

QUEL RÔLE POUR LES ORGANISMES DE CAPITAL-INVESTISSEMENT SUR LE MARCHÉ DE LA CESSION-REPRISE ?

FRANÇOISE BASTIE *

SYLVIE CIEPLY *

Le capital-investissement est défini comme une prise de participations dans le capital d'entreprises, généralement non cotées, pour financer leur démarrage, leur développement, leur redressement ou leur reprise (AFIC, 2005, p. 7). Le capital-investissement concerne ainsi non seulement les phases en amont du cycle de vie des entreprises, l'amorçage, la création et la croissance¹, mais aussi celle en aval : la transmission. La part des investissements réalisés sur ce dernier segment, le capital-transmission, domine d'ailleurs l'activité du capital-investissement : en 2005, les opérations en capital-transmission réalisées par les organismes français représentent en valeur 78 % des investissements (AFIC, 2006, p. 2).

Cette importance du capital-transmission dans l'activité des organismes de capital-investissement (OCI) tranche avec le faible intérêt de la théorie de l'intermédiation financière pour cet objet². Or, l'enjeu du capital-transmission est important pour les économies de l'Europe de l'ouest. Il contribue à résoudre les problèmes de transfert de la propriété et de management qui se posent avec acuité actuellement en raison de la pyramide des âges des dirigeants d'entreprises (Commission européenne,

145

* Maîtres de conférences, université de Caen, CREM UMR CNRS 6211.

Ce travail a bénéficié du soutien de l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE). Nous remercions en particulier pour leurs critiques constructives André Babeau (président de l'OEE), Didier Davydoff (directeur de l'OEE) ainsi que Dominique Oger (président sortant de l'AFIC), Carlos Pardo (directeur des études économiques de l'AFG) et Luc Lechelle (président de la commission Capital-investissement de l'AFG). Nous remercions également les rapporteurs pour leurs remarques éclairées.

2002). Environ 30 % des PME rencontreront un problème de succession dans les dix prochaines années en Europe (Marx et Kroonen, 2001). L'objectif de cet article est de contribuer à la connaissance du rôle des organismes de capital-investissement sur le marché de la transmission d'entreprises. Il s'agit non seulement de préciser la nature de l'activité de ces institutions sur ce marché mais aussi de mettre en lumière la spécificité de leurs interventions sur ce segment de l'investissement dans le non-coté.

Cet article est structuré en deux sections. Dans la première, nous montrons que les OCI ne fournissent pas uniquement un service de financement aux repreneurs mais également un service informationnel à forte valeur ajoutée. Dans la seconde section, nous montrons que, grâce au développement récent de leurs interventions en *Institutional Buy-Out* (IBO)³, les OCI offrent, en plus, un service de liquidité et de confidentialité sur le marché du non-coté. Nous concluons en soulignant la sophistication des interventions de ces institutions qui traduit la maturité de cette activité.

*LE CAPITAL-TRANSMISSION :
PLUS QU'UN FINANCEMENT,*

UN SERVICE INFORMATIONNEL À FORTE VALEUR AJOUTÉE

146

Les OCI contribuent au financement des opérations de reprises. À l'exception des transmissions familiales⁴, ces opérations butent souvent sur le manque de ressources financières des repreneurs (Commission européenne, 2002). Les apports moyens du repreneur représentent en moyenne entre 14 % et 20 % des capitaux nécessaires (OSEO, 2005). Le rachat d'une entreprise implique généralement un financement externe qui, sauf exception, ne peut pas uniquement reposer sur de la dette bancaire. Les OCI ont ainsi développé une offre de financement spécifique dédiée aux transmissions qui repose sur des apports en fonds propres et en produits hybrides (en particulier, les obligations convertibles et les bons à souscription d'actions). Cette intervention complète l'offre bancaire et permet de réaliser des opérations à fort effet de levier, les LBO. Ces opérations désignent en effet l'achat d'une entreprise par des investisseurs financiers associés aux dirigeants de la cible grâce à un montage financier qui comporte une proportion importante d'emprunts qui doivent être remboursables par un prélèvement sur les *cash-flows* futurs. Au-delà de l'offre de financement en fonds propres, les OCI fournissent un service informationnel à forte valeur ajoutée. D'une part, les OCI s'imposent comme les intermédiaires financiers les plus efficaces pour limiter les asymétries d'information entre les porteurs de projet (les repreneurs) et les investisseurs externes.

D'autre part, les OCI réduisent les conséquences des asymétries d'information sur la qualité de la firme qui entachent les relations entretenues par les cédants avec les repreneurs potentiels.

*Les OCI réduisent les problèmes informationnels
liés au financement externe des opérations de reprise*

Les OCI résolvent les problèmes liés à l'existence d'une information asymétrique sur la qualité des projets.

Premièrement, avant l'octroi du financement, ils analysent de manière très détaillée les projets à financer. Pour cela, ils emploient des experts dotés de fortes compétences sectorielles et technologiques. Ce savoir spécifique leur permet de réaliser des audits relativement complets sur la firme et son repreneur. Cet audit est nécessaire pour approcher la valeur anticipée de l'affaire qui est le déterminant principal de la rémunération de l'intermédiaire financier en fonds propres.

Deuxièmement, une fois la demande de financement jugée acceptable, les OCI mettent en œuvre des outils financiers et juridiques qui incitent l'agent à besoin de financement à respecter ses engagements. Les contrats de financement reposent sur des quasi-fonds propres, notamment des obligations convertibles (Admati et Pfleiderer, 1994). Ces instruments financiers permettent d'observer l'action de l'entrepreneur avant de transformer l'apport financier en fonds propres. Les investissements sont réalisés de manière graduelle dans le cadre de multiples tours de table. L'objectif est de maintenir la pression sur l'entrepreneur qui doit continuellement prouver aux investisseurs externes la qualité de la firme afin d'obtenir les financements complémentaires nécessaires à la mise en œuvre complète du projet. Ces titres incitent également les entrepreneurs à maximiser la performance de leur entreprise (Kaplan et Stromberg, 2003). Si la firme n'est pas assez performante, l'OCI peut en prendre le contrôle et remplacer l'équipe dirigeante (Hellman, 1998). Enfin, des clauses spécifiques sont introduites dans les pactes d'actionnaires. Elles précisent les conditions de l'entrée et de la sortie des cocontractants. Elles limitent également les actions de l'entrepreneur et précisent ses obligations en matière de diffusion d'information et/ou de stratégie financière en introduisant dans le contrat de financement des clauses restrictives (les *covenants*) (Kaplan et Strömberg, 2003, Chelma, Habib et Ljungqvist, 2003).

Troisièmement, une fois le projet réalisé, la capacité de contrôle des OCI est élevée. Ces derniers peuvent participer aux conseils d'administration et/ou mettre en place un *reporting* très détaillé.

Tous les dispositifs, qui permettent de réduire les problèmes informationnels entre le financeur, en l'occurrence l'OCI, et l'entre-

preneur, s'appliquent aussi bien à des cas de création d'entreprises ou de développement qu'à des reprises. Néanmoins, sur ce dernier segment, les OCI gèrent des problèmes informationnels spécifiques liés à la présence d'un troisième acteur, le cédant.

*Les OCI réduisent les problèmes informationnels
entre cédants et repreneurs*

Dans le cadre d'une transmission, le cédant dispose d'une information privée sur la qualité de la firme. Il connaît la véritable cause de la cession qui peut être son désir de prendre sa retraite mais aussi son anticipation du déclin prochain de l'entreprise du fait, par exemple, d'innovations développées par les concurrents ou encore du changement de goût des clients. Ainsi, à l'information asymétrique entre repreneurs et OCI, s'ajoute celle entre les acheteurs (repreneurs et OCI) et les cédants. Dans le cadre de transactions réglées au comptant sans garantie, le marché de la cession-reprise peut alors disparaître. La situation est analogue à celle présentée par Akerlof (1970) sur le marché des voitures d'occasion. Le cédant ne vendra que si la valeur de la firme est inférieure au prix proposé, si bien que seules les moins bonnes affaires peuvent faire l'objet d'un accord et que, à l'extrême, le marché de la cession-reprise peut s'effondrer.

148

Pour éviter cette situation d'antisélection, l'OCI réalise un audit sur l'entreprise cible qui présente certaines limites. L'information n'est pas parfaite : non seulement la comptabilité peut avoir été manipulée mais surtout des événements, dont le fait générateur est passé, peuvent ne pas s'être encore réalisés. Pour faire face à cette situation, qui ne dépend en aucune façon de l'action du repreneur, l'OCI introduit, dans le contrat de cession, des garanties conventionnelles. Ces garanties permettent de faire face à l'incomplétude de l'audit précontractuel. Cependant, elles ne permettent pas de régler les désaccords entre repreneurs et cédants sur le potentiel de croissance de la firme. Le cédant peut considérer, pour diverses raisons⁵, que les résultats de la firme pris en compte pour déterminer son prix de vente ne traduisent qu'imparfaitement la « vraie » valeur de l'entreprise et conduisent à sa sous-évaluation. Que ce soit pour les événements passés ou le potentiel d'évolution de la firme, il est évident qu'un cédant cherchera toujours à cacher les informations qui diminuent le prix de la cession. Les implications sont doubles pour l'acquéreur qui risque de payer un prix surévalué et de ne pas disposer des informations nécessaires pour gérer au mieux l'entreprise. Ce conflit peut être résolu si le prix reçu dépend finalement des performances futures de la firme, ce qui est le cas lorsque les parties en présence utilisent une clause d'*earn-out*. Dans ce cas, le prix de la firme se décompose en deux parties : une partie fixe payable à la signature du

contrat de vente et une partie variable, l'*earn-out*, basée sur les performances futures de la firme. Contrairement à un prix fixe, le paiement en deux parties peut finalement permettre de résoudre le désaccord sur la valeur de la firme. Il évite à l'acquéreur de supporter le risque d'acheter trop chère la firme et il permet au vendeur de ne pas recevoir un prix sous-évalué. Un effet semblable peut être obtenu par le maintien du cédant au capital de la firme pour une part résiduelle.

Finalement, si l'audit précontractuel ne résout pas totalement les problèmes informationnels, il sert de base à l'établissement de clauses contractuelles qui permettent de moduler le prix qui revient finalement au cédant à la fin de la période durant laquelle les clauses jouent. La mise en place de ces clauses, associée à leur expertise en matière d'audit précontractuel et d'ingénierie financière, constitue la spécificité de l'intervention des OCI sur le segment de la transmission d'entreprises. Certains OCI développent par ailleurs de nouvelles pratiques qui augmentent leur valeur ajoutée sur le marché de la transmission ; il s'agit des activités d'*Institutionnal Buy-Out* qui correspondent à des prises de participations majoritaires dans le capital des entreprises que leurs dirigeants-proprétaires désirent céder.

L'INSTITUTIONAL BUY-OUT : LE SERVICE DE LIQUIDITÉ ET DE CONFIDENTIALITÉ DES OCI

149

Non seulement un IBO permet de financer une reprise, mais il permet aussi aux dirigeants-proprétaires de céder leur entreprise en toute confidentialité. Après avoir montré l'importance du secret sur le marché de la cession-reprise, le rôle des IBO est mis en lumière.

La nécessité du secret dans les opérations de cession-reprise

La confidentialité est essentielle dans le cadre des opérations de cession. Lorsque les partenaires d'une entreprise (les *stakeholders*), en particulier les banques, les clients et les salariés, apprennent la volonté d'un dirigeant-proprétaire de vendre son entreprise, avant même que ne soit trouvé un repreneur d'une qualité reconnue comme au moins équivalente à celle du cédant, ils peuvent réviser leurs *a priori* sur la probabilité de survie de la firme et ses performances futures, et réagir de façon préjudiciable au cédant et à la firme (Bastie et Cieply, 2007). Ils peuvent décider de ne pas renouveler une ligne de crédit, de rechercher de nouveaux fournisseurs ou un nouvel employeur.

Cette révision n'est pas uniquement due à l'argument classique depuis Akerlof (1970) selon lequel l'existence d'asymétries d'information ne permet pas au cédant de signaler la qualité de la firme. Même

en l'absence d'asymétrie d'information sur la situation de la firme, les changements de comportements du cédant entre le moment où il prend la décision de vendre l'entreprise et sa reprise et les incertitudes sur les conditions de la transmission, en particulier sur le capital humain du repreneur, sont des éléments que les *stakeholders* vont prendre en compte dans leurs relations avec la firme (Bastie et Cieply, 2007). Cette situation peut expliquer la baisse quasi systématique du prix de vente des entreprises dont le dirigeant annonce publiquement la mise en vente (Alary-Grall, Estival, Pijaudier-Cabot, 2001).

Toutes les entreprises sont exposées à ce risque de perte de valeur, certaines sont cependant plus fortement touchées. Les *stakeholders* réagiront d'autant plus au problème du transfert des compétences qu'ils pensent que les performances des entreprises sont fortement liées au capital humain du cédant dans la mesure où cet actif est inaliénable. Les entreprises de petite taille gérées par le dirigeant-propriétaire, créateur de surcroît, et les firmes innovantes sont plus soumises que les autres aux risques de révision des *a priori* par les *stakeholders*. Pour ces entreprises, la recherche de confidentialité dans les opérations de cession est primordiale. Ce besoin de confidentialité constitue un obstacle important sur le marché de la transmission puisque, en limitant le nombre d'entreprises déclarées en cession, il réduit sa liquidité. Les interventions des OCI en IBO fournissent une solution à ce problème.

150

Le service de liquidité et de confidentialité des IBO

Dans le cadre d'un IBO, les OCI prennent des participations majoritaires dans le capital d'entreprises généralement non cotées. L'intervention de l'OCI permet aux propriétaires historiques des entreprises de céder immédiatement, en totalité ou partiellement, le capital qu'ils détiennent. Les OCI fournissent ainsi un service de liquidité aux dirigeants-propriétaires puisqu'ils leur permettent de céder dans les plus brefs délais leurs participations. Le service assuré ici par l'OCI s'apparente au service de contrepartie fourni par les banques sur le marché financier. Ce service permet également aux dirigeants-propriétaires de céder leurs participations dans le secret. On retrouve ici l'un des avantages des intermédiaires financiers, relativement au marché, appliqué au cas du financement en fonds propres (Batthacharya et Chiesa, 1995). Enfin, si le propriétaire ne cède pas totalement ses actions à l'OCI, il pourra profiter de l'augmentation de la valeur de l'entreprise qui accompagne son intervention.

Malgré ces avantages, le nombre des IBO reste encore limité en Europe et en France (tableau 1). Le faible nombre d'IBO peut s'expliquer par des dispositions statutaires qui interdisent à un certain nombre d'OCI d'être majoritaires dans le capital des entreprises qu'ils financent.

C'est généralement le cas des OCI financés en partie par des fonds publics ou de ceux contrôlés par des grandes entreprises. Cette situation peut également s'expliquer par un choix stratégique des OCI. Être majoritaire implique en effet des coûts importants de suivi de l'entreprise financée et un engagement en responsabilité lourde de conséquences. Ainsi, au total, selon l'annuaire de la *European Venture Capital Association*, en 2004, seuls 191 organismes sur 962 déclaraient pouvoir acquérir des positions majoritaires dans le capital des entreprises.

Tableau 1 : Nombre d'*Institutional Buy-Out* en Europe⁶

Nombre d'opérations	2000	2001	2002	2003	Total
Transferts de la propriété (A)					
Europe	18 083	19 108	21 389	27 753	86 333
France	1 980	1 936	1 422	1 763	7 101
<i>Institutional Buy-Out</i> (B)					
Europe	398	364	366	486	1 614
France	51	68	50	74	243
Part des IBO dans les transferts de la propriété (B/A)					
Europe	2,20 %	1,90 %	1,71 %	1,75 %	1,87 %
France	2,58 %	3,51 %	3,52 %	4,20 %	3,42 %

Source : statistiques issues de la base de données Zéphyr (Bureau van Dijk) retraitées par les auteurs.

La capacité des IBO à augmenter la liquidité du marché de la transmission nous amène pourtant à préconiser le développement de ce type d'interventions pour les économies où les flux attendus de cessions d'entreprises sont élevés. Les IBO peuvent en effet permettre de résoudre les problèmes qu'induisent les divergences d'horizon temporel entre un cédant qui désire (ou doit) céder rapidement ses participations et un projet technologique qui peut demander une période de maturation plus longue. L'IBO peut ainsi fournir une solution au problème de la valorisation du patrimoine professionnel des dirigeants dans les secteurs de haute technologie tout en assurant une certaine continuité, voire même une dynamisation des entreprises qui peut être appréciable en termes d'emplois et de production d'innovations.

Les OCI jouent un rôle particulièrement important sur le marché de la transmission. Tout d'abord, ils permettent le financement du rachat de l'entreprise cible. Ensuite, ils permettent de résoudre les conflits qui opposent cédants et repreneurs et qui peuvent conduire à l'échec du marché de la cession-reprise. Les OCI réduisent les asymétries d'information et les conflits d'agence entre les repreneurs et les

investisseurs externes mais également entre les cédants et les acheteurs. Lorsque les OCI interviennent dans le cadre d'opérations d'IBO, ils fournissent, en plus, un service de contrepartie et de confidentialité particulièrement utile pour augmenter la liquidité du marché de la cession-reprise dans le cas des entreprises innovantes ou des PME centrées sur la personnalité de leur dirigeant-proprétaire historique. Ces opérations complètent l'intervention des OCI. Ainsi, à l'activité classique d'intermédiation financière de bilan s'ajoute une activité de contrepartie. Cette évolution, observée dès la fin des années 80 pour le secteur bancaire (Courbis, Froment et Karlin, 1990), voit le jour dans l'industrie du capital-investissement. Ce mouvement caractérise une profession qui atteint le stade de la maturité. Le développement de cette offre complète de services par les OCI devra cependant passer par certaines adaptations de la profession en particulier en matière de statut des institutions de manière à leur permettre d'être actionnaires majoritaires dans le capital des entreprises en phase de cession.

NOTES

1. Le financement des entreprises en création (moins de trois ans) correspond au capital-risque, traduction littérale de l'expression anglo-saxonne *venture capital*. Le capital-risque concerne aussi le financement de l'amorçage qui correspond à la phase antérieure à la création de l'entreprise au cours de laquelle les entrepreneurs réalisent les premières études techniques et commerciales (c'est-à-dire, respectivement, les prototypes et les études de marché).
2. La théorie de l'intermédiation financière se concentre sur le rôle des OCI dans le financement des créations d'entreprises et de leur croissance (pour une revue de la littérature, le lecteur peut consulter Stephany, 2003). On observe par ailleurs un amalgame fréquent entre capital-risque et capital-investissement qui est encouragé par la loi : les véhicules d'investissement s'appellent en effet, de par la loi, fonds communs de placement à risque.
3. Les IBO sont des prises de participations majoritaires par des institutions financières dans le capital d'entreprises en transmission.
4. Lorsque la transmission est réalisée sur le mode de la donation, le problème de son financement se pose de façon moins cruciale. En effet, seuls les droits de succession doivent faire l'objet d'un financement. Afin d'optimiser fiscalement leur situation patrimoniale, les protagonistes peuvent alors opter pour une sortie progressive du cédant de manière à répartir dans le temps la charge fiscale et à bénéficier des plafonds autorisant les donations sans droit de mutation.
5. Ces raisons peuvent être par exemple une situation conjoncturelle spécifique, un investissement en cours de réalisation, la conquête d'un nouveau marché, l'arrivée prochaine de certains produits dans leur phase de rentabilité maximale.
6. La valeur des *deals* étant trop rarement renseignée dans cette base de données, l'analyse se concentre exclusivement sur le nombre des opérations.

BIBLIOGRAPHIE

- ADMATI A., PFLEIDERER P. (1994), « Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists », *The Journal of Finance*, 49, pp. 371-402.
- AFIC (2005, 2006), *Rapport annuel sur l'activité du capital investissement en France*, AFIC, Paris.
- AFIC (2003), *LBO secondaires : relais pour la création de valeur ou phénomène d'opportunité ?* Paris.
- AKERLOF G. (1970), « The Market for Lemons: Quantitative Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, 84, August, pp. 488-500.
- ALARY-GRALL L., ESTIVAL L., PIJAUDIER-CABOT F. (2001), « Réussir une transmission-reprise », *Cahiers Industries*, 65, pp. 11-21.
- BASTIE F., CIEPLY S. (2007), « Le marché de la cession-reprise d'entreprises : analyse de l'efficacité des bourses d'opportunité », *Revue d'économie industrielle*, 1^{er} trimestre, 117.
- BATTACHARYA S., CHIESA G. (1995), « Proprietary Information, Financial Intermediation and Research Incentives », *Journal of Financial Intermediation*, 4, pp. 328-357.
- CHELMA G., HABIB M., LJUNGQVIST A. (2003), « An Analysis of Shareholder Agreements », Ricafé, document de travail.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2002), *Rapport d'experts sur la transmission des PME en Europe*, rapport disponible sur le site de la Commission européenne.
- COURBIS B., FROMENT E., KARLIN M. (1990), « Banque et finance », chap. 44, pp. 1589-1629. in: X. GREFFE, J. MAIRESSE, J-L. REIFFERS (éd.), *Encyclopédie d'économie*, tome II, pp. 1533-2188, Economica.
- HELLMAN T. (1998), « The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts », *Rand Journal of Economics*, 1, pp. 57-76.
- KAPLAN S.N., STRÖMBERG P. (2003), « Financial Contracting Theory Meets the Real World: an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts », *Review of Economic Studies*, 70, pp. 281-315.
- MARX L., KROONEN J-F. (2001), « La transmission d'entreprises : une problématique plus que jamais d'actualité », *AGEFI*, septembre.
- OSEO (2005), *Étude transmission*, juin.
- STEPHANY E. (2003), *La relation capital-risque/PME*. De Boeck.

