
Capital investissement : levier de financement pour les PME

Victor ADOHINZIN¹

Mots clés:

Capital investissement

Financement

PME

Bénin

RÉSUMÉ

Le capital-investissement est perçu comme un facteur d'accompagnement sur une durée déterminée d'une PME en leur apportant des fonds propres par la prise de participation minoritaire ou majoritaire du capital et des droits de votes (Trouche N., 2020). Ce travail de recherche a pour objectif de vérifier si les PME parviennent à améliorer leur fonction de financement en optant pour le capital investissement. Une étude basée sur des entretiens semi-directifs et utilisant la technique de boule de neige nous a permis de recenser huit (8) PME installées à Cotonou, Porto-Novo, Calavi et Dassa. Au sein de chaque PME, nous avons administrés un questionnaire à l'un des responsables de ces PME notamment le directeur administratif et financier ou le directeur/PDG. A travers les états financiers, nous avons appréciés les ratios de liquidités, de solvabilité et l'apport en capital de ses PME avant et après l'ouverture du capital. Les résultats montrent que le recours au capital investissement par les PME au Bénin entraîne une amélioration des ratios de liquidité, du ratio de structure financière et de l'apport en capital. Cet apport financier, reste une solution de financement, qui augmente la capacité des PME au Bénin à réaliser des croissances externes, de lever d'énormes capitaux étranger permettant de renforcer la structure financière de l'entreprise et par conséquent de développer la trésorerie à court terme pour améliorer la gestion de l'exploitation.

© 2024 RAG – Tout droit réservé.

Adresse de correspondance des auteurs :

1. Docteur en Sciences de Gestion au Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG), E-mail : Kevin.adje@cesag.edu.sn

2. Professeur Agrégé en Sciences de Gestion au Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG), E-mail : bertin.chabi@cesag.edu.sn

INTRODUCTION

Le développement d'une entreprise passe par des activités d'innovation et de diversification nécessitant des ressources financières. Ainsi l'accès à financement constitue un facteur déterminant dans le développement d'activités économiques créatrices de valeur ajoutée et génératrices d'emplois et donc de revenus (Amavi, 2014). Or l'octroi de crédit par les banques suppose une confiance en la capacité de l'emprunteur à faire face au service de la dette. Les exigences du système bancaire classique rendent l'accès aux crédits difficiles voire impossible aux opérateurs des PME béninoises qui occupent quoi qu'on veuille une bonne partie du tissu économique du pays (Zinsou, 2021). On peut soutenir que les PME ont un rôle important à jouer dans le développement d'une économie, car elles contribuent au développement économique des pays en développement et des pays développés. Les PME contribuent également à la création d'emplois et à la création d'un vivier d'entrepreneurs, en tant qu'un centre de génération d'investissements et de développement technologique et constituent les sources du commerce intérieur et international.

Néanmoins, ces PME sont confrontées à des difficultés dès qu'il s'agit de satisfaire leurs besoins financiers. En effet, il existe un décalage entre les caractéristiques de fonctionnement des PME et les exigences des intermédiaires financiers «< les banques >». L'une des contraintes fondamentales des PME est la réticence de certains bailleurs de fonds à leur prêter leur concours financier du fait qu'elles sont encore jeunes, donc vulnérables. La difficulté de financement est tellement persistante que certains auteurs (Gueye, 2010) traitent les banques de frileuses tandis que d'autres comme Le Noir (2010) pensent qu'il faut absolument développer des moyens spécifiques de financement de cette clientèle particulière au lieu de vouloir à tout prix que la banque déforme sa structure classique pour s'adapter entièrement à la PME.

La grande importance que le Bénin accorde à la question de financement des PME peut se lire à travers la création d'une Agence Nationale pour la Promotion des Petites et Moyennes Entreprises (ANPME), de divers programmes (par exemple le fond d'appui aux jeunes entrepreneurs, amélioration de la taxation des PME) de renforcement de la croissance des

PME. Cette importance que le gouvernement accorde au financement des PME n'est pas sans intérêt.

Dans ce contexte de ralentissement persistant de la croissance, le capital-investissement est perçu comme un facteur d'accompagnement sur une durée déterminée d'une PME en leur apportant des fonds propres (prise de participation minoritaire ou majoritaire du capital et des droits de votes) (Trouche, 2020). Depuis 2010, les capital-investisseurs ont développé une branche « dette privée », offre similaire à ce que peut proposer une banque classique, avec possibilité d'un différé. Dans l'activité du capital-investissement par l'investissement en prise de participation en capital, les fonds d'investissement, les sociétés publiques ou privées 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 réfléchiée et analysée, qu'elle soit minoritaire ou majoritaire.

Le capital-investissement constitue une alternative au financement par dette des entreprises, ou bien l'introduction en bourse (Chouzo, 2019). Une opération de capital-investissement aura pour but de renforcer les fonds propres d'une entreprise en rétablissant les équilibres bilanciels entre dettes et capitaux propres, ou bien financer les projets de croissance des entreprises. Selon cet auteur en France, le capital-investissement représente le carburant des PME qui assurent l'emploi et le dynamisme du pays.

Au Bénin, les PME béninoises à fort potentiel de croissance se caractérisent par un risque élevé d'insolvabilité. Celles qui se concentrent principalement sur un secteur d'activité spécifique, comme les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) ou les industries médicales, agrolimentaire, pétrolier biotechnologiques sont particulièrement risquées par nature. Ces PME font face à un coût de financement lié à leur risque. Malgré des projets innovants, les PME béninoises ont du mal à obtenir les prêts bancaires nécessaires et

l'innovation s'accompagne de risques. Pour Cherif (1999), plusieurs raisons justifient le fait que les PME soient plus risquées que les grandes entreprises. Une première est le risque opérationnel (associé à l'entreprise). Pour lui, plus la taille de l'entreprise est petite, plus ce risque est grand. Ce risque affecte la rentabilité de l'entreprise ainsi que le bénéfice d'exploitation. Une deuxième raison est l'asymétrie d'information due au manque de communication et d'échange d'informations entre l'entreprise et les investisseurs potentiels.

Les PME majoritairement n'étant pas en mesure de fournir des garanties n'ont pas accès aux méthodes de financement traditionnelles, qu'il s'agisse de financement par capitaux propre et/ou bancaires. Les PME, dirigées le plus souvent par un actionnaire historique occupant également le poste de dirigeant et peut s'agir même du fondateur, constituent la charnière du développement économique de par leurs contribution à plus de 60 % du PIB (INSaD, 2020).

L'objet de cette recherche est d'appréhender la relation qui existe entre le capital-investissement et la fonction de financement des PME. Ainsi, nous formulons la question de recherche suivante : quelle relation existe entre le capital-investissement et la fonction de financement des PME ? Cette recherche s'appuie sur une méthodologie quantitative et structurée en quatre sections. Cette recherche est structurée de la manière suivante. Dans un premier temps nous présentons la revue de littérature, la méthodologie de recherche ; la discussion des résultats et enfin la conclusion.

1. Revue de la littérature

1.1. Les enjeux du capital investissement pour les PME

Selon Pensard (2007), le capital risque est considéré comme un vaste sous compartiment du capital investissement. Selon Mull (1990), le capital investissement se réfère à la situation d'une entreprise qui fournit le risque, qui transfère de compétences, qui participe activement à la gestion de l'entreprise. Ainsi, 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. 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 dégagne 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 PME, 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 PME 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 existant 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.

1.2. Les indicateurs d'appréciations du capital investissement

La recherche sur le capital-investissement s'est intéressée à qualifier l'impact réel du capital investissement sur la croissance à travers des études quantitatives reprenant les cadres économiques. Les données utilisées proviennent de bases de données ou de sondages. La majorité de ces recherches visent ainsi à établir des corrélations ou des causalités entre la présence de capital-investisseurs et l'évolution d'indicateurs de performance des entreprises investies. Deux approches sont utilisées : d'une part, un suivi de l'évolution de la variation de la performance intrinsèque de l'entreprise investie avant et après la prise de participation, d'autre part, des comparaisons, souvent sectorielles, avec des entreprises non soutenues par le capital-investissement (i.e. entreprises indépendantes ou marchés boursiers) afin d'isoler les effets de conjoncture de l'influence de l'investisseur. Ce champ est majoritairement constitué d'études économétriques, peu d'articles explorent en profondeur les leviers de création de valeur utilisés. Les analyses se font principalement selon trois variables : les résultats financiers, la productivité et l'emploi.

Malgré l'article fondateur de Jensen intitulé « Eclipse of the public corporation » (Jensen 1989) présentant le capital-investissement comme la forme de gouvernance la plus efficace, l'ère de raids hostiles qui a accompagné l'essor du buyout dans les années 80, a contribué à forger un imaginaire collectif extrêmement négatif autour des performances sociales du buyout et de son influence sur la pérennité des entreprises soumises à d'importants leviers de dette.

Une première interrogation porte donc sur l'effet du buyout sur la pérennité de la croissance des résultats financiers et de la productivité de l'entreprise investie. En théorie, le buyout est

un instrument permettant la réallocation de ressources disponibles pour une maximisation de leur usage. La vaste majorité des recherches produites sur les deux premières vagues de buyout (années 80 et années 2000) conclut à une amélioration de la productivité et des résultats financiers (Cumming, Wright et al. 2007, Kaplan and Stromberg 2009, Guo, Hotchkiss et al. 2011) sur les années suivant l'investissement. Cependant, croissance de rentabilité post-investissement n'implique pas nécessairement croissance à long terme pour l'entreprise. En fonction de la politique de redistribution, elle peut par exemple alimenter des gains supplémentaires pour les actionnaires, des salaires plus élevés, un ré-investissement, etc.

Le second axe de recherche s'intéresse à l'impact sur l'emploi. Suite aux pratiques de dépeçage en vogue à ses origines, le buyout a largement été accusé par les médias et les syndicats de nuire à l'emploi et aux salaires. Cette question s'inscrit au cœur de débats politiques, notamment dans les années 2000 (House of Commons Treasury Committee 2007, ITUC International Trade Union Confederation 2007), faisant croître la menace d'un accroissement de réglementation de ces opérations. Contrairement à ces accusations, les recherches académiques autour de l'impact du buyout sur l'emploi, autant en quantité qu'en qualité, se révèlent plus nuancées. La majeure partie des articles portent sur le premier cycle du buyout aux Etats-Unis dans les années 80 (Kaplan 1989, Lichtenberg and Siegel 1990, Smith 1990, Opler 1992) et la période 1990-2003 au Royaume-Uni (Wright and Coyne 1985, Goergen, O'Sullivan et al. 2014). Plusieurs revues de littérature dressent des conclusions similaires: le buyout accroît significativement la rotation des salariés mais son impact net sur l'emploi s'avère limité (Kaplan and Strömberg 2009, Wright, Bacon et al. 2009, Wright, Gilligan et al. 2009, Goergen, O'Sullivan et al. 2011, Tåg 2012). Concernant les Etats-Unis, S. Kaplan montre en 1989 que la masse salariale post opérations de buyout (going private management buyout) augmente mais moins que la moyenne de l'industrie (Kaplan 1989). Par la suite, ce résultat n'est pas démenti mais précisé. Des recherches ultérieures montrent qu'un effet négatif existe mais concentré sur les cols-blancs dont le nombre et les salaires diminuent (Lichtenberg and Siegel 1990), les transactions public-privé et les secteurs de la distribution et des services (Davis, Haltiwanger et al. 2008, Davis, Haltiwanger et al. 2014). Concernant le Royaume-Uni, les nombreux articles de M. Wright décrivent aussi des effets légèrement

positifs ou peu significatifs (Bruining, Wright et al. 2005, Amess and Wright 2007, Amess and Wright 2012). R. Cressy apporte un nouvel élément en analysant les effets à court et long termes et conclut que l'assainissement des premières années laisse place à des emplois en plus grand nombre par la suite (Cressy, Munari et al. 2011, Weir, Jones et al. 2013). Le type de buyout provoque des effets différents. Ainsi, les MBO12 ont un impact positif alors que celui des MBI13 est négatif (Amess and Wright 2007, Goergen, O'Sullivan et al. 2014, Goergen, O'Sullivan et al. 2014). Dans une étude européenne, AK Achleitner et O.Kloeckner soulignent que la nature de l'actionnariat avant l'opération est aussi discriminante (Achleitner and Klöckner 2005). Ils montrent ainsi un effet allant de + 7,1% de croissance pour une entreprise familiale à - 3,8% pour un retournement. L'effet des buyout secondaires, des privatisations et des spin-off étant plus restreint (+1.6% à +3.4%). Les recherches s'étendent progressivement à d'autres pays, notamment en Europe et à des comparaisons en fonction de l'origine des investisseurs (nationaux ou étrangers (Olsson and Tåg 2018)). Deux articles révèlent la spécificité du cas français où la masse salariale augmente post-transaction (Boucly, Sraer et al. 2011, Guery, Stevenot et al. 2017). Ils l'expliquent par le large soutien de l'Etat aux acteurs du capital-investissement dans le pays qui influencerait la sauvegarde de l'emploi (Bacon, Wright et al. 2013). Les recherches sur l'évolution des salaires ou la modification des conditions de travail sont moins nombreuses mais concluent à un impact positif bien que dépendant aussi du type d'opération et du contexte national.

Toutefois, dépassé l'échelle de l'entreprise, vendre ne reflète pas forcément une destruction d'emploi tout comme acheter n'équivaut pas à une création (Appelbaum and Batt 2012). Ensuite, la plupart des données ne permettent pas de tracer l'interversion entre emplois à temps plein et temps partiel. Plus globalement, d'une part, la majeure partie des analyses quantitatives se réfère à des transactions de privatisation, notamment pour les périodes les plus anciennes, ce qui s'explique par la plus grande accessibilité des données. Or d'après les théories de l'agence (Jensen 1989), le passage du public au privé confère un atout significatif quant aux performances. Cependant, ce type d'opération est loin de représenter la majorité des investissements en buyout, notamment sur le dernier cycle (2012-2017) où il ne compte que

pour environ 10% (Wright, Amess et al. 2018). D'autre part, les recherches empiriques sont restreintes au niveau des zones géographiques et temporalité. Elles se concentrent majoritairement sur les Etats-Unis et le Royaume-Uni, plus succinctement sur l'Europe. La littérature sur les autres zones dont l'Asie, reste rare alors que les chercheurs s'accordent sur l'impact du contexte institutionnel. Malgré l'évolution des pratiques d'investissement, les analyses sur les périodes récentes dont l'après-crise de 2008, s'avèrent encore peu nombreuses. Enfin, les différences d'impact décelées en fonction de la nature des transactions (privatisation, secondaire, etc.) et du type d'acteurs (management, externes, etc.) suggèrent que toutes les logiques d'investissement ne sont pas motrices des mêmes types de croissance.

2. Revue théorique de la recherche

Plusieurs courants théoriques ont abordé la notion de capital investissement, dans cette recherche nous avons recours à la théorie de l'agence pour expliquer la relation entre actionnaire et investisseur étranger, la théorie de la confiance qui met en évidence la confiance entre le capital-investisseur et le dirigeant comme une conséquence positive sur la performance de l'entreprise. Enfin la théorie des contrats de Sahlman, (1990) comme un outil pour réduire les coûts d'agence. Il montre dans la relation capital-investisseur dirigeant, que la SCI va fournir l'effort maximal car une partie des bénéfices lui revient, et la rentabilité du fonds dépend uniquement de la performance de ses entreprises.

2.1. La théorie de l'agence

Les précurseurs de la théorie de l'agence sont Berle et Means (1932), qui s'intéressaient à la relation bipartite entre les dirigeants d'une entreprise et les actionnaires. Pour eux, lorsque ces deux personnes sont différentes, il y aurait une incapacité à satisfaire les intérêts des deux groupes. Mais c'est réellement Jensen et Meckling (1976), qui ont popularisé cette théorie. D'après ces auteurs, une relation d'agence est « un contrat dans lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage(nt) une autre personne (l'agent) pour réaliser une tâche en son nom, qui implique la délégation de l'autorité en matière de prises de certaines décisions de l'agent » (p306). Cette théorie caractérise la relation entre dirigeants et actionnaires. A

l'intérieur de l'entreprise, la délégation de décision à l'agent, c'est-à-dire le dirigeant, se fait dans un contexte d'information imparfaite. Toutes les organisations sont constituées d'un ensemble de contrats qui définissent les relations entre les acteurs. Dans ce contrat, il est inscrit que le but d'une entreprise consiste en la maximisation du profit pour l'actionnaire. En échange l'agent reçoit un salaire. Ainsi, dès le départ, il existe une divergence d'intérêts. En effet, l'actionnaire veut rentabiliser au maximum son investissement, son capital, tandis que le dirigeant est prêt à prendre plus de risques étant donné que le capital ne lui appartient pas, dans le but de recevoir les bénéfices de son action. Trois fonctions existent :

- la fonction de décision : le principal décide des finalités, l'agent va décider des actions à mener.

- la fonction de contrôle : le principal va contrôler les actions et la performance finale.

- la fonction risque : le principal risque son capital, l'agent risque ses compétences.

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

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

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

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

2.2. La théorie de la confiance

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

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

Cependant, les travaux de Charreaux, (1998), ont également travaillé sur les effets pervers de la confiance dans son modèle de valeur partenariale, et avance qu'il y a des coûts qui sont associés au mécanisme de confiance, alors qu'au départ, le but de la confiance est de réduire

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

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

2.3. La théorie du contrat ou pacte d'actionnaire

Le précurseur de la théorie des contrats est Sahlman, (1990). Il est le premier à avoir travaillé sur les contrats comme un outil pour réduire les coûts d'agence. Dans la relation capital-investisseur dirigeant, on sait que la SCI va fournir l'effort maximal car une partie des bénéfices lui revient, et la rentabilité du fonds dépend uniquement de la performance de ses entreprises. Mais pour être sûr que l'entreprise fournira de son côté un effort maximal, le contrat, ou pacte d'actionnaires, est un outil efficace. Un bon contrat est un contrat qui mêle incitation / surveillance / sanction. L'incitation se traduit par un mécanisme de compensation

efficace en fonction des résultats, la surveillance se fait via un reporting mensuel et obligatoire, et les sanctions sont appliquées si les résultats ne sont pas à la hauteur de ce qui avait été prévu initialement dans le contrat.

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

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

Concernant le conseil d'administration, ses missions sont d'embaucher le top management, les évaluer et les licencier si besoin. Il doit également ratifier les principales décisions

stratégiques. Les fonds possèdent la majorité des droits de vote dans 25% des cas, le fondateur dans 14% des cas et aucun des deux dans 61% des cas. La part des droits de vote augmente lorsque les résultats financiers se dégradent.

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

2. Méthodologie de la recherche de terrain

Cette partie expose les outils de collectes et de traitements des données relatives à cette recherche.

2.1. Mesure des variables de la recherche

Le capital investissement dans cette recherche est mesuré de façon dichotomique selon les travaux de Zinsou (2021). Il prend la valeur 1 si le propriétaire ou dirigeant obtient un financement par le capital investissement et la valeur 0 sinon.

Le financement est apprécié par les ratios suivants : Amélioration de la liquidité le Renforcement de la structure financière et l'apport en capital.

2.2. Outil de collecte des données

L'échantillon de notre étude a été obtenu par recensement en utilisant la technique de boule de neige. Elle nous a permis de partir d'une PME ayant recours au capital investissement dans la ville de Cotonou et d'obtenir après deux de recherche, huit (8) PME installées à Cotonou, Porto-Novo, Calavi et Dassa échantillon de cette recherche. Pour la collecte des données nous avons eu des entretiens semi-directifs et administrer un questionnaire à l'un des

responsables de ces PME notamment le directeur administratif et financier ou le directeur/PDG. Nous nous sommes intéressés aux PME ayant déjà exercées au moins deux ans avant d'avoir eu recours capital investissement. De ces PME nous avons reçus les états financiers sur quatre (4) années d'exercice, soit deux années avant et deux ans après l'ouverture du capital. A travers ses états financiers, nous avons appréciés les ratios de liquidités, de solvabilité et l'apport en capital de ses PME avant et après l'ouverture du capital. Nous avons eu des entretiens car il paraît pour nous une source de collecte d'informations fiables.

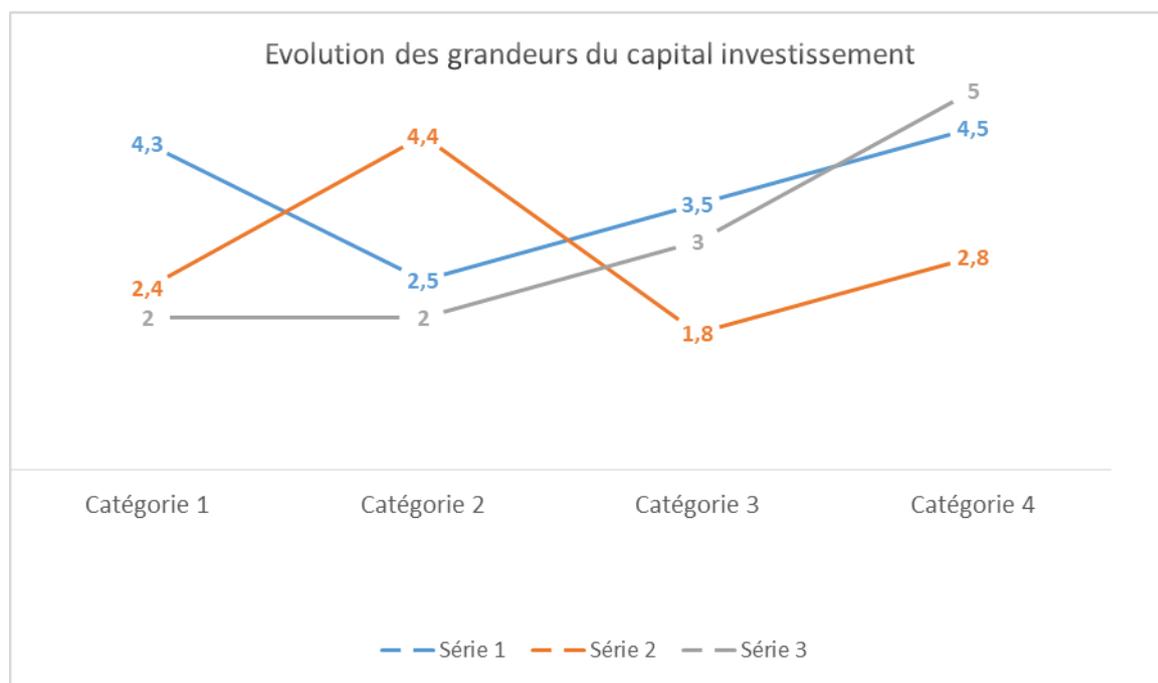
2.3. Outils de traitement des données

Après dépouillement manuel des questionnaires, les résultats chiffrés obtenus ont été compilés. Pour le traitement des données et le mode d'analyse des données, nous utilisons une analyse descriptive ou tri à plat. Ce traitement permet d'examiner les statistiques moyennes des items et des échelles.

Les outils d'analyse utilisés sont constitués du calcul des ratios de liquidités moyennes, du ratio solvabilité et l'apport en capital. Un classeur rassemble toutes les données collectées.

3. Résultats de la recherche

Cette partie de la recherche expose les résultats obtenus.



Source : nos resultats

Serie 1 : Amélioration de la liquidité

Serie 2 : Renforcement de la structure financière

Serie 3 : Apport en capital

Ce graphique montre que les trois graphes sont en dents de cie sur les années d’observations.

Elements		Situation avant le recours au capital investissement		Situation après le recours au capital investissement		Variation de N-2 à N+2
		N-2	N-1	N+1	N+2	
Amélioration de la liquidité	Liquidité immédiate moyenne	0,45	0,42	0,63	0,68	51,11%
	Liquidité réduite moyenne	0,51	0,54	1,13	1,05	105,88%

	Liquidité générale moyenne	0,87	0,78	1,42	1,56	79,31%
Renforcement de la structure financière	Ratio de structure financière moyenne	0,75	0,81	1,92	2,16	188%
Apport en capital	Augmentation du capital	-	-	115%	204%	204%

Source : nos résultats

L'analyse de ce tableau permet de comprendre que les ratios de liquidité se sont améliorés après le recours au capital investissement par ces PME. Ce qui traduit une amélioration de la liquidité de ces PME. De plus, on note une croissance du ratio de structure financière entre les années N-2 et N+2 accompagné d'une augmentation du capital après le recours au capital investissement. Ce qui explique un renforcement de la structure financière et un apport en capital induit par le recours au capital investissement.

4. Discussion des résultats

Discussion des résultats relatifs à l'effet du capital-investissement sur la liquidité de la PME

Les résultats de cette recherche en ce qui concerne le ratio de liquidité montrent que les PME avant de recourir au capital investissement ne sont liquides comme l'indiquent les ratios moyens de liquidité en année N-2 et N-1. Cependant on peut constater qu'après l'ouverture du capital, ces ratios de liquidité se sont améliorés ce qui a permis à ces PME d'être liquides en année N+1 et N+2. Cet apport financier, reste une solution de financement, qui augmente la capacité des PME au Bénin à réaliser des croissances externes et par conséquent, se développer en termes de trésorerie. Ce niveau de trésorerie à court terme peut améliorer la gestion de l'exploitation. Ce résultat va dans le même sens que celui de McKinsey (2018) qui avance que la quantité d'actifs sous gestion du capital investissement a augmenté sans discontinuer. Les capitaux levés atteignent des records en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Le capital-

investissement européen comporte une spécificité : les actifs sous gestion en buyout y sont largement dominants. Les analyses les plus récentes de Prequin, l'une des bases les plus reconnues pour l'information financière, valident ce constat à l'échelle mondiale et pour tout type de fonds de capital-investissement (Prequin 2018). Elles montrent en effet que les capitaux disponibles à l'investissement, aussi appelés munitions, « dry power » ou « uncommitted capital » se sont envolés ces dernières années. Ils constituent une réserve de fonds levés mais non déployés, aux mains des investisseurs

Ainsi, 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 PME pour lui permettre de se développer avec une utilisation efficace de cet « argent frais ». 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.

Discussion des résultats relatifs à l'effet du capital-investissement sur la solvabilité de la PME
Les résultats de cette recherche en ce qui concerne le ratio de structure financière montrent que les PME avant de recourir au capital investissent ont un ratio inférieur à l'unité comme l'indiquent les ratios moyens de liquidité en année N-2 et N-1. Cependant, on peut constater qu'après l'ouverture du capital, ces ratios ont progressé et sont supérieurs à l'unité entre les années N+1 et N+2. Ce résultat montre que le capital investisseur permet aux PME au Bénin de lever d'énormes capitaux étrangers ce qui permet de renforcer la structure financière de l'entreprise. L'augmentation de capital améliorera par conséquent le gearing. Ce résultat

conforte les travaux de Pommet et Rainelli (2012) qui pensent de 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, les banques finançant une partie de l'acquisition, par le respect de ces covenants se prémunit 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. 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. Ce qui couvre le besoin en fonds de roulement, permettant à la PME 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.

Discussion des résultats relatifs à l'effet du capital-investissement sur l'apport en capital de la PME

Le recours à l'intervention d'un capital-investisseur par une PME 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 réside la création de valeur pour la société et donc permet son développement et sa croissance.

Conclusion

Ce travail de recherche a pour objectif d'analyser la relation qui existe entre le capital investissement et la fonction de financement des PME au Bénin. Une étude basée sur des entretiens semi-directifs et utilisant la technique de boule de neige nous a amené à recenser huit (8) PME installées à Cotonou, Porto-Novo, Calavi et Dassa comme échantillon de cette recherche. Pour la collecte des données nous avons administrés un questionnaire à l'un des responsables de ces PME notamment le directeur administratif et financier ou le directeur/PDG. Nous nous sommes intéressés aux PME ayant déjà exercées au moins deux ans avant d'avoir eu recours capital investissement. De ces PME nous avons reçus les états financiers sur quatre (4) années d'exercice, soit deux années avant et deux ans après l'ouverture du capital. A travers ses états financiers, nous avons appréciés les ratios de liquidités, de solvabilité et l'apport en capital de ses PME avant et après l'ouverture du capital.

Les résultats montrent que :

- en ce qui concerne le ratio de liquidité montrent que les PME avant de recourir au capital investissement ne sont liquide comme l'indique les ratios moyen de liquidité en année N-2 et N-1. Cependant on peut constater qu'après l'ouverture du capital, ces ratios de liquidité se sont améliorés ce qui a permis à ces PME d'être liquide en année N+1 et N+2. Cet apport financier, reste une solution de financement, qui augmente la capacité des PME au Bénin à réaliser des croissances externes et par conséquent, se développer en termes de trésorerie. Ce niveau de trésorerie à court terme peut améliorer la gestion de l'exploitation.
- en ce qui concerne le ratio de structure financière montrent que les PME avant de

recourir au capital investissement ont un ratio inférieur à l'unité comme l'indique les ratios moyen de liquidité en année N-2 et N-1. Cependant, on peut constater qu'après l'ouverture du capital, ces ratios ont progressé et sont supérieur à l'unité entre les années N+1 et N+2. Ce résultat montre que le capital investissement permet aux PME au Bénin de levé d'énormes capitaux étranger ce qui permet de renforcer la structure financière de l'entreprise.

- en ce qui concerne le recours à l'intervention d'un capital-investisseur par une PME 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 dépit des apports de cette recherche, ce travail présente quelques limites qui n'entachent pas la qualité des résultats obtenus. Il s'agit de la taille de l'échantillon qui est due à la non expansion du capital investissement au Bénin, la second est lié à l'ignorance des mécanismes de gouvernance qui peuvent faire éclore ce phénomène dans les PME.

A cet effet, d'autres travaux s'intéressant aux mécanismes de gouvernance et la culture de l'entreprise seraient la bienvenue.

Bibliographie

- Abdesselam, R. and F. LE Vigoureux (1999). Contribution à l'étude du lien entre la structure de propriété et le comportement stratégique des moyennes entreprises industrielles.
- Acharya, V. V., O. F. Gottschalg, M. Hahn and C. Kehoe (2013). "Corporate governance and value creation: Evidence from private equity." *Review of Financial Studies* 26(2): 368-402.
- Achleitner, A.-K. and O. Klöckner (2005). Employment contribution of private equity and venture capital in Europe, EVCA.

- Achleitner, A. K., R. Braun and N. EngeL (2011). "Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe and North America." *Review of Financial Economics* 20(4): 146-161.
- Achleitner Bonnet C (2005). La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière. *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 99-132.
- Boucly, Sraer, Thesmar (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, pp. 432-453.
- Castellaneta F, Gottschalg O (2014). Does ownership matter in private equity ?
The sources of variance in buyouts' performances. *Strategic Management Journal*, pp. 330-348.
- Charreaux G (1998). Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises. *Economies et Sociétés*, pp. 1-16.
- Charreaux G (2002). L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives. *Revue française de gestion*, pp. 77-107.
- Charreaux G, Desbrières P (1998, Juin). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 57-88.
- Desbrières P (2001). Le capital-investissement. *Banques & Marchés*, pp. 2-10.
- Desbrières P (2000). Critères d'évaluation des investisseurs en capital . *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 1-43.
- Desbrières P, Schatt (2002). L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français. *Finance Contrôle et Stratégie*, pp. 79-106.
- Dubocage E, Rivaud-Danset D (2006). Le capital-risque. La découverte.
- Ernst&Young, France Invest (2018). Création de valeur dans les PME et les ETI françaises accompagnées dans leur transformation par les acteurs français du capitalinvestissement.
- Fischer HM, Pollock TG (2017). Effects of social capital and power on surviving transformational change: the case of the initial public offerings. *Academy of Management*, pp. 463-481.
- France Invest (2019). *Activité des acteurs français du capital-investissement*.

- Gaspar J-M (2012, Février). The performance of french LBO firms : new data and new results. Finance, pp. 7-60.
- Guéry-Stévenot A (2006). Conflits entre investisseurs et dirigeants, Anne Guéry-stévenot. Revue française de gestion, pp. 157-180.
- Gupta, Sapienza HJ (1992). Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. Journal of Business Venturing, pp. 347-362.
- Jensen MC, Meckling WH (1976). A theory of the firm – Governance, Residual Claims & Organizational form. Harvard University, pp. 300-312.
- Jensen MC, Murphy (1990). Performance pay and top management incentive. Journal of Political Economy, pp. 225-264.
- Kaplan S (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. Journal of Financial Economics, pp. 217-254.
- Kaplan S, Strömberg P (2003). Financial contracting theory meets the real world : an empirical analysis of venture capital contracts. The Review of Economic Studies, pp. 281-315.
- Kaplan S, Stromberg P (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. Journal of Economic Perspectives, pp. 46-121.
- Kini O, Jain BA (2003). Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms . Journal of Business Finance & Accounting, pp. 1139-1183.
- Laure-Anne Parpaleix (2019) « Le capital-investissement peut-il soutenir durablement la croissance des entreprises ? Etude, modèle et conditions d'un capital-régénération » thèse de doctorat de l'université PSL préparée à MINES ParisTech et soutenue le 13 mai 2019.
- Modigliani F, Miller MH (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment,.
- Pierre S, Nomo, Pilaeva (2010). The non-financial contribution of venture capitalists to VC-backed SME : the case of traditional sector. An International Journal of Entrepreneurial Finance, pp. 108-118.
- Pommet S, Rainelli M (2012). Capital investissement et performance des firmes, le cas de la France, . Vie & sciences de l'entreprise, pp. 30-45.

- Pommet S, Sattin JF (2012). L'influence des stratégies de capital-risque sur la performance de leurs investissements en Europe. *Finance Contrôle et Stratégie*, pp. 2-21.
- Sapienza HJ, Manigrat, Vermeir (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, pp. 439-469.
- Sapienza HJ (1992). When do venture capitalists add value? . *Journal of Business Venturing*, pp. 9-27.
- Stévénot A (2005). La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : d'une approche juridico-financière à une approche cognitive. *AIMS*.
- Wright, M., K. Amess, N. Bacon And D. Siegel (2018). *The Routledge Companion to Management Buyouts*, Routledge.
- Wright, M., K. Amess, C. Weir and S. Girma (2009). "Private Equity and Corporate Governance: Restrospect and prospect." *Corporate governance: An International Review* 17(3): 353-375.
- Wright, M., N. Bacon and K. Amess (2009). "The impact of private equity and buyouts on employment, remuneration and other HRM practices." *Journal of Industrial Relations* 51(4): 501-515.
- Wright, M., B. Chiplin, S. Thompson and K. Robbie (1990). "Management buy-outs, trade unions and employee ownership." *Industrial Relations Journal* 21(2): 9.
- Wright, M. and J. CoynE (1985). *Management Buy-Outs*, Routledge.
- Wright, M. and S. FraseR (2014). *Financing Growth*. ERC Insights, ERC
- Wright, M., J. Gilligan and K. Amess (2009). "The economic impact of private equity: What we know and what we would like to know." *Venture Capital* 11(1): 1-21.
- Zacharakis AL, Shepherd A (2001, Juillet). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' on decision making. *Journal of Business Venturing*, pp. 311-332.
- Zinsou (2021) *Capital investissement et performance des PME au Benin*. Thèse de doctorat soutenu le 1 juillet 2021 à l'universite d'Abomey-Calavi (Benin)