grâce à ces solutions. Cependant, les différents organismes de financements alternatifs comme les Business Angels, les plateformes de crowdfunding, la dette privée ou bien le capital-investissement demanderont des retours sur investissement, soit un rendement plus important que peut demander une banque. Le capital-investissement apparaît comme une solution de financement de plus en plus prisée par les sociétés non cotées pour se donner les moyens et disposer de ressources favorisant son développement. Les stratégies du private equity se trouvent dans son business model. Le capital-investissement étant considéré comme une classe d'actifs, des souscripteurs (investisseurs institutionnels, privés et particuliers) apportent des capitaux à un fonds d'investissement, contre lesquels ils demandent un rendement. Ces capitaux apportés permettent alors de pouvoir prendre des participations dans des sociétés non cotées. L'enjeu est de taille car les entreprises détenues en portefeuille doivent se développer, croître pour permettre à l'activité de private equity de se rémunérer et de rémunérer ses souscripteurs. Le capital-investisseur va alors cibler et sélectionner des cibles qui ont un potentiel de croissance établi avec un véritable plan stratégique à mener pour favoriser et doper sa croissance. Au bout d'un certain horizon, souvent à 5-7 ans, l'investisseur financier revendra ses parts et pourra bénéficier d'une plus-value, dans le cas où l'entreprise s'est réellement développée tout en restant attractive. Dès lors de la prise de contact entre le capital-investisseur et l'actionnaire-dirigeant, les discussions et négociations commencent portant sur la valorisation, la gouvernance et les décisions stratégiques à mettre en place sur la société cible. Cette phase permet de véritablement connaître les intentions des deux parties et de pouvoir prendre connaissances de la capacité de chacune des parties-prenantes à travailler en étroite collaboration. L'enjeu d'une gouvernance efficace et saine est significatif dans la réussite du projet de

développement et de croissance de la société. Plusieurs conflits peuvent coexister au sein d'une relation entre les différents actionnaires et les actionnaires et le dirigeant. Les conflits d'intérêts, de divergence de points de vue stratégiques, d'horizons, de compétences et connaissances représentent une réelle source de destruction de valeurs. C'est pourquoi la mise en place d'une gouvernance la plus efficace possible, régissant de la meilleure des manières les différentes relations et postes de chacun, participera activement à la création de valeur. Des mécanismes ont été élaborés en ce sens, afin de réduire les sources de conflits et de préserver les intérêts de chacun. Le pacte d'actionnaires et le management package sont deux dispositifs essentiels utilisés lors d'une prise de participation d'un capital-investisseur dans une société non cotée. L'effet recherché consiste à mettre en place une coopération productive de chaque parties-prenantes. Le second enjeu, intrinsèquement lié au premier, concerne le développement de la société. La croissance de la société est l'élément clé de la réussite d'une opération de capital-investissement. L'investisseur financier va alors mettre à disposition de l'entreprise des ressources financières significatives permettant d'avoir une meilleure structure financière, une amélioration de sa gestion financière courante et la capacité de réaliser des investissements. Outre l'aspect financier, l'apport stratégique et organisationnel est très important pour l'actionnaire-dirigeant historique. Les compétences, connaissances et expériences du capital-investisseur favorisera et participera grandement à la réalisation des objectifs de croissance. Il viendra soutenir et aider le dirigeant dans la gestion en le conseillant et l'orientant, grâce aux décisions stratégiques prises en amont. Ces différentes décisions viseront à améliorer les principaux agrégats économiques et financiers de l'entreprise. Les stratégies en place permettront de réaliser un meilleur CA, une meilleure marge ainsi qu'une meilleure rentabilité. L'apport organisationnel ne fera que renforcer cette tendance. Les rendements réalisés par le capital-investissement nous informe également de l'impact qu'ils ont directement sur les sociétés détenues en portefeuille. Ce rendement rend compte de l'amélioration et la croissance de l'entreprise. Celle-ci ayant la capacité de remontées des dividendes tout en continuant de se de développer. L'entreprise voit également sa valorisation augmenter. Ces indicateurs permettent de réaliser le véritable travail d'un capital-investisseur. Le private equity se résume à une solution de financement alternative qui rencontre des enjeux significatifs avec la gouvernance et la mise en place d'un plan financier, stratégiques et organisation pour favoriser la croissance d'une société non cotée. Leur finalité étant de se rémunérer sur les performances de ses sociétés en portefeuille et de rémunérer ses souscripteurs.

Dans le contexte que nous vivons actuellement, il serait intéressant d'étudier l'impact que la crise du Covid-19 a eu sur cette économie afin de pouvoir appréhender la prise de risque réelle ainsi que le degré de résilience de cette classe d'actifs, catégorisée comme risquée. Il serait également intéressant

d'analyser les modifications qu'une telle crise peut apporter sur le business model d'un fonds d'investissement ?

BIBLIOGRAPHIE / SITOGRAPHIE

France Invest. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.franceinvest.eu/> (05/05/2020)

France Invest. Performance nette des acteurs français du capital-investissement [En ligne]. Disponible sur : https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/Etudes/Performance/France-Invest-%C3%89tudes-2020_Performance-2019.pdf (25/06/2020)

Economie Matin. L'intérêt du capital développement pour les PME et les particuliers. [En ligne]. Disponible sur : <http://www.economiamatin.fr/news-interet-capital-developpement-pme-particuliers> (consulté le 15 mai 2020).

Gautier Mariage, Benjamin Le Pendeven. Non-banking : une alternative au financement bancaire pour les entrepreneurs dans *Entreprendre & Innover* (2015), n°25, pp 8-20 [consulté le 05 mai 2020]. Disponible sur : <https://www.cairn.info/revue-entreprendre-et-innover-2015-2-page-8.htm#>

Revue-Banque.fr. Le développement des sources alternatives au financement bancaire pour les TPE-PME (24/05/2017). [En ligne]. Disponible sur : <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/developpement-des-sources-alternatives-au-financem> (05/05/2020)

Secteur Privé & Développement. Private Equity et PME : un instrument de croissance. (23/11/2011). [En ligne]. Disponible sur : <https://blog.secteur-prive-developpement.fr/2011/11/23/private-equity-et-pme-un-instrument-de-croissance/> (16/05/2020)

Sophie Pomet, Michel Rainelli. Capital-investissement et performances des firmes : le cas de la France, dans *Vie & Sciences de l'Entreprise* (2012), n°190, pp 30-45. [Consulté le 08 juin 2020]. Disponible sur : <https://www.cairn.info/revue-vie-et-sciences-de-l-entreprise-2012-1-page-30.htm>

Charlie Joyez et al. L'impact du capital-investissement sur l'implantation international des PME françaises. (11/2013). [En ligne]. Disponible sur : https://www.pramex.com/system/files_force/%C3%A9tude%20CAPINV%20-PRAMEX%20-%20JOYEZ_0.pdf?download=1 (22/05/2020)

Yves-Alain Pougue, Michel Bernasconi. Capital-investissement et financement des PME au Cameroun : enjeux et perspectives, dans *La revue des Sciences de Gestion* (2013), n°259-260, pp 69-75. [Consulté le 28/05/2020]. <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2013-1-page-69.htm>

Anne Stévenot. La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement : une analyse sociocognitive de la relation capital investisseur – dirigeant (2005). [En ligne]. Disponible sur :

<https://www.theses.fr/2005NAN22003> / <https://www.strategie-aims.com/events/conferences/9-xiveme-conference-de-l-aims/communications/613-la-gouvernance-des-entreprises-financees-par-capital-investissement-dune-approche-juridico-financiere-a-une-approche-cognitive/download#:~:text=Les%20capital%20investisseurs%20%C3%A9largissent%20souvent,incite%20%C3%A0%20agir%20en%20cons%C3%A9quence.> (10/06/2020)

Loïc Morand. Tout savoir sur la capital investissement. [En ligne]. Disponible sur : <http://loicmorand.free.fr/document/Capital%20Investissement%20LA%20BASE.pdf> (22/05/2020)

Zineb Issor. « La performance de l'entreprise : un concept complexe aux multiples dimensions », dans Projectics / Proyética / Projectique 2017, n°17, pp 93-103. [Consulté le 28/05/2020] <https://www.cairn.info/revue-projectique-2017-2-page-93.htm#:~:text=Ainsi%2C%20le%20concept%20de%20performance,'efficacit%C3%A9%20et%20d'efficience.>

Rapport annuel 2018 FranceInvest. Le capital-investissement français – Franchir un nouveau cap au service de la croissance des entreprises. [En ligne]. Disponible sur : <https://fr.zone-secure.net/31231/1009088/#page=60> (05/05/2020)

Economie.gouv.fr. Création d'entreprise : les alternatives au prêt bancaire (2020). En ligne]. Disponible sur : <https://www.economie.gouv.fr/entreprises/financement-entreprise> (05/05/2020)

Novabuild. Les financements alternatifs, nouveau mode de financement des PME (2017). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.novabuild.fr/actualites/financements-alternatifs-nouveau-mode-financement-pme> (06/05/2020)

Les Echos. Les fonds de dette privée s'épanouissent en France (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/les-fonds-de-dette-privée-sepanouissent-en-france-1007815> (06/06/2020)

Business France. Le capital-investissement français bat de nouveaux records (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.businessfrance.fr/decouvrir-la-france-article-le-capital-investissement-francais-bat-de-nouveaux-records> (05/05/2020)

L'Agefi. Le private equity français attend son nouveau véhicule avec impatience (2015). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.agefi.fr/financement-investissement/actualites/hebdo/20160210/private-equity-francais-attend-nouveau-vehicule-156705> (07/06/2020)

Mes-placements.fr. Capital-investissement : des performances au rendez-vous (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://mes-placements.fr/actualite/placements/capital-investissement-des-performances-au-rendez-vous> (22/06/2020)

Farnault Investissement. Levée de fonds : s'adresser à des fonds d'investissement pour lever des capitaux (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://farnault-investissement.fr/levee-de-fonds-sadresse-fonds-dinvestissement-lever-capitaux/> (06/06/2020)

Novethic. Investissement responsable : les fonds de capital-investissement français s'engagent de plus en plus (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.novethic.fr/actualite/finance-durable/isr-rse/investissement-responsable-les-fonds-de-capital-investissement-francais-mement-la-danse-147048.html> (08/06/2020)

Capital Finance. Cathay lève 100 M€ pour un fonds « vert » 19/06/2020. [Consulté en ligne le 10/06/2020]

Capital Finance. Truffle Capital achève la levée de ses fonds BioMedTech et FinTech/InsurTech. 13/01/2020. [Consulté en ligne le 10/06/2020]

Capital Finance. L'ESG, un outil marketing des relations investisseurs 19/06/2020. [Consulté en ligne le 10/06/2020]

Dilitrust. Origination M&A : sourcer soi-même ou faire appel aux banques d'affaires ?. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.dilitrust.com/blog/origination-sourcer-soi-meme-faire-appel-aux-banques-daffaires/> (08/06/2020)

L'express. Les étapes de la levée de fonds (2015). [En ligne]. Disponible sur : https://lentreprise.lexpress.fr/gestion-fiscalite/budget-financement/les-etapes-de-la-levee-de-fonds_1650892.html (08/06/2020)

Le Blog du Dirigeant. L'effet de levier (ou LBO) pour financer sa création d'entreprise (2020). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.leblogdudirigeant.com/effet-levier-pour-financier-son-entreprise> (09/06/2020)

LegalPlace. Les clauses du pacte d'actionnaires. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.legalplace.fr/guides/clauses-pacte-actionnaires/> (14/06/2020)

Village de la justice. Le pacte d'actionnaires : à quoi sert-il ? [En ligne]. Disponible sur : <https://www.village-justice.com/articles/pacte-actionnaires-quoi-sert,25921.html> (14/06/2020)

Le blog en banque-assurance. Pacte d'actionnaires et levées de fonds : quels sont les principaux enjeux ? (2018). [En ligne]. Disponible sur : <https://banque-assurance.efe.fr/2018/03/08/pactes-dactionnaires-et-levees-de-fonds-quels-sont-les-principaux-enjeux/> (13/05/2020)

Les Echos, Capital finance. « Le pacte d'actionnaires doit calibrer au mieux la gouvernance ». [En ligne]. Disponible sur : <https://capitalfinance.lesechos.fr/analyses/dossiers/ces-corporates-qui-deviennent-lps/le-pacte-dactionnaires-doit-calibrer-au-mieux-la-gouvernance-113803> (14/06/2020)

Piloter.org. La gouvernance d'entreprise (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.piloter.org/gouvernance-entreprise/index.htm> (15/06/2020)

Manager go ! Comment définir la gouvernance d'une entreprise ? (2020). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.manager-go.com/organisation-entreprise/gouvernance-entreprise.htm> (15/06/2020)

Caroline Tarillon et al. Gouvernances coercitive et cognitive : une lecture des représentations des dirigeants-fondateurs de start-up innovantes. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.strategie-aims.com/events/conferences/24-xxiiieme-conference-de-l-aims/communications/3188-gouvernances-coercitive-et-cognitive-une-lecture-des-representations-des-dirigeants-fondateurs-de-start-up-innovantes/download> (16/06/2020)

Alumneye. Qu'est ce que le private equity ? (2016). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.alumneye.fr/quest-ce-que-le-private-equity/> (05/05/2020)

Anne Guéry-Stévenot. Conflits entre investisseurs et dirigeants. Une analyse en termes de gouvernance cognitive, dans Revue Française de gestion (2016), n°164, pp 157-180. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2006-5-page-157.htm#> (18/06/2020)

Les Echos, Capitalfinance. Mauffrey reprend la route avec trois fonds (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://capitalfinance.lesechos.fr/deals/capital-developpement/mauffrey-reprend-la-route-avec-trois-fonds-1132606> (22/06/2020)

Siparex Groupe. Cap sur l'international pour Rondot / Rise Group. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.siparex.com/consectetur-ante-semper/> (22/06/2020)

L'Essor. Siparex Midcap investit le Groupe Rondot. (2020). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.lessor42.fr/siparex-midcap-investit-le-groupe-rondot-24393.html> (25/06/2020)

Siparex Groupe. Mauffrey doublement de taille en 4 ans. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.siparex.com/mauffrey-doublement-de-taille-en-4-ans/> (25/06/2020)

Alandia. Nextstep publie un article sur la résurrection de Carbone Savoie (2019). [En ligne]. Disponible sur : <https://www.alandia.fr/nextstep-publie-un-article-sur-la-resurrection-de-carbone-savoie/> (25/06/2020)

PWC. Reprise de Carbone Savoie par Alandia industries. [En ligne]. Disponible <https://www.pwc.fr/fr/vos-enjeux/transactions/transactions-actualites-2019/reprise-de-carbone-savoie-par-alandia-industries.html> (25/06/2020)

TABLES DES ANNEXES

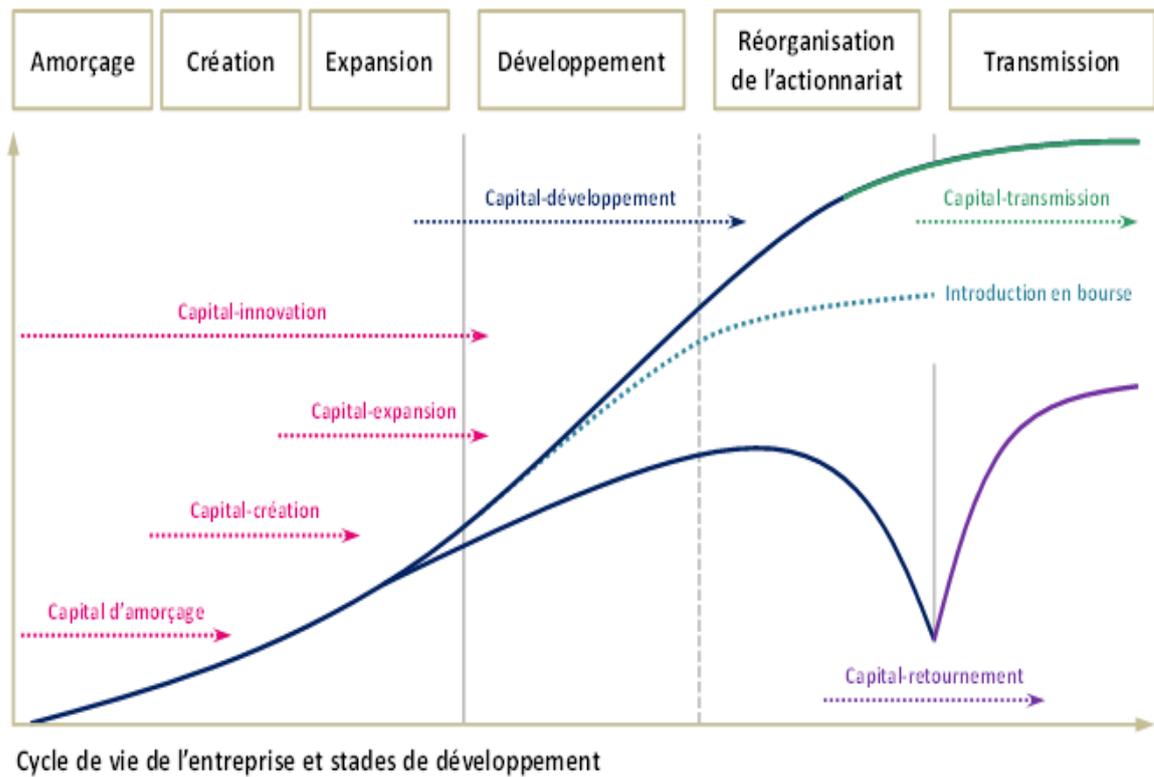
Annexe 1 : Cycle de vie de l'entreprise et son stade de développement

Annexe 2 : La répartition des souscripteurs à des fonds de capital-investissement

Annexe 3 : Schéma type d'une structure LBO

Annexe 4 : Principales clauses du pacte d'actionnaires/associés

Annexe 1 : Cycle de vie de l'entreprise et son stade de développement



Annexe 2 : La répartition des souscripteurs à des fonds de capital-investissement

RÉPARTITION DES LEVÉES DE FONDS PAR SOUSCRIPTEURS EN 2018

Parmi les investisseurs institutionnels, la levée auprès des caisses de retraite/fonds de pension progresse très fortement.

	EN M€	EN %	FRANCE	ÉTRANGER	VARIATION 2018 vs 2017
TOTAL CAPITAL-INVESTISSEMENT**	18 693 M€				
FONDS DE FONDS	4 206 M€	23 %			+ 7 %
COMPAGNIES D'ASSURANCE - MUTUELLES	3 035 M€	16 %			- 8 %
CAISSES DE RETRAITE	2 899 M€	16 %			+ 83 %
PERSONNES PHYSIQUES - FAMILY OFFICES*	2 811 M€	15 %			+ 22 %
SECTEUR PUBLIC	2 245 M€	12 %			+ 25 %
FONDS SOUVERAINS	1 328 M€	7 %			+ 32 %
BANQUES	1 091 M€	6 %			- 30 %
INDUSTRIELS	704 M€	4 %			- 31 %

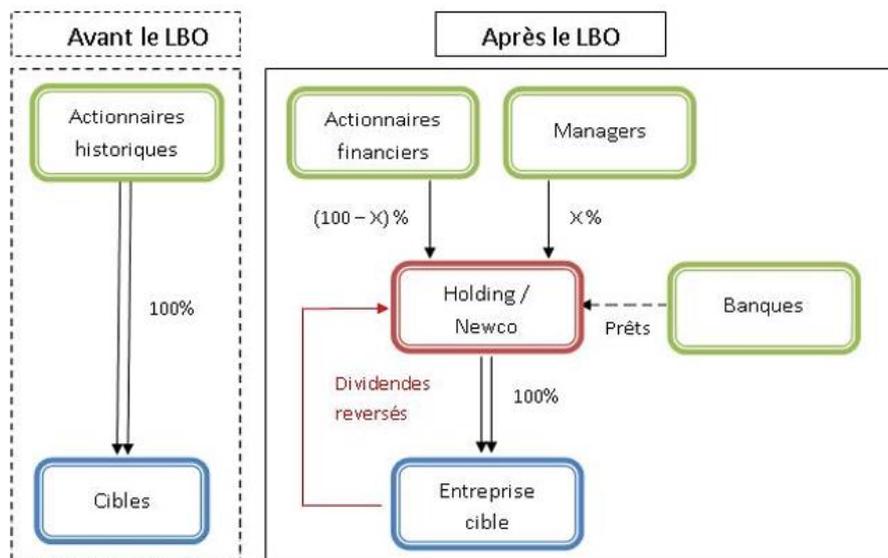
Source : France Invest / Grant Thornton

La prédominance des investisseurs institutionnels

61 %

Le secteur public progresse de 25 %

Annexe 3 : Schéma type d'une structure LBO



Annexe 4 : Principales clauses du pacte d'actionnaires/associés

Clause de liquidation préférentielle	Cette clause est liée aux actions de actions de préférence.
Clause d'information renforcée	Cette clause oblige les dirigeants à fournir un reporting mensuel ou trimestriel comprenant par exemple : une situation comptable détaillée, un rapport écrit sur l'exécution des prévisions budgétaires et d'investissement,...
Clause d'inaliénabilité	C'est une clause qui stipule que durant la période d'inaliénabilité, les personnes soumises à cette clause n'ont pas le droit de vendre leurs titres, elle s'applique aux fondateurs.
Clause de Ratchet ou Clause à effet cliquet (selon comment elle est rédigée, elle peut bénéficier aux investisseurs et aux fondateurs)	Clause d'ajustement qui permet aux investisseurs de protéger la valeur de leur investissement en cas de dévalorisation de leur investissement initial (c'est le cas notamment si la valorisation de départ s'avère trop élevée). En général, l'ajustement se fait par l'exercice de BSA ou de titres complexes dérivés des BSA (OBSA, ABSA,...). Elle peut aussi permettre de reluer les associés fondateurs si la société a dépassé ses objectifs.
Clause de mandat ou de rédemption	L'investisseur force les fondateurs à trouver une sortie soit en acceptant de vendre la société soit en trouvant un investisseur de remplacement.
Clause « drag-along » ou Clause de sortie conjointe (protection des majoritaires)	Si les investisseurs majoritaires décident de vendre, les investisseurs minoritaires sont obligés eux aussi de vendre.
Clause « tag-along » ou Clause d'entraînement (protection des minoritaires et des fondateurs)	Si les investisseurs majoritaires vendent, les investisseurs minoritaires peuvent se joindre à l'opération et décider de vendre dans les mêmes conditions, ils ne sont donc pas lésés.

Clause de « Bad leaver » (pour encourager les fondateurs à rester dans la société)	La clause de « Bad leaver » stipule qu'en cas de départ d'un associé fondateur avant la date X, cet associé fondateur se verra dilué de Y%. Cette clause pénalise "l'infidélité". La plupart du temps, plus l'associé fondateur reste en place, moins la dilution est importante. On la prévoit pour pénaliser une démission ou une faute lourde .
Clause de « Good leaver » (pour protéger les fondateurs)	La clause de « Good leaver » est le symétrique de la clause de « Bad Leaver » et permet de protéger les fondateurs. Elle peut prévoir une relution en cas d'atteinte de certains objectifs ou de fidélité dans la société. Elle peut aussi prévoir un dédommagement si les investisseurs décident de révoquer les fondateurs et/ou le PDG.
Clause d'exclusion	Permet d'éliminer un associé en raison de certains événements, convenus préalablement, et à un prix déterminé à l'avance (ou du moins suivant une méthodologie déterminée à l'avance), par exemple en cas de départ précipité, de fin de partenariat commercial, de concurrence, ... Les parts libérées sont réparties entre les autres actionnaires en fonction des autres clauses.
Clause de non concurrence	Empêche un associé fondateur d'exercer des fonctions auprès d'un concurrent.
Clause d'exclusivité	Empêche un associé fondateur d'avoir une autre activité, même non concurrente.