

Le travail des investisseurs minoritaires en capital

1288

Résumé :

L'article, étude de cas d'une société de capital-développement, a pour objectif d'explorer les pratiques que des capitaux-investisseurs minoritaires développent afin de faire entendre leurs objectifs en terme de création de valeur à des dirigeants majoritaires au capital. Se fondant sur une méthodologie et une théorisation empruntée à la sociologie des organisations, vue comme approche complémentaire aux cadres théoriques communément mobilisés dans les travaux sur le private equity (théorie de l'agence, stewardship theory, théorie de la justice procédurale, approche cognitive de la gouvernance), la recherche entend démontrer l'intérêt de porter attention à l'organisation du travail des capitaux investisseurs pour comprendre la façon dont ces derniers abordent la problématique de l'alignement des intérêts (les leurs et ceux de dirigeant-proprétaire auxquels ils sont associés dans le capital de l'entreprise). Une telle perspective permet en effet de relativiser la prééminence régulièrement donnée cette problématique qui présuppose des intérêts divergents entre capitaux investisseurs et dirigeants et de mettre en valeur le travail mené, tant préalablement à l'investissement que dans son suivi, par les capitaux investisseurs auprès des dirigeants pour au contraire cultiver une communauté d'intérêts qui dispense de recourir à des dispositifs contraignants.

Mots clés :

Private equity, capital-développement, LBO minoritaire, sociologie des organisations.

1. ARGUMENT

Les relations entre les capitaux-investisseurs et les entrepreneurs ou dirigeants d'entreprise au sein du capital investissement¹ (ou *private equity* en anglais) font l'objet de nombreux travaux visant à saisir leur nature et leurs enjeux. Ces travaux se concentrent sur la compréhension de l'influence des capitaux-investisseurs sur les entrepreneurs et réciproquement, cette influence étant le point problématique. Dans cet article, nous nous concentrons sur les capitaux-investisseurs, non pas considérés en tant qu'individus particuliers, comme c'est souvent le cas dans la littérature, mais en tant qu'individus partie prenante d'une organisation qui encadre leur travail et ses moyens et en outre évolue sur le marché concurrentiel de l'offre de capital. Plus précisément, cet article se donne pour question empirique la suivante : *quelles sont les pratiques de travail des capitaux investisseurs, considérés comme des acteurs d'une société donnée de capital-investissement ?* Une telle approche amènera d'une part à rentrer dans le détail des caractéristiques institutionnelle et organisationnelle de la société de capital investissement étudiée et d'autre part à considérer non pas seulement le cycle classique du capital investissement, mais à l'intégrer dans celui, plus large, de la relation commerciale des capitaux investisseurs avec les entrepreneurs.

D'un point de vue théorique, le point commun des théories traditionnellement mobilisées dans le cadre du capital investissement est de poser au centre de l'attention les modalités de l'alignement des intérêts entre ces acteurs. De fait, elles présupposent que les intérêts des deux protagonistes s'opposent et doivent être « alignés ». Il en découle que les propositions théoriques produites portent sur les moyens d'obtenir l'alignement des intérêts. Outre que ces travaux portent souvent sur le capital-risque ou sur le capital transmission dans sa version LBO majoritaire (c'est-à-dire où l'investisseur vise à prendre le contrôle du capital de l'entreprise) et bien peu sur le capital développement ou sur le capital transmission dans sa dimension LBO minoritaire (où l'investisseur ne prend qu'une partie minoritaire du capital), ils se montrent peu précis sur les dimensions tant organisationnelles qu'institutionnelles des structures qu'ils étudient. Si la présente étude se joint à ces travaux pour rendre compte de la relation entre capitaux-investisseurs et entrepreneurs, elle s'en distingue, car à la question théorique classique : comment l'alignement des intérêts entre ces deux acteurs est-il obtenu ?, elle substitue la suivante : *comment des capitaux-investisseurs structurellement minoritaires peuvent-ils influencer des dirigeants propriétaires majoritaires ?* A cette question, il sera

¹ Le capital investissement (ou *private equity*) désigne des prises de participations au capital d'entreprises non cotées par des investisseurs dits professionnels.

apporté des réponses issues d'une approche empirique approfondie des pratiques des capitaux-investisseurs au sein d'une société de capital investissement française dont les pratiques d'organisation du travail et les caractéristiques de ses structures juridiques seront explorées.

Nous démontrerons que la question de l'alignement des intérêts, pertinente dans des cas de conflits d'intérêt déclarés, néglige le fait que les capitaux-investisseurs prennent le plus grand soin à éviter justement tout conflit, consacrant l'essentiel de leur temps à faire en sorte que cette question n'ait pas à se poser, c'est-à-dire qu'il n'y ait pas d'intérêts divergents qu'il y aurait à « aligner ». L'effort fait par les capitaux-investisseurs étudiés consiste à ne rien imposer à l'entrepreneur-dirigeant majoritaire et à soutenir ses initiatives allant dans le sens d'une croissance raisonnable et prévisible de l'entreprise. Une telle attitude est possible car :

1. les capitaux-investisseurs concentrent l'essentiel de leurs efforts sur le choix (du point de vue tant la prospection que de la décision d'investissement) des entreprises, et en fait des dirigeants, dans lesquelles ils vont investir, et corrélativement sur l'application drastique de critères nombreux bien que simples d'élection de leurs investissements ;
2. les capitaux-investisseurs, dans le cours de la relation commerciale avec les dirigeants majoritaires, visent à faire reconnaître leur légitimité, reconnaissance qu'ils obtiennent en adoptant une attitude de modestie, nourrie de réponses attentives aux sollicitations des entrepreneurs, en restant sur le terrain des conseils en matière financière et de développement stratégique, veillant ainsi à éviter toute implication assimilable à une immixtion dans la gestion.

En tenant compte des caractéristiques institutionnelles de la société de capital investissement dont découle la position minoritaire de ses participations, se révèlent d'autres modalités d'exercice de l'influence sur le dirigeant-proprétaire à la portée des capitaux investisseurs, qui les rendent d'autant plus sensibles aux caractéristiques de l'organisation collective du travail.

2. METHODOLOGIE

Les résultats présentés reposent sur une enquête empirique qualitative réalisée entre mars et mai 2010. Onze entretiens semi-directifs– enregistrés et intégralement retranscrits – d'une durée moyenne d'une heure et demie ont été conduits auprès de l'intégralité des directeurs de participation (DP) de CIA² représentant 189 pages retranscrites d'entretien. Une

² Tous les noms utilisés sont fictifs pour les besoins de l'anonymat.

revue de presse a été effectuée, comprenant 59 articles écrits entre février 1989 et juin 2010 de la presse nationale française (*Le Monde, Le Figaro, La Tribune, Les Echos*, exploités à partir de la base Europresse) comprenant le terme « CIA ». Elle a été menée afin de mieux comprendre la spécificité de la société de capital investissement étudiée, replacée dans son contexte historique d'émergence. Ces données ont été complétées par l'analyse de documents écrits (essentiellement les rapports d'activités disponibles, soit entre 2004 et 2009), une observation non participante à une réunion d'investissement au sein de CIA (en juin 2010), une présentation du projet de recherche, par les auteurs, à deux des directeurs exécutifs de CIA et une restitution à l'ensemble des directeurs de participations et directeurs exécutifs de la société en janvier 2011. Les données recueillies sur l'organisation CIA sont donc nombreuses et riches.

La démarche de recherche a été inductive (Crozier et Friedberg, 1977; Friedberg, 1993; Glaser et Strauss, 1967). Conformément à cette méthodologie, la question de recherche a été construite sans hypothèse initiale sur la place et le poids de l'organisation du travail des investisseurs, hypothèse qui a été élaborée progressivement au fur et à mesure de l'enquête empirique. Pour ce faire, les données recueillies en entretiens ont fait l'objet d'une analyse intermédiaire : une monographie de 36 pages a été rédigée, faisant ressortir les principaux résultats empiriques concernant le processus d'identification, de sélection et de suivi des entreprises dans lesquelles CIA investissait. Dans ce processus, la comparaison a été au cœur de la montée en généralité. Les données recueillies en entretien ont ainsi été systématiquement triangulées pour reconstruire le système d'action des DP, au-delà des perceptions et des pratiques individuelles. Le niveau d'analyse est donc l'organisation collective du travail et les pratiques des investisseurs. Le recours à une méthodologie qualitative se justifie ici par sa capacité à rendre compte dans le détail des pratiques et des principes d'organisation du travail supportant ces pratiques. En outre, par la possibilité offerte de rencontrer tous les investisseurs d'une même société, les entretiens semi-directifs axés sur la description des pratiques du travail ont permis de dégager clairement leur homogénéité et d'entrer de façon approfondie dans leur détail.

L'intérêt du cas réside dans la possibilité qui a été donnée de rencontrer l'ensemble des investisseurs de la société et non pas seulement son (ou ses) directeur(s) et d'ainsi pouvoir restituer les pratiques de travail. L'autre intérêt du cas est lié à la nature juridique même de la société étudiée (que nous présenterons dans la partie 4), qui lui confère par sa spécificité d'une part une originalité par rapport aux structures plus classiquement étudiées et d'autre part une capacité à mettre en relief l'importance de variables souvent passées sous silence

dans la littérature à savoir tant le poids de la structure juridique dans les pratiques des fonds que ces pratiques elles-mêmes. Par conséquent, ce cas d'étude, fondé sur une description fine de pratiques (Langley et Royer, 2006) questionne les cadres théoriques antérieurement proposés dans le champs du private equity en proposant d'intégrer des propositions théoriques (Eisenhardt, 1989) directement liées à l'organisation du travail en cours dans ce type d'entreprises, à la manière que ce qu'ont pu proposer Eccles et Crane pour les banques d'investissements (Eccles et Crane, 1985).

3. PERSPECTIVE THEORIQUE

Les propositions théoriques pour rendre compte de la relation capital-investisseurs – entrepreneurs ont été variées. La théorie de l'agence a été la première mobilisée, de façon massive (Amit, Glosten et Muller, 1990; Barney, Busenitz, Fiet et Moesel, 1989; Sahlman, 1990; Sapienza et Gupta, 1994), et c'est elle qui a fait l'objet des critiques les plus approfondies (Bruton, Fried et Hisrich, 1997; Busenitz, 2001; Kelly et Hay, 2001; Landstrom, 1992; Osnabrugge, 2000). Il est ainsi désormais établi que si cette théorie décrit avec précision les mécanismes à l'œuvre lors de conflits d'intérêts, elle reste muette lorsque convergent les positions des protagonistes (Eisenhardt, 1989). De leur côté, Arthurs et Busenitz (Arthurs et Busenitz), spécifiquement dans le cadre du capital-risque (soit un secteur particulier du capital-investissement) soulignent qu'en dehors des phases de définition de la valorisation de l'entreprise lors de l'entrée de nouveaux actionnaires, entrepreneurs et capitaux-investisseurs partagent les mêmes intérêts, ce qui réduit la pertinence de la théorie de l'agence dans le cadre de la relation considérée. Nos recherches soulignent l'importance de cette communauté d'intérêts entre les capitaux investisseurs et les dirigeants, qui dans nombre de cas, ne peuvent pas être pensés en opposition. Cependant, cette communauté n'existe pas en soi et doit être vue, du moins telle est notre proposition, comme le fruit du travail des investisseurs, notamment durant la phase de sélection des entreprises prises pour cible pour d'éventuelles participations et durant la phase de suivi de la vie de la participation (avant qu'une possibilité de sortie ne soit envisagée).

La « *stewardship theory* » est une autre proposition théorique mobilisée pour rendre compte des relations capitaux-investisseurs – entrepreneurs (Davis, Schoorman et Donaldson, 1997; Fox et Hamilton, 1994). Elle postule pour l'essentiel qu'il n'y a pas opposition d'intérêt entre les deux partenaires, essentiellement parce que l'entrepreneur se plie aux exigences du capital-investisseur pour disposer des ressources de ce dernier. Par conséquent, l'alignement des intérêts n'aurait pas à être créé par des mécanismes de contrôle ou d'incitations forts, dans

la mesure où l'entrepreneur s'alignerait de lui-même sur les exigences du principal. Il est difficile dans ce cadre de comprendre ce qui motive l'entrepreneur d'endosser si facilement les attentes du capital-investisseur (Arthurs et Busenitz, 2003). En fait, cette théorie est plus apte à rendre compte de certains métiers du capital investissement et notamment ceux du capital-risque et du capital transmission majoritaire au sein desquels la dépendance du dirigeant, à l'égard des ressources des capitaux investisseurs est forte, et ce d'autant plus que dans de tels cas le dirigeant en question est minoritaire en capital. Dans les cas de capital développement ou de capital transmission minoritaire qui nous intéressent du fait de la nature de la société étudiée, la dépendance du dirigeant-manager majoritaire est nettement plus nuancée. Dès lors, l'intérêt de la *stewardship theory* est moins lié à sa proposition générale, qu'à l'attention qu'elle encourage à avoir sur ce qui inclinent les acteurs de la relation étudiée à être attentifs aux ressources de l'autre, compte tenu de la nature du lien en capital qui les unit. De fait, si *stewardship* il y a, il ne caractérise pas forcément un seul type d'acteur, mais bien les deux, informés qu'ils sont de leur dépendance mutuelle.

Sapienza et Korsgaard et leurs co-auteurs proposent une théorie alternative censée mieux rendre compte de la relation capitaux-investisseurs-entrepreneurs, théorie dite de la « justice procédurale » (Korsgaard, Schweiger et al., 1995; Sapienza et Korsgaard, 1996). Dans cette perspective, les échanges entre capitaux-investisseurs et entrepreneurs sont d'autant plus efficaces et bénéfiques que les deux parties se montrent respectueuses des « formes », au sens des procédures admises comme devant encadrer les échanges (Kim et Mauborgne, 1991; Sapienza et Korsgaard, 1996). Pensée comme prometteuse, la théorie de la justice procédurale n'en a pas moins été critiquée comme négligeant finalement les résultats réels des échanges ainsi encadrés (Wright, 2002). En dépit de cette critique, cette approche incite à prendre en compte selon nous à la fois le caractère « équipé » des échanges qui se déploient entre capitaux investisseurs et dirigeants (ce qui incite à explorer les modalités exactes d'utilisation des pactes d'actionnaires par exemple) et l'attention que les partenaires portent à l'entretien du lien qui les unit, notamment pour préparer les meilleures conditions de sortie pour l'un et l'autre, cette sortie devant de toute façon avoir lieu, même si son horizon est indéfinie, comme c'est le cas dans CIA.

Arthurs et Busenitz ont pour leur part proposé de faire plus de cas des ressorts de l'action des dirigeants, y compris dans leurs dimensions psychologiques (Arthurs et Busenitz, 2003) et cognitives (Mitchell, Busenitz et al., 2007). Ils se rapprochent en cela des travaux portant sur les apprentissages naissant des relations entre capitaux-investisseurs et entrepreneurs (De Clercq et Sapienza, 2001) qui, mobilisant la « *knowledge-based view*

theory » (Grant, 1996), s'efforcent de mettre à jour l'émergence des « rentes relationnelles » (Dyer et Singh, 1998). Si cette approche théorique est intéressante, elle sort du cadre que nous nous donnons ici dans la mesure où seuls les capitaux investisseurs seront objet d'étude³. Néanmoins, la notion de rente relationnelle est pertinente également dans le cadre d'une étude des seuls capitaux investisseurs, mais suppose de mettre à jour le travail particulier des capitaux investisseurs pour la constituer et l'entretenir.

Communauté d'intérêts avec les dirigeants entretenue par le travail des investisseurs, attention aux ressources respectives et nature du lien en capital, échanges équipés et « soignés » par des partenaires mutuellement dépendants, entretien de la rente relationnelle par les capitaux investisseurs... autant de propositions théoriques reformulées à partir des approches et de leurs critiques rapidement décrites ci-dessus, qui selon nous peuvent être embrassées au moyen d'une approche de sociologie des organisations (Crozier et Friedberg, 1977), attentive à la dimension organisationnelle du travail des capitaux investisseurs, compris comme ensemble de pratiques encadrées et modelées, sans être totalement déterminées, par un ensemble de règles issues des relations entre les acteurs en présence. Le travail des investisseurs en capital, soutenu par une organisation collective, à visée commerciale, est avant tout orienté vers l'entretien d'une communauté d'intérêts avec des dirigeants, largement pourvus en ressources, ce qui implique la faible pertinence du recours à des dispositifs contraignants.

4. TERRAIN DE RECHERCHE

CIA est une société de capital investissement créée au début des années 1980. au statut juridique de Société de Capital Risque (SCR). Elle est donc une société par actions dont l'objet exclusif est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières d'entreprises non cotées.

Le statut des SCR, créé par la loi 85-695 du 11 juillet 1985, portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, vient se substituer à deux statuts antérieurs : celui des Sociétés Financières d'Innovation (SFI) et celui des Instituts Régionaux de Participations (IRP). Les SFI ont été créées par la loi du 11 juillet 1972 pour faciliter la mise en œuvre industrielle de la recherche technologique. Les IRP furent pour leur part créés à la fin des années 1970, avec pour but de mettre fin à la quasi absence de capital investissement accessible aux PME en France à cette époque. De tels instituts se créèrent successivement

³ La seconde partie de l'étude a porté sur l'étude de 11 entrepreneurs qui accueillent CIA à leur capital. Le recueil des données a eu lieu de septembre à décembre 2010 et a donné lieu à une première exploitation. Nous n'aborderons pas dans cette communication cette seconde partie des investigations.

dans divers départements ou régions et furent bientôt une petite vingtaine dans les années 1980. Ils intervenaient généralement dans des entreprises de plus de 100 salariés, avec un CA supérieur à 50 millions de francs, sans pouvoir détenir plus de 35% du capital. Le point commun à l'ensemble des IRP est la transparence fiscale qui entraîne l'exonération de l'IS des revenus provenant des produits nets, des plus-values réalisées sur la vente d'action ainsi que des revenus de placements en « attente d'investissement ». Elles ont progressivement disparues à partir de 1986, adoptant le statut de SCR, créé comme mentionné en 1985 (Tabourin, 1989) et dédié à favoriser le financement en capital des PME lors de leur création comme de leur croissance.

CIA, de part son statut juridique, se distingue donc des fonds d'investissement, acteurs prédominants du capital-investissement (quelque soit l'étape de financement considérée). Ces derniers sont en fait des Fonds Commun de Placement à Risques (FCPR)⁴ qui appartiennent à la famille générale des Organismes de Placement Collectif en Valeur Mobilière (OPCVM). Ils sont une copropriété de valeurs mobilières, sans personnalité morale, gérés par une société de gestion (souvent filiale de banques) qui recueillent des fonds auprès d'investisseurs et les allouent au financement de projets particuliers, sur une durée légalement limitée (à 7 ans). A l'inverse de ces structures, CIA, en tant que SCR, d'une part n'a pas de clause dite de liquidité, ainsi sa participation n'a pas de terme temporel prédéfini à l'avance dans le pacte d'actionnaire, et d'autre part investit sur fonds propres et donc n'a pas à appeler des fonds d'investisseurs ayant accepté de participer au fonds créé. Son statut appelle cependant CIA à ne pas prendre une participation dans une entreprise de plus de 40 % du capital, ce qui fait de CIA un investisseur structurellement et juridiquement minoritaire dans les entreprises dans lesquelles elle prend des participations. Ce statut de minoritaire donne une forte acuité à la question des dispositions prises par cette société pour coopérer avec et/ou se prémunir de dirigeants d'entreprises qui seront la plupart du temps leur partenaire majoritaire au capital.

5. RESULTATS

Le travail des capitaux investisseurs sera décrit selon les trois grandes tâches de ces derniers : premièrement, la recherche d'entreprises éligibles à une prise de participation ; deuxièmement, la décision collective de prise de participation ; et enfin, troisièmement, le suivi par exception des participations jusqu'à la sortie. A chacun de ces étapes, la part de

⁴ Les FCPR sont créés par la loi du 3 janvier 1983, sur le développement des investissements et la protection de l'épargne. Ils sont une forme de Fonds Communs de Placements, FCP, créés par la loi du 13 juillet 1979. A l'heure actuelle, il existe différents types de FCPR : les FCPI (Fonds Communs de Placement dans l'Innovation) ; les FIP (Fonds d'Investissement de Proximité).

l'organisation collective du travail sera mise en valeur. De fait, si les capitaux investisseurs tissent des relations idiosyncrasiques avec les dirigeants des entreprises dans lesquelles ils investissent, la marque de l'organisation est sans cesse présente et leur permet de cultiver sans cesse une communauté d'intérêt avec les dirigeants sans recourir à des dispositifs coercitifs.

5.1. UN CIBLAGE DRASTIQUE POUR NE PAS AVOIR A INFLUENCER

La latitude d'action de CIA une fois l'investissement fait est faible, du fait de son statut de minoritaire. Par conséquent, l'essentiel de sa latitude d'action se loge dans ses capacités à choisir une entreprise qu'elle n'aura à influencer qu'à la marge lors de la vie de la participation.

5.1. 1. Des critères généraux, pour une cible commerciale précise

CIA n'a pas d'expertise sectorielle spécifique. Ainsi, les investissements de CIA se font dans n'importe quel secteur, autant en capital-développement, qu'en capital-transmission minoritaire. Au-delà de cette revendication affichée, la multiplication des critères énoncés par les directeurs de participation pour définir les entreprises recherchées, reflète de fait une forme de spécialisation qui a pour caractéristique de ne pas pouvoir être énoncée simplement, ni ouvertement. Croiser l'ensemble des critères avancés par les directeurs de participations définit une entreprise cible idéale précise : une *bonne* entreprise, dirigée par un *bon* chef d'entreprise – propriétaire... donc, une définition simple, qui suppose que soit définit la « bonne entreprise » et le « bon chef d'entreprise - propriétaire ». A cela, il n'y a pas de définition précise, mais l'accumulation de multiples critères.

« On est très très généraliste, sans doute trop, mais on est quand même toujours sur des problématiques de PME, de tailles pas trop éloignées, généralement familiales... [...] et enfin, rentables ! [...] C'est peu spécialisé mais c'est déjà un bout de spécialisation. » (E2)

La rentabilité de l'entreprise est bien sûr un critère mobilisé mais elle n'est pas strictement définie : d'un point de vue général, l'entreprise doit démontrer, chiffres à l'appui, sa rentabilité depuis au moins 3 ans, certains investisseurs évoquant même une rentabilité exigée sur une période de 10 ans. En fait, plus que de distinguer l'entreprise, ce critère permet de distinguer les capacités du dirigeant en matière de gestion, ce qui est finalement prioritairement recherché, les différents critères appliqués visant à cerner ces capacités. Dans le même ordre d'idée, une entreprise gérée par un dirigeant salarié est exclue. Le but essentiel est d'avoir pour partenaire un dirigeant qui a tous les moyens nécessaires en matière de propriété du capital pour mettre en œuvre ses décisions tant stratégiques que de gestion et qui,

en outre, a un intérêt direct dans la bonne performance de l'entreprise. Sont ainsi exclues des cibles potentielles : les coopératives, toutes les filiales de groupes (tant français qu'étrangers), toutes les entreprises franchisées ; il s'agit ici de rechercher des entreprises indépendantes, maîtresses de leur destin. Le secteur de la haute technologie est le seul secteur qui soit explicitement écarté, alors que tous les autres sont potentiellement éligibles et ce quelle que soit leur bonne santé économique. De fait, la cible n'est pas n'importe quelles entreprises dans un secteur économique en croissance, mais la (ou les) bonne(s) entreprise(s) en croissance dans n'importe quel secteur.

D'autres critères simples, notamment de taille de l'entreprise ou de montant des participations possible, entrent en ligne de compte : les entreprises de moins de 5 millions d'€ de chiffres d'affaires ou de plus de 100 millions sont hors du spectre recherché et seules les participations comprises entre 500 000 et 15 millions d'€ sont envisagées sans le recours à une syndication. Le secteur géographique est un autre critère de sélection, même si l'aire concernée s'est agrandie au long de l'histoire de CIA passant de trois régions à la moitié de la France. Ces critères permettent avant tout à CIA de se situer par rapport aux différents acteurs tant nationaux que régionaux.

La cible est donc la suivante : l'entreprise indépendante, sur un secteur géographique délimité, dirigée par un chef d'entreprise majoritaire, ayant démontrée par le passé sa capacité à la faire croître, quel que soit son secteur d'origine. Ce profil type de l'entreprise idéale est parfaitement partagé par l'ensemble des directeurs de participations qui soulignent la grande finesse du « tamis » au travers duquel les partenaires potentiels sont sélectionnés. De l'application drastique des critères mentionnés précédemment résulte une segmentation du marché du capital investissement d'où ressort nettement l'image du client particulièrement ciblé par CIA. Dans le cas de CIA, la sélection minutieuse vise à trouver des dirigeants qui aient des intérêts quasi identiques à ceux de l'investisseur, dans la mesure où les dirigeants recherchés sont directement intéressés à la valorisation de leur entreprise qui constitue également l'essentiel de leur patrimoine. Dès lors, dans ce cas, le principal s'assure de l'alignement de ses intérêts avec ceux du dirigeant dans la mesure où il y a identité entre les deux. Dans une telle configuration, la posture d'actionnaire minoritaire prend moins d'importance.

5.1. 2. L'artisanat maîtrisé du repérage au cœur du travail des DP

Les critères d'élection précisés, il reste à décrire les moyens mis en œuvre pour les appliqués. Pour l'essentiel, ces moyens sont simples... simples, mais souples, efficaces et

relativement économes en ressources à mobiliser. Les investisseurs y dédient l'essentiel de leur attention et de leur temps (60% selon les estimations de nos interlocuteurs). La phase de « prospection » se fonde sur deux ressources : l'information publique et les réseaux de professionnels.

En matière d'information publique, les ressources privilégiées par les investisseurs sont les quotidiens économiques nationaux (*Les Echos, La Tribune*), régionaux (les différents quotidiens des régions couvertes), mais aussi les magazines économiques (notamment *L'Usine Nouvelle*) et l'ensemble des publications émanant de tout organisme local diffusant des informations sur l'activité économique locale (les bulletins ou lettres d'informations des CCI, d'associations ou clubs patronaux). La « lecture des journaux » est une phase essentielle de la prospection et permet tant de se renseigner sur l'évolution d'une entreprise cible que d'en débusquer une nouvelle. Toute information intéressante ainsi trouvée donne lieu soit à une prise de contact directe (appel téléphonique) soit à l'envoi d'un courrier de prospection, les deux démarches visant à obtenir un rendez-vous de prospection.

A côté de cette prospection directe, les directeurs de participation portent une attention soutenue à la prospection indirecte, à savoir à l'entretien de leurs relations avec un ensemble des professionnels proches du tissu économique régional. Les experts-comptables, les commissaires aux comptes, les avocats d'affaires, les conseils en entreprises, ainsi que les juristes et les cabinets de fusion-acquisitions sont régulièrement contactés et démarchés, ceci afin de faire connaître CIA, ses capacités, les participations réalisées, etc. La prospection indirecte permet une économie par rapport à la prospection directe, dans la mesure où ces intermédiaires ont une connaissance des besoins et projets des entreprises pour lesquelles ils travaillent. Le but explicite des investisseurs de CIA est d'être cité comme partenaire potentiel ou mieux encore d'être contactés par ces intermédiaires dès que ceux-ci ont connaissance d'un « sujet capital » chez l'une des entreprises avec qui ils travaillent. Avoir de bonnes relations avec ces prescripteurs permet aux investisseurs d'accéder à une information privilégiée et rare. Même si ces dernières années, la mise en concurrence systématique a gagné du terrain, 90% des opérations continuent à se faire de gré à gré, selon les estimations fournies par nos interlocuteurs, ceci permettant de rendre compte de l'importance de construire et d'entretenir un réseau de prescripteurs.

Les moyens mis en œuvre dans le repérage des entreprises cibles sont donc à la fois simple et fondés sur des réseaux de relations. Il n'y a pas ou peu, ici, de bases de données, d'études de marché complexes et approfondies. L'apparent simplicité de ces moyens reste relative car, s'il y a peu d'outils mis en œuvre, ils se fondent d'une part sur des relations

tissées depuis 30 ans sur un territoire, qui s'il s'est étendu est resté fondamentalement le même, avec des investisseurs quasi-identiques et d'autre part sur un turn-over des DP quasi nul, les nouveaux intégrés connaissant souvent leur région d'exercice ou ayant au moins une expérience du secteur du financement d'entreprise. Les nouveaux venus sont en outre spécialisés sur un territoire et parrainés par un ancien investisseur, avec pour objectif de constituer et d'entretenir des réseaux de prescription forts.

« Nous étions auparavant une collection d'individus autonomes travaillant pour eux-mêmes et on a essayé depuis une dizaine d'année de transformer cette collection d'individus en une société cohérente agissant collectivement pour chasser de façon organisée, en meutes. » (E9)

5.1. 3. Le temps long de l'approche : soigner le contact

Disposer d'une cible clairement définie et de pratiques éprouvées pour son repérage permet de constituer un « vivier d'entreprises cibles », qui évolue dans le temps, mais lentement. Ce vivier est de petite taille : selon les estimations il va de quelques dizaines d'entreprises par départements couverts, à globalement 2000 entreprises intéressantes sur l'aire géographique prospectée. Une fois ce travail, essentiellement solitaire, mené par les directeurs de participation, l'étape de prise de contact avec les entreprises cibles commence. L'objectif est alors d'estimer les possibilités effectives de prises de participations au-delà de l'adéquation avec des critères jusqu'alors appliqués à distance. Une fois le premier rendez-vous réalisé un nouveau tri à lieu entre (i) les entreprises repérées finalement peu intéressantes, (ii) celles dans lesquelles un « sujet capital » existe et peut donner lieu à une prise de participation possible à brève échéance (de quelques semaines à quelques mois) et (iii) celles qui sont intéressantes, mais dans lesquelles il n'y a pas de « sujet capital » à court terme, et pour lesquelles il faut donc organiser une veille sur un temps indéterminé et *a priori* long. C'est ce dernier cas qui nous intéressera ici, le second étant traité en (5.2).

L'enjeu pour tout directeur de participation, comme pour l'entreprise CIA, est, outre de correctement « sortir » des participations existantes, de réaliser de nouveaux investissements. Cet enjeu est étroitement lié à l'entretien de liens avec les cibles potentielles, comme avec les prescripteurs, ceci afin d'avoir l'assurance d'être informé de tout sujet capital émergent. Il s'agit ici de pouvoir accéder à une information rare : un dirigeant qui envisage d'ouvrir le capital de son entreprise... et d'en être informé le premier, ou au moins le plus rapidement possible, et idéalement sans mise en concurrence. Les investisseurs de CIA s'efforcent de se mettre dans une telle position. A cette fin, ils mettent en œuvre un moyen essentiel, et là encore simple : la prise de contact téléphonique ou le rendez-vous régulier, liés

soit à une démarche propre à l'investisseur soit à la prise de connaissance d'une évolution de l'entreprise cible, lue dans la presse ou transmise par les prescripteurs. Il s'agit en fait de saisir toutes les occasions d'entrer de nouveaux en contact avec le dirigeant de l'entreprise cible pour s'entretenir du devenir de l'entreprise (projet de croissance, investissements projetés, lancement de nouveaux produits, etc.), ceci en lui faisant bénéficier, à titre gracieux, et uniquement au titre du développement d'une relation qui se veut privilégiée, des conseils, des relations ou de l'expérience de CIA en matière de développements des entreprises. Il s'agit aussi *via* l'entretien de ces liens faibles d'acclimater le dirigeant avec l'idée d'une ouverture de capital et de l'inciter, le cas échéant, à choisir CIA.

« Si je discute avec le dirigeant depuis 10 ans, à prix égal il me choisit (rires) voilà ! [...] A nous d'être suffisamment présent pour éviter la plus grosse compétition possible. » (E6)

Les efforts consentis pèsent sur l'entreprise et sur le travail des directeurs de participations. Ces démarches sont coûteuses, en termes de temps consenti par les directeurs de participation pour garder le contact et répondre aux préoccupations des dirigeants. Pourtant, elles sont vues comme fondamentales et comme un investissement à long terme, un détour productif qui s'il est onéreux à court terme, portera ses fruits quand un sujet capital émergera dans l'entreprise suivie.

5.2. UNE DECISION COLLECTIVE POUR LIMITER LES ERREURS D'APPRECIATION

Après la prospection débute la phase d'évaluation de l'entreprise et de négociation avec son dirigeant, phase qui débouche soit sur un rejet du projet d'investissement – par CIA ou le dirigeant –, soit sur une décision d'investissement matérialisée par la signature d'un pacte d'actionnaires. Deux points sont ici significatifs : la décision d'investissement est portée par une organisation collective du travail et les échanges avec le dirigeant visent à le tester tant du point de vue de ses compétences de manager que de ses capacités à accepter les attentes d'un investisseur.

5.2.1. Organiser collectivement l'évaluation et la décision

Evaluation d'une entreprise et décision d'investir sont considérées ensemble car elles sont indissociables : la décision d'investir émerge au fur et à mesure du processus d'évaluation collectif. En outre, si l'identification d'un prospect relève d'une démarche individuelle (voir 5.1.), l'évaluation de l'entreprise implique tous les salariés de CIA.

Toute visite au sein d'une entreprise donne lieu à la rédaction d'une note et ce d'autant plus s'il s'agit d'une nouvelle entreprise au sein de laquelle un « sujet capital » s'est révélé. Dans un tel cas, le contact donne rapidement lieu à des discussions entre les deux membres du binôme, la note étant ensuite rédigée en intégrant une première préfiguration du type d'offre envisageable et le cas discuté en réunion commerciale. Cette réunion est l'occasion d'une discussion ouverte entre directeurs de participation sur le cas proposé, sur la base des échanges provoqués et de la note diffusée. Le directeur de participation y trouve matière à approfondir la proposition à faire auprès du dirigeant, ainsi qu'un inventaire des points à éclaircir plus avant dans ses futurs contacts. De fait, le même cas est en général discuté dans plusieurs réunions commerciales avant d'être considéré comme pouvant faire l'objet d'un comité d'investissement, certaines pouvant ne jamais y accéder. Une fois le cas considéré comme suffisant exploré et aboutissant sur un « schéma de participation » satisfaisant, un comité d'investissement est convoqué pour échanger une dernière fois sur la proposition d'investissement avant qu'elle ne fasse l'objet d'un vote pour la transformer en décision d'investissement. Une fois la décision officiellement prise, une lettre d'intention (*letter of intention*) est rédigée et le processus de due diligences déclenché. Suite à ce processus et à condition qu'aucune (mauvaise) surprise ne se fasse jour, le pacte d'actionnaire est négocié et rédigé et la participation effective.

La rapide description du processus de décision de prise de participation laisse apparaître sa nature fortement collective, qui a pour fonction d'une part d'organiser une prise de recul par rapport à un projet d'investissement donné et d'autre part d'organiser le partage d'expérience et la circulations d'information au sein de CIA. Elle permet également de parfaire la personnalisation de l'offre. Le travail en binôme et la confrontation des points de vue, les questions critiques des pairs, en réunion commerciale principalement, permettent de préserver le jugement critique sur l'entreprise, en résistant aux tentatives de « séduction » des dirigeants et en limitant la tendance naturelle des capitaux investisseurs à « tomber amoureux » du dossier sur lequel ils travaillent depuis des mois voire des années.

« C'est aussi pour ça qu'on a mis en place des réunions commerciales, parce que ça nous permet... quand on est, enfin la personne qui s'investit sur le dossier, elle a par définition moins de recul ou d'objectivité sur son dossier puisqu'elle s'est impliquée, elle a rencontré le dirigeant, elle est la seule à avoir fait, c'est essentiel mais pour le coup très subjectif, donc d'échanger en amont avec l'équipe qui, par définition, est objective sur un dossier qu'elle découvre et, pour lequel elle n'a pas rencontré le dirigeant, ça permet justement soit de se poser de nouvelles questions, soit de refermer un dossier parce qu'on sent que c'est trop, que c'est pas assez dans l'épure... » (E4)

Sachant que le turn-over est très faible chez CIA, le stock de connaissances en matière d'investissement possédé par chaque individu est élevé, et l'organisation de la décision d'investissement cherche à les capitaliser, les collectiviser et les diffuser. Le grand nombre de dossiers traités renforce ces connaissances. Ces connaissances ne se fondent pas sur des métiers particuliers mais sur une vaste connaissance des facteurs pouvant engendrer une dégradation des performances économiques des PME cibles, quel que soit leur secteur d'activité. Ces connaissances se fondent en outre sur la mobilisation d'un réseau d'experts extérieurs à CIA permettant de compléter et de recouper les informations et les connaissances détenues par les DP.

L'organisation collective de l'évaluation et de la décision d'investissement a émergé dans le temps, notamment en réponse à la nécessité d'intégrer de nouveaux investisseurs pour accompagner la croissance de l'activité. Ainsi, les faiblesses que pourraient être la non spécialisation sectorielle, le statut de minoritaire, le spectre d'investissement géographiquement limité et l'importance du nombre de participations par DP, s'avèrent être une force pour CIA. Elles ouvrent en fait l'accès à un réseau local dans lequel circule une information rare et pertinente qui permet aux DP de porter un jugement rapide et fiable sur l'entrepreneur et de pouvoir se passer de dispositifs d'évaluation plus formels.

5.2.2. Repérer les bons managers, comprenant les investisseurs

La phase d'évaluation/négociation est un moment sensible, primordial et complexe. S'y déploie un jeu subtil marquant la naissance d'une relation avec le dirigeant, que les investisseurs souhaitent la plus coopérative possible. Durant cette phase, chacune des deux parties s'observe intensément et construit son jugement sur l'autre. Cette étape étant considérée comme marquant de manière durable la forme que prendra la relation entre les partenaires dans l'avenir, il est primordial aux yeux des investisseurs qu'elle « ne laisse pas de trace », c'est-à-dire ne soit le théâtre d'aucun conflit qui pourrait gangrener la qualité de la coopération future. Eviter le conflit est pourtant une tâche complexe, du fait de la diversité des enjeux potentiellement contradictoires que cette phase met en jeu, et que les directeurs de participation s'efforcent de faire tenir ensemble. Il s'agit en effet à la fois (i) de séduire le dirigeant qui, en général, a le choix entre plusieurs offreurs de capitaux, mais aussi (ii) de comprendre ses attentes et ses propres enjeux, (iii) d'évaluer l'entreprise et plus encore son dirigeant dans sa capacité à être un bon manager et à avoir un comportement coopératif avec l'investisseur, et enfin (iv) de défendre ses propres intérêts de principal en quête d'un profit

financier, ce qui implique de ne pas payer trop cher les parts du capital de l'entreprise afin de ménager les profits réalisables lors de la sortie.

Dans cette perspective, des ratios économiques et financiers de bons niveaux sont bien sûr nécessaires pour initier toute possibilité de prise de participation (voir partie 5.1.), mais ils sont loin d'être suffisants, car encore faut-il que les directeurs de participations soient convaincus d'une part des capacités managériales du dirigeant et d'autre part des capacités de ce dernier à interagir avec des investisseurs. L'évaluation de la capacité du dirigeant à créer du profit économique est relativement simple, dans la mesure où les DP naturalisent les qualités entrepreneuriales - au sens kirznérien de détection et d'exploitation d'une opportunité sur un marché, engendrant la réalisation d'un profit (Kirzner, 1973). A leurs yeux, ces qualités sont intrinsèques et stables. Il existe ainsi des dirigeants qui « savent » gagner de l'argent et d'autres pas, et cette qualité tend à être stable dans le temps.

« Ce qu'on cherche à avoir nous, c'est des dirigeants qui savent gagner de l'argent, historiquement déjà dans les chiffres on le voit, il y a des dirigeants qui savent et d'autres qui savent beaucoup moins, donc déjà c'est le premier critère. » (E5)

Dans cette perspective, les caractéristiques intrinsèques du marché de l'entreprise n'intéressent pas les DP car le marché en soi ne constitue pas un critère. Seule la capacité du dirigeant à prendre des parts sur un marché donné est pertinente pour eux et signe de la compétence managériale propre du manager. Les DP n'évaluent ainsi pas de manière poussée le marché, délèguent en partie leur jugement au dirigeant, et se contentent d'évaluer s'il existe des variables contingentes, potentiellement appelées à se modifier, qui permettent d'expliquer une bonne performance économique passée du dirigeant. En parallèle, les investisseurs vérifient que le dirigeant saura coopérer avec eux, c'est-à-dire qu'il comprendra et acceptera les contraintes et les objectifs de ses investisseurs, notamment la volonté de réaliser un profit financier (TRI), ceci supposant d'être informé dans les grands lignes de l'activité, des résultats de l'entreprise, via notamment des systèmes de *reporting* comptables et financiers. La capacité du dirigeant à coopérer avec CIA est d'autant plus importante qu'elle crée la possibilité de création de valeur financière : le scénario idéal pour l'investisseur est en effet de s'associer à un dirigeant aux cotés duquel il pourra recomposer la structure du capital (par exemple en sortant, puis entrant dans la foulée) et maximiser ainsi son profit financier, tout en s'assurant des profits futurs grâce au maintien de la relation. Pour jauger les qualités de coopération de l'entrepreneur, les directeurs de participation déploient un jugement fortement intuitif, reposant sur des indices qui émergent de l'interaction avec le dirigeant dans la phase d'évaluation-négociation de l'entreprise. Par exemple, un dirigeant qui dit faire une ronde le

soir pour vérifier que toutes les lumières sont éteintes et qui cherche à modifier son processus industriel pour diminuer les chutes, laisse envisager aux investisseurs un entrepreneur économe, chassant le gaspillage, et donc capable de générer du profit industriel. Afin de limiter les risques d'erreur, les investisseurs mobilisent leurs riches réseaux locaux pour vérifier les informations sur lesquelles ils ont des doutes ou pour les compléter.

« Après, c'est notre chance d'être investisseur régional, si on a un doute sur un dirigeant, on peut chercher à confirmer, infirmer, corroborer ce qu'il nous a dit et à se renseigner sur le dirigeant par ses fournisseurs, ses clients, ses relations bancaires. » (E3)

Au cours de ce processus, certains indices agissent comme des critères éliminatoires, entraînant un retrait de CIA. Ainsi, un dirigeant qui refuse de fournir des informations sur ses comptes, qui fournit sciemment des informations erronées, qui refuse catégoriquement une exigence de l'investisseur, ou qui s'avère avoir une philosophie trop sociale en matière de redistribution de profits et ne laissant pas de place à un partenaire financier, cessera d'intéresser CIA.

« [...] il y avait des informations comme ça un peu, enfin très importantes, dont on n'avait pas eu connaissance, donc ça veut dire que les entretiens qu'on avait fait au fur et à mesure avec lui, jamais on n'avait jamais parler de ce point là, c'est vraiment un problème, et ça veut dire que le dirigeant n'était pas transparent avec nous [...], donc on a arrêté l'opération, ça s'annonçait comme une très bonne opération, mais ces points là sont très importants... » (E5)

5.2.3. Personnaliser l'offre pour séduire

CIA dispose de quatre éléments factuels de différenciation par rapport à la concurrence : son expérience très vaste dans l'accompagnement des entreprises de la région (150 participations annuelles, et plusieurs centaines depuis sa création) d'où découle un vaste réseau de prescripteurs ; une réputation et une visibilité, au moins régionale, très forte ; l'absence de limite temporelle à l'investissement (liée à son statut de SCR) ; et jusqu'à une période récente, sa capacité d'investissement facialement supérieure. Outre ces points, trois éléments supplémentaires sont déterminants, bien que moins perceptibles, pour séduire les entrepreneurs : (i) la forte personnalisation de l'offre, alliée à (ii) une forte réactivité et (iii) à une forme de « modestie attentive » cultivée à l'égard des dirigeants.

Les directeurs de participation se veulent capables de construire une solution de financement « sur-mesure » répondant aux attentes particulières de chaque dirigeant, sachant que le recours à un capital-investisseur peut obéir à des objectifs très hétérogènes de leur

part : développement de l'affaire, transmission à un enfant, sortie d'un actionnaire minoritaire rachat par un (des) manager(s) interne(s) ou externe(s), etc..

« Chaque opération est une opération particulière. L'investisseur qui fait bien son métier il va coller le plus possible à la problématique en face de soi tout en restant dans les règles. En restant dans ces schémas - dans ces règles - tant pour la qualité de nos cibles que pour le potentiel de TRI, car c'est quand même notre but principal. Il faut aussi savoir se montrer créatifs dans les montages. » (E 3)

L'organisation collective de la décision permet aussi d'accroître la créativité en matière en construction d'une offre, et donc la probabilité pour l'investisseur de réaliser un profit financier. Les options possibles en matière de combinaison sont discutées en réunion commerciale et raffinées au gré de la discussion collective. L'offre est aussi fortement personnalisée au sens où elle s'inscrit dans une relation entrepreneur-investisseur très personnalisée, spécifique aux individus qui la composent : c'est un investisseur qui investit dans un dirigeant, et un dirigeant qui choisit un (ou deux) directeur(s) de participation. Il découle de cette personnalisation une démonstration par l'investisseur d'un engagement d'ordre partenarial vis-à-vis de l'entreprise et non plus seulement d'ordre financier.

« Après ce qui fait la différence c'est beaucoup les individus. C'est ce qui va faire que le dirigeant va nous choisir par rapport à un autre. A condition financière égales, c'est le fit entre les individus qui compte. C'est extrêmement important. Vous inspirez confiance ou pas. Vous allez bien vous entendre ou pas. On parle de mariage, le pacte d'actionnaire c'est un contrat de mariage. » (E3)

Cette capacité à personnaliser l'offre de financement s'accompagne d'une grande réactivité, qui repose sur la simplicité (au moins apparente) des critères d'évaluation et sur la faiblesse (au moins apparente) de la formalisation des pratiques d'évaluation et de négociation. Ainsi, si les pratiques et procédures d'évaluation-négociation sont bien rodées et formalisées (voir partie 5.1. et précédemment), leur mise en œuvre est fortement idiosyncrasique, variant en fonction des entreprises, des deals (montants investis/risque) et des préférences des directeurs de participation. Cette organisation du travail réelle mais peu contraignante pour les DP engendre un avantage concurrentiel : elle permet de s'adapter aux aspirations des dirigeants, de proposer avant la concurrence une offre de financement personnalisée et de laisser penser au dirigeant qu'il aura à ses côtés un DP et une société respectueux de règles claires mais sachant trouver une liberté d'action et épauler rapidement le PDG si besoin.

« (...) quand on a réussi à convaincre un dirigeant d'entrer dans le capital de son entreprise c'est plus par sa façon d'être que par sa façon de faire. Donc, je pense que l'employeur apporte beaucoup dans la mesure où il participe à la sérénité du

directeur de participations, qu'il l'épanouisse, et c'est là qu'il le met en situation de décider - même s'il y a des comités à respecter - mais le prospect il sent bien tout de suite s'il a affaire à quelqu'un qui va décider, qui va l'assister, et je pense que plus on est bien dans sa peau plus on a de chances de remporter le challenge face à la concurrence. Si on n'est pas bien, si on est complètement crispé par des procédures ou je ne sais trop quoi, on est un peu moins performant. » (E8)

La personnalisation de l'offre s'accompagne d'un comportement des directeurs de participation, nourri de modestie et plus particulièrement de mise en avant du dirigeant et d'empathie à son encontre. Une telle approche constitue un puissant facteur de séduction auprès du dirigeant. Parce qu'il est minoritaire et non spécialisé sectoriellement, l'investisseur ne donne pas de leçon au PDG, et évite ainsi de le remettre en cause dans ses compétences et dans sa fonction de décideur. Ce savoir-être des investisseurs permet de rendre acceptables les quelques points délicats (la valorisation de l'entreprise, les conditions de la sortie et les objectifs de rentabilité) que l'investisseur doit négocier avec le dirigeant s'il veut s'assurer de générer le profit financier souhaité (autour de 15-20% de la mise de fonds initiale).

5.3. UN SUIVI PAR EXCEPTION POUR S'AJUSTER ET CONSTRUIRE UNE LEGITIMITE

Les directeurs de participations consacrent l'essentiel du temps laissé libre par leurs efforts commerciaux au suivi de leurs participations. Un déficit de taille consiste à peser sur certaines décisions relevant du seul pouvoir des dirigeants en dépit d'un poids limité dans le capital de la société. Comme le résume l'un d'entre eux : « *En tant que minoritaire on ne peut pas imposer par la force quoi que ce soit.* » (E8) Tous les DP se heurtent à une seconde difficulté majeure, celle de devoir partager leur temps entre un nombre important de participations (15 par DP en moyenne). Cette partie a pour objectif de décrire les moyens mis en œuvre par les investisseurs pour défendre leurs intérêts en dépit de leur position de minoritaires et des contraintes de temps liées à la taille importante de leur portefeuille.

5.3.1. Des interventions calibrées

L'engagement des directeurs de participations au coté des dirigeants prend la forme de rencontres formelles, au calendrier bien défini, auxquelles s'ajoutent des échanges plus fréquents et informels, le plus souvent à la demande des entrepreneurs. La variabilité du suivi, ou son dosage, en fonction des situations singulières et de leurs exigences, caractérise cet engagement.

« Une des forces [de CIA], c'est de pouvoir selon les dossiers, selon les situations, s'adapter un peu en fonction aussi selon les attentes du dirigeant, adapter son suivi, tout n'est pas figé dans un formalisme. » (E4)

Avec seulement 10 directeurs de participations pour accompagner de front environ 150 participations, il est impossible d'assurer un suivi comparable à celui communément exercé par les fonds d'investissement majoritaires. Dès lors, les DP adoptent une attitude de « laisser-faire », qualifiée de « hands off » ou de « sleeping » dans la profession, qui consiste à laisser carte blanche aux dirigeants. Le comportement par défaut des DP consiste donc à n'intervenir dans les décisions de gestion que par exception. Leurs principales interventions, dans le cadre du suivi, prennent place lors des rencontres formelles au calendrier établi. Il s'agit le plus souvent de réunions du comité de surveillance dont les DP sont membres et qui ont lieu trois ou quatre fois par an. Dans ces rencontres formelles sont abordés des sujets prédéfinis (principalement les résultats économiques et les décisions exceptionnelles) qui ne relèvent pas de la gestion quotidienne.

« On écrit noir sur blanc que le comité se réunira tous les 3 ou 4 mois pour traiter des sujets ayant trait au résultat, à l'évolution des activités, au bilan, aux marges, aux projets en cours [...] Pas les choses opérationnelles mais un peu exceptionnelles comme les décisions liées aux fermetures, aux licenciements, aux achats etc. On a un calendrier très précis. » (E3)

Si aucune information n'est interprétée par les DP comme le signal d'un risque encouru par l'entreprise, les investisseurs acceptent pour l'essentiel sans mot dire les décisions du dirigeant. Ils laissent à ce dernier toute latitude et lui renvoient volontiers l'image qu'ils perçoivent comme attendue d'eux, modulant leurs comportements en fonction de ces attentes. Le « laisser faire » s'exprime aussi par des exigences des DP en matière de « monitoring » des dirigeants relativement faibles et, là encore, adaptées au style et aux habitudes singulières du dirigeant.

« Ce qu'il peut y avoir entre l'investisseur et le chef d'entreprise est quand même lié au caractère du chef d'entreprise. Pas au nôtre car nous, notre métier, c'est de s'adapter à toutes les situations et à tous les comportements. [...] Donc, s'il n'y a pas de vrai problème à soulever, alors il faut dire « amen » à tout. [...] L'important, c'est que la participation va bien et voilà. [...] On est un peu des caméléons finalement. » (E6)

Aux rencontres régulières formelles s'ajoutent des échanges informels, spontanés, plus fréquents, qui surviennent dans deux cas de figure : une demande expresse du dirigeant et/ou une situation de crise. L'attitude des DP change radicalement lorsqu'ils ont le sentiment de faire face à une menace sérieuse sur les intérêts financiers de CIA. Quand un dirigeant accroît trop fortement sa rémunération au détriment des résultats de l'entreprise ou bien que certains choix sont jugés hasardeux, les DP font connaître leur position quitte à provoquer une sortie anticipée. Dans certaines situations exceptionnelles, comme l'apparition de menaces dans

l'environnement externe des entreprises de leur portefeuille, les investisseurs cherchent à se prémunir d'un risque de comportement peu performant du dirigeant et mettent en oeuvre des mesures à l'échelle de l'ensemble du portefeuille. Ainsi la crise économique sans précédent du deuxième semestre 2008 a conduit CIA à sensibiliser l'ensemble des dirigeants de ses participations sur la question de la trésorerie. Le caractère unique de cette initiative témoigne néanmoins que les démarches volontaristes des DP relèvent davantage de l'exception que de la règle de gestion.

Que ce soit dans les rencontres formelles prédéfinies ou en réponse aux sollicitations des entrepreneurs, les directeurs de participation réservent leurs conseils à deux domaines d'expertises : les problématiques de financement et le partage d'expérience en terme de développement d'entreprises. Les conseils financiers concernent la mise en oeuvre d'indicateurs de gestion pertinents (notamment les préoccupations pour l'EBITDA) ou de techniques financières particulières (par exemple, réflexion sur la déconsolidation d'actifs immobiliers, ou sur la manière de financer certains actifs). Les DP participent aux échanges stratégiques autour de secteurs d'activités et, surtout, de thématiques (par exemple, la croissance externe) qu'ils connaissent très bien du fait de leurs expériences dans d'autres sociétés ou de leurs relations avec de nombreux acteurs du métier. L'expérience des DP dans certaines entreprises leur fournit en effet un capital de connaissances qui s'avère très pertinent pour des dirigeants d'autres entreprises, car permettant une prise de recul sur les activités quotidiennes. La concentration du portefeuille sur une zone géographique restreinte facilite en outre ces transferts de connaissances et de savoir-faire entre dirigeants.

« On peut appliquer mutatis mutandis des recettes dont on a pu voir qu'elles marchaient ou qu'elles marchaient pas, on peut être des caisses de résonance d'expériences et les chefs d'entreprise apprécient assez ça. » (E9)

En revanche, les prises de position sur les sujets opérationnels restent anecdotiques et la grande majorité des questions ne relevant pas de problématiques financières ou stratégiques sont externalisées : elles sont traitées via un recours à des conseils extérieurs.

En fait, le ciblage des conseils est dicté par une crainte : être tenu pour responsable au côté du dirigeant en cas de difficultés. A défaut de pouvoir prouver n'avoir jamais participé aux décisions de gestion, CIA peut être condamnée à combler une partie des dettes contractées par l'entreprise dont elle détient une partie du capital.

5.3.2. Préparer les conditions de réalisation d'un profit financier

On croit réglée la question du droit des actionnaires à une part des plus-values proportionnelle à leur participation au capital. Nos entretiens montrent pourtant qu'il ne suffit pas d'avoir apporté de l'argent un jour à une entreprise pour s'assurer de conditions de sorties satisfaisantes et que le bien fondé de la rémunération prélevée par des actionnaires jugés « passifs » fait débat dans les PME étudiées. Les DP déclarent ainsi soigner leur image et tentent de coller aux attentes des entrepreneurs pour se ménager de bonnes conditions de sortie.

« Ce n'est pas parce qu'on a apporté de l'argent à un temps « 0 » qu'on est légitime. On a réussi un partenariat et on gagne la confiance du dirigeant mais il faut qu'on donne autre chose. Si on ne fait qu'apporter de l'argent, on n'est pas beaucoup considéré. » (E3)

Se montrer actif dans la phase de suivi, notamment en prodiguant les conseils ciblés pertinents précédemment décrits, est pour un DP une manière de préserver la légitimité de son exigence de profit financier au moment de la sortie. Ce comportement, et la légitimité qui en découle, permettent de limiter les risques d'opportunisme du dirigeant au moment de la sortie – par exemple, un dirigeant qui rachèterait les parts de son investisseur juste avant de céder la totalité de son entreprise à un repreneur, à un prix inférieur au prix auquel il revend ses parts.

« Le partage de la plus-value a un moment donné est toujours un moment délicat et il l'est d'autant moins qu'on a bien suivi la participation, [...] si on est resté un peu dans la passivité, la tentation est grande de modifier la part du gâteau. » (E8)

Ainsi, en dépit de l'absence de date explicite de revente des parts détenues dans les entreprises accompagnées, les DP de CIA travaillent quotidiennement avec le souci de préserver les conditions qui leur permettront de réaliser une opération financière profitable lors de leur sortie.

Les enjeux autour de l'image laissée au dirigeant lors de la sortie dépassent la relation bilatérale qui le lie aux DP. Les répercussions d'un éventuel conflit sont de nature à fragiliser le marché de niche sur lequel opère la société CIA en empêchant l'accès à de nouveaux dossiers.

« Une société de capital d'investissement qui a une très mauvaise expérience avec une entreprise dans des endroits comme [une région], je peux vous dire que c'est terrible. C'est le meilleur moyen de ne plus faire un deal pendant 10 ans car les dirigeants parlent entre eux. » (E6)

L'implantation régionale permet à CIA de se rendre visible sur une longue période de temps et ainsi de réduire l'incertitude quant à son comportement vis-à-vis de ses futures

participations. L'exposition de CIA sur le marché régional légitime également la parole des directeurs de participations qui se savent placés en un sens sous le regard de l'ensemble de leurs clients potentiels. Cette situation ne prévient pas l'émergence de tous les conflits mais il en dicte les modalités de règlement. En cas de désaccord profond avec un dirigeant, CIA aura ainsi tendance à éviter les risques de mauvaise publicité liée à un conflit et cherchera à sortir dans les conditions les moins défavorables possibles sans risquer l'opposition frontale, préservant ainsi des opportunités futures.

« On s'oppose très rarement au chef d'entreprise, quand ça va pas on préfère sortir et trouver des conditions de sortie que d'aller au conflit, le conflit chez nous se résout généralement par une sortie, » (E9)

La répétition des transactions avec les dirigeants et la volonté de CIA de souvent rentrer immédiatement dans le capital des entreprises dont elle vient de sortir renforcent le soin apporté par les DP au maintien de relations dépourvues de tension avec les dirigeants, y compris lors des phases de sortie. Cette aversion aux conflits encourage les directeurs de participation à faire des concessions, quitte à revenir sur certains points du pacte d'actionnaires, dans le but d'optimiser le retour financier sans tenir compte uniquement de l'opération en cours mais en intégrant également l'intérêt de CIA à plus long terme.

6. CONCLUSION

L'intérêt porté à des capitaux investisseurs, tenus à être minoritaires du fait du statut juridique de leur société permet de rendre compte des moyens mis en œuvre pour concilier leurs intérêts avec ceux de dirigeants majoritaires. Dans une telle configuration, le recours à des moyens coercitifs ou contraignants étant pour l'essentiel exclu, les acteurs mettent en œuvre des actions, qui ont toutes pour objectif premier de veiller à maintenir une bonne relation, la qualité de cette relation étant le meilleur rempart à toute tentation d'opportunisme. De fait, si en situation d'investisseurs minoritaires-dirigeants majoritaires, la répartition des ressources pertinentes apparaît déséquilibrer en faveur des derniers, les premiers ne manquent pas de moyens pour rétablir l'équilibre, ou au moins tenter de le faire. Les investisseurs en capital minoritaires sont ainsi amenés à appliquer des critères précis et nombreux pour sélectionner les entreprises dignes d'intérêt à leurs yeux et à développer une démarche commerciale de longue haleine visant à séduire le dirigeant. De même, la décision d'investissement mobilise tous les investisseurs en capitaux, ceci afin de maximiser la mise en commun des expériences et des critiques portées au projet d'investissement, et de veiller à la satisfaction de tous les critères d'élection. Enfin, le suivi de la participation, une fois

l'investissement fait, consiste à accompagner le dirigeant au gré de ses besoins et des risques éventuels, tant pour faire face à des difficultés immédiates que pour cultiver la légitimité des capitaux investisseurs à négocier des conditions de sorties financièrement rémunératrices. Le parti pris d'entrer dans le détail du travail des investisseurs minoritaires en capital, permet d'une part de rendre compte du poids de l'organisation collective dans leurs pratiques et de son importance et d'autre part de mettre à jour les mécanismes d'une influence réelle mais sans cesse négociée et respectueuse des rapports de force équilibrés en présence.

REFERENCES

- Amit, R., et al. (1990), Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing, *Management Science*, 36: 10, 1232-1245.
- Arthurs, J. D. et L. W. Busenitz (2003), The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28: 2, 145.
- Barney, J. B., et al. (1989), The Structure of Venture Capital Governance: An Organizational Economic Analysis of Relations between Venture Capital Firms and New Ventures, Best Papers Proceedings of the Annual Meetings of the Academy of Management, Washington, D.C.
- Bruton, G., et al. (1997), Venture Capitalsits and CEO Dismissal, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21: 3, 41-54.
- Busenitz, L. W. (2001), Signaling Theory and New Venture Evaluations, Paper Presented at the Babson-Kaufman Research Conference, Jonkoping, Sweden.
- Crozier, M. et E. Friedberg (1977), *L'acteur et le système - Les contraintes de l'action collective*, Paris: Seuil.
- Davis, J. H., et al. (1997), Toward a Stewardship Theory of Management, *Academy of Management Review*, 22: 1, 20.
- De Clercq, D. et H. Sapienza (2001), The creation of relational rents in venture capitalist-entrepreneur dyads, *Venture Capital*, 3: 2, 107-127.
- Dyer, J. H. et H. Singh (1998), The relational view: cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage, *Academy of management review*, 23, 660-679.
- Eccles, R. G. et D. B. Crane (1985), *Doing Deals: Investment Bank at Work*, Cambridge: Harvard University Press.
- Eisenhardt, K. M. (1989), Agency theory: an assessment and review, *Academy of management review*, 14: 1, 57-74.
- Eisenhardt, K. M. (1989), Building Theories from Case Study Research, *The Academy of Management Review*, Oct, 14: 4.
- Fox, M. A. et R. T. Hamilton (1994), Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory, *Journal of Management Studies*, 31: 1, 69-81.
- Friedberg, E. (1993), *Le pouvoir et la règle - Dynamiques de l'action organisée*, Paris: Seuil.
- Glaser, B. G. et A. Strauss (1967), *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*, London: Weidenfeld and Nicolson.
- Grant, R. M. (1996), Towards a knowledge-based theory of the firm, *Strategic Management Journal*, 17, 109-122.
- Kelly, P. et M. Hay (2001), Helping Hand or Watchful Eyes? An Agency Theory Perspective on Private Investor Involvement in Entrepreneurial Ventures, Paper Presented at the Babson-Kaufman Research Conference, Jonkoping, Sweden.

- Kim, C. W. et R. A. Mauborgne (1991), Implementing global strategies: The role of procedural justice, *Strategic Management Journal*, 12: 4, 125-143.
- Kirzner, I. (1973), *Competition and Entrepreneurship*, Chicago: Chicago University Press.
- Korsgaard, A., et al. (1995), The role of procedural justice in building commitment, attachment and trust in strategic decision-making teams, *Academy of management journal*, 38, 60-84.
- Landstrom, H. (1992), The Relationship between Private Investor and Small Firms: An Agency Theory Approach, *Entrepreneurship and Regional Development*, 4, 199-223.
- Langley, A. et I. Royer (2006), Perspectives on Doing Case Study Research in Organizations, *M@n@gement*, Special Issue « Doing Case Study Research in Organizations », 9: 3, 81-94.
- Mitchell, R. K., et al. (2007), The central question in entrepreneurial cognition research, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31: 1, 1-27.
- Osnabrugge, M. V. (2000), A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis, *Venture Capital*, 2: 2, 91.
- Sahlman, W. (1990), The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics*, 27, 473-524.
- Sapienza, H. J. et A. K. Gupta (1994), Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction, *Academy of Management Journal*, 37: 6, 1618.
- Sapienza, H. J. et M. A. Korsgaard (1996), Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations, *Academy of Management Journal*, 39: 3, 544.
- Tabourin, F. (1989), *Le capital risque en France. Principes et bilan*, Cahier de recherche Université Paris-Dauphine: 89-01.
- Wright, M. (2002), *Le capital-investissement*, *Revue française de gestion*, 141: 5, 283.