

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA
RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE Mouloud MAMMARI DE TIZI-OUZOU**

**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES**

**Mémoire
En vue de l'obtention du diplôme
De magister en Sciences Economiques
Option : Management des entreprises**

Thème

**Le capital investissement en Algérie : Etat des lieux
et contraintes**

Elaboré par :

Mr. YAHIAOUI Ammar

Dirigé par :

D^r GUENDOUDI Brahim

Devant le jury composé de:

**Président : Mr. ALI ZIANE Mohand Ouamar, Maître de conférences/A à l'université de
Boumerdes**

**Rapporteur : Mr. GUENDOUDI Brahim, Maître de conférences/A à l'Université
Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou**

**Examineurs : - Mr. OUALIKENE Selim, Maître de conférences/A à l'Université
Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou**

**- Mr. CHETTI Mohamed, Maître de conférences/B à l'Université
Mouloud MAMMARI de Tizi-Ouzou**

Date de soutenance : 27/11/2011

Remerciements

Tout travail de recherche n'est jamais totalement l'œuvre d'une seule personne, à cet effet, je tiens à exprimer ma sincère reconnaissance et mes vifs remerciements à tous ce qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de ce travail.

Mes remerciements vont tout d'abord à mon promoteur le Docteur Brahim GUENDOUI, qui a cru en moi et a su me guider et me faire progresser tout au long de ce travail de recherche, tout en me laissant la liberté dont j'avais besoin, je ne peux que louer ses qualités humaines.

Je remercie également les membres du jury pour leur aimable acceptation d'évaluer ce travail et de participer à la soutenance.

J'exprime ma gratitude à toutes les personnes des différentes administrations qui ont accepté de répondre à mes questions avec gentillesse.

Enfin, j'adresse mes plus sincères remerciements à tous mes proches et amis qui m'ont toujours soutenu et encouragé au cours de la réalisation de ce mémoire.

Merci à dieu de m'avoir donné la force et le courage de mener jusqu'à la fin ce travail.

Sommaire

Introduction générale.....	1
Première partie : Les fondements théoriques du capital-investissement.....	6
<i>Chapitre I : Genèse et développement du capital-investissement.....</i>	<i>9</i>
Section I : La montée en force des investisseurs institutionnels.....	10
Section II : Décryptage du capital investissement.....	20
Section III : Examen de l'activité du CI au niveau international.....	52
<i>Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des theories de la firme.....</i>	<i>71</i>
Section I : La relation CI/E à la lumière de la théorie de l'agence.....	73
Section II : La justice procedurale, l'intendance et les conventions : de nouvelles approches pour comprendre la relation CI/E.....	90
Section III : L'analyse de la relation CI/E à la lumière de la gouvernance cognitive.....	116
Deuxième partie : Problématiques et atouts du capital-investissement en Algérie	138
<i>Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital-investissement en Algérie.....</i>	<i>140</i>
Section I : La pratique du capital-investissement en Algérie.....	142
Section II : Etude des principaux OCI en Algérie.....	148
Section III : Les entreprises financées par capital-investissement en Algérie	173
<i>Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie</i>	<i>201</i>
Section I : Un bref constat économique de l'Algérie	203
Section I : Problématiques et contraintes de CI En Algérie	227
Section III : Les atouts et les perspectives du CI en Algérie.....	244
Conclusion générale	265
Bibliographie.....	269
Abréviations et acronymes.....	279
Liste des tableaux, schémas et figures.....	283
Table des matières.....	286
Annexes.....	298

Introduction générale

Introduction générale

Au cours des vingt dernières années, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers et le financement des entreprises, contribuant ainsi à la financiarisation de l'économie, souvent appelée « la nouvelle économie »¹.

Cette nouvelle économie a été la cause principale de la crise boursière des années 2000 qui a modifié et réorganisé l'approche de nombreux investisseurs vis-à-vis des PME innovantes. Un des principaux acteurs affectés par ces évolutions fut l'investisseur en capital investissement ou « le capital investisseur », le grand artisan de l'explosion Internet de par son financement externe. En effet, le capital investissement se rapporte à l'investissement minoritaire en fonds propres dans des entreprises non cotées. Il concerne des entreprises jeunes dont il finance pour partie les investissements afin de soutenir leur croissance. Ce financement s'accompagne d'un suivi actif de l'entreprise financée au regard de l'absence de toute forme de garantie.

Donc, cette montée en puissance des capital investisseurs traduit l'une des évolutions les plus importantes de la pratique économique et financière à travers le monde, répondant à des exigences et à des besoins de plus en plus grandissants. Une telle évolution ne saurait s'opérer sans toucher au reste du monde qui tente de combler le vide créé par les pays en avance.

Cette distorsion est d'autant plus amplifiée par un effet de mondialisation qui passe outre les frontières physiques, touchant les pays en récession en plein dans leurs économies, grâce à l'imposition d'un principe de concurrence libre placé sous l'égide de l'économie de marché.

Aussi, l'Algérie, dans le cadre de son éventuelle adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce et son désir de s'imprégner du tissu économique international, a conscience du retard qu'elle accuse et de l'énorme effort qu'elle se doit de fournir afin de se mettre au niveau de ses concurrents potentiels.

Ainsi, dans une perspective de mondialisation et de concurrence, l'Algérie se doit de revitaliser son propre tissu économique, en œuvrant en faveur d'une dynamisation de ce dernier. Aussi, les efforts des pouvoirs publics algériens doivent déboucher sur des résultats probants, assurant la compétitivité des PME algériennes et leurs aptitudes concurrentielles qualité/prix, à l'échelle internationale.

La réalisation de cette dynamisation économique est, en soit, un objectif à atteindre pour toute entité économique de production, en particulier les PME trouvant une grande difficulté à accéder au financement traditionnel devenu de plus en plus sélectif surtout quand il s'agit de PME développant des projets de haute technologie ou du renforcement de leurs situations financières. D'où la nécessité d'innover dans le domaine financier, et diversifier les moyens de financement.

¹ La nouvelle économie fait référence à un ensemble d'évolutions et de mécanismes : apparition de nouvelles technologies, de nouveaux biens et services liés à ces nouvelles technologies, incorporation de ces nouvelles technologies dans les processus de production de l'ensemble des biens et services, y compris ceux de la vieille économie, réorganisation des entreprises autour de formes plus flexibles, modification de la nature des rémunérations, hausse des bourses (Artus, P, 2001).

Introduction générale

Cette innovation doit porter sur de nouveaux modes de financement tels que le crédit-bail ou le capital investissement qui proposent des solutions aux entrepreneurs en leur offrant de nouvelles perspectives, complétant ainsi la finance traditionnelle.

Le capital investissement, que nous étudierons tout au long de notre mémoire, se présente comme un outil de financement des entreprises, notamment les PME. Cet instrument s'avère incontournable de par l'assistance financière, stratégique et relationnelle qu'il confère.

Depuis son apparition aux Etats-Unis dans les années 50, le capital investissement s'est fait une place parmi les grands de la finance, et se retrouve aujourd'hui convoité par tous les pays désirant relancer leurs activités économiques.

Le capital investissement est devenu par conséquent un métier à part entière se distinguant des autres métiers de la finance par sa logique, la diversité de ses métiers et surtout son mode opératoire.

L'éclatement de la bulle Internet et les déconvenues produites ont conduit les opérateurs de ce marché à reconsidérer leurs interventions. Ce changement majeur dans l'univers des financements externes nous pousse à explorer de plus près les nouvelles formes de gouvernance d'entreprise qui ont résulté de cette explosion. La gouvernance de la relation Capital-Investisseur/Entrepreneur a principalement été étudiée sous l'angle de la théorie de l'agence. Nous insisterons principalement sur le comportement opportuniste du dirigeant et sur les mécanismes de contrôle et d'incitation instaurés par le capital-investisseur.

Néanmoins, la considération de la relation capital-investisseur/dirigeant comme une simple relation principal/agent, ainsi que la réduction simultanée du conseil d'administration à un simple outil de contrôle des entrepreneurs, peuvent conduire à une perte considérable des opportunités de création de valeur. C'est pourquoi nous faisons appel à la théorie de l'intendance, la théorie des conventions, la théorie de la justice procédurale et la théorie de la gouvernance cognitive. Ces théories permettent de comprendre comment la confiance peut être instaurée au sein de la relation capital-investisseur/entrepreneur.

1/ L'objet du travail de recherche

L'analyse de la relation capital-investisseur/entrepreneur à l'aide de l'apport des théories organisationnelles ; en l'occurrence ; la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance, la théorie des conventions, la théorie de la justice procédurale et la théorie de la gouvernance cognitive constitue le principal objet de notre travail de recherche. En d'autres termes, nous allons analyser :

- ❖ Les obstacles de financement par le capital-investissement dans les PME innovantes à travers la théorie de l'agence ;
- ❖ Les obstacles juridiques, institutionnels et culturels du capital-investissement dans notre pays;
- ❖ Les exigences du capital-investissement (les conditions d'émergence et les critères de sélection des partenaires) ;
- ❖ Les résultats et les performances à travers l'analyse de certaines études de cas concernant les organismes de financement par capital investissement (la FINALEP et la SOFINANCE) et des entreprises financées (la SODINCO, CONSIDER/SPA...). Ce travail nous permettra d'établir un état des lieux du capital investissement en Algérie.

Introduction générale

En parallèle, nous présentons la spécificité de la gouvernance de cette relation en mettant l'accent sur les points forts et les limites de la contribution de la théorie de l'agence, mais aussi des autres théories telles que la théorie de l'intendance, la théorie des conventions, la théorie de la justice procédurale et la théorie de la gouvernance cognitive.

2/ La problématique du travail de recherche

Certes, nul ne saurait remettre en cause le rôle essentiel joué par les PME dans l'intégration et la diversification économique, mais aussi dans la création de richesses, d'emplois et de promotion des exploitations. Néanmoins, ces entreprises se heurtent 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 leurs prêter leurs concours financiers, du fait qu'elles sont encore jeunes, donc vulnérables.

Le niveau de risque élevé conduit à un effet d'éviction des PME des circuits de financement. Cet état des faits a motivé le recours à une nouvelle forme d'intermédiation, en l'occurrence le capital investissement, surtout pour le financement de l'innovation.

La problématique du financement par le capital risque « capital investissement » est avant tout liée à une contrainte d'asymétrie informationnelle entre le capital-investisseur et l'entrepreneur qui entrave l'apport de capitaux externes. Dans une tentative de prospection, quant à ce nouveau mode de financement, nous tenterons à travers notre mémoire de répondre aux questions suivantes :

Quelles sont les conditions qui sous-tendent la réussite du capital investissement?

En clair, quels sont les facteurs clés du succès du capital investissement?

Et où se situe la réalité algérienne par rapport au capital investissement?

3/ Les hypothèses du travail de recherche

Les hypothèses qui sous-tendent notre mémoire sont au nombre de deux :

Hypothèse 1 : le capital investissement n'a pas été introduit comme instrument de financement de l'économie, mais uniquement comme l'instrument de mise en œuvre d'une politique de partenariat algéro-européen préoccupé en fait par l'aspect diplomatique.

Hypothèse 2 : l'émergence d'une industrie du CI doit être mise en relation avec la capacité de chaque pays à surmonter les contraintes financières, technologiques et entrepreneuriales qui lui sont propres, et à définir des arrangements institutionnels adéquats.

4/ La méthodologie du mémoire

Pour pouvoir répondre à notre problématique, confirmer ou infirmer nos hypothèses, différentes étapes se sont imposées : la première consistait en une prospection et recherche bibliographique, la deuxième consacrée à l'enquête sur le terrain.

En premier lieu, nous avons mené une étude documentaire qui nous a permis de formuler notre problématique ainsi que notre méthodologie de recherche, en se basant sur la littérature traitant du capital investissement et de la PME.

Introduction générale

En deuxième lieu, nous avons effectué une enquête sur le terrain concernant la Financière algéro-européenne de participations « FINALEP », la Société financière d'investissement, de placement et de participation « SOFINANCE », le Maghreb Private Equity Fund « MPEF » et le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi « FSIE ». De plus, nous allons recourir à l'analyse de la réglementation fiscale de cette activité à travers l'analyse des différentes lois et décrets concernant les conditions d'exercice de cette activité dans notre pays.

Dans un premier temps, nous allons analyser la relation CI/E sous l'angle des théories organisationnelles pour faire ressortir les obstacles (la théorie de l'agence) et les opportunités (le courant cognitif) de ce type de financement dans les PME, et essayer de cerner la spécificité de la gouvernance de la relation CI/E.

Dans un deuxième temps, nous allons procéder à l'analyse empirique du capital investissement en Algérie pour tenter de cerner les obstacles et les opportunités de cette activité à travers l'étude de cas réels.

5/ Le pourquoi du choix du thème

La principale raison qui nous a poussé à choisir ce thème est d'ordre scientifique. De l'indépendance de notre pays à nos jours, il n'existe que très peu d'études sur l'industrie du capital investissement. En général, elles demeurent partielles. Elles ne portent que sur sa présentation dans des articles de presse, revues, etc. Donc à travers ce mémoire, nous allons essayer d'identifier ce que exige l'industrie du capital investissement en se basant sur les différents cas de participations (approche empirique), mais aussi selon les enseignements des théories de l'agence, de la confiance et de la justice procédurale.

6/ La structure du mémoire

Pour ce faire, nous avons vu qu'il serait juste de scinder notre mémoire en deux parties : La première partie sera consacrée à la présentation du concept de capital investissement, car il est important de définir et de situer le concept avant de s'étaler sur ses aspects pratiques.

Notre première partie est scindée en deux chapitres. Le premier sera dédié à la présentation du capital investissement, ses divers métiers et intervenants en s'étalant sur leurs principales caractéristiques, ainsi qu'à une étude comparative avec la finance traditionnelle. Le deuxième sera consacré à l'analyse de la relation capital-investisseur/dirigeant à travers les théories de la firme.

La deuxième partie de notre mémoire sera consacrée à l'étude du capital investissement en Algérie. Il s'agit de présenter la démarche suivie par le capital investisseur lorsqu'un projet lui est soumis, et les différentes contraintes rencontrées. Cette partie sera également traitée en deux chapitres : Le premier aura pour objectif la présentation de structures de financement opérant dans le secteur et leurs modes d'intervention, ainsi que la présentation de deux cas réels de participation tirés du portefeuille de la SOFINANCE (AGMS) et de la FINALEP (CONSIDER/SPA), et un autre financé par Maghreb Private Equity Fund (la SODINCO). Nous essayerons au fil de cette partie de présenter les aspects techniques de l'étude d'un dossier de financement.

Le deuxième chapitre traitera des diverses contraintes empêchant le capital investissement de se développer dans notre pays, mais aussi des perspectives et opportunités de ce métier plus reconnu sous d'autres cieux.



PARTIE I
Les fondements théoriques
du capital investissement

Introduction de la première partie

Les entreprises non cotées utilisent de plus en plus le CI pour financer leur développement. Ce mode de financement constitue une alternative, intéressante et adaptée, à l'endettement bancaire en général moins facile et plus coûteux pour les PME (Julien, 1997), puisque les banques exigent plus de garanties et augmentent les coûts de l'emprunt quand il s'agit des PME (Julien, 1997). L'éviction des PME du financement bancaire s'explique non seulement par le risque accru de défaillance mais aussi et surtout par l'asymétrie d'information et le risque d'opportunisme plus élevés dans ce type d'entreprise. A l'opposée des banques, les Organismes de Capital Investissement « OCI », spécialisés dans la gestion des risques sus-cités, peuvent offrir un financement en fonds propres, sans exigence de garanties excessives, aux sociétés en création (Capital Risque) ou aux PME à un moment fatidique de leur histoire (développement, transmission) palliant ainsi la surface financière restreinte des fondateurs ou des dirigeants. En contrepartie de la gestion des risques importants, les capital-investisseurs espèrent réaliser des plus-values importantes à la sortie, étant donné que leur objectif est d'offrir à leurs propres investisseurs une rentabilité supérieure à celle que l'on peut obtenir avec un placement moins risqué (investissement de type bon de trésor, obligations...). Ils accompagnent ainsi l'entreprise, en qualité d'actionnaires, pendant une durée de cinq à sept ans en moyenne (Lachmann, 1999). Dans la mesure où la rentabilité de leur investissement dépend de la valeur gagnée par l'entreprise entre leur entrée et leur sortie du capital, ils espèrent, par leur implication active dans l'entreprise financée et leur assistance à l'équipe dirigeante, participer à la création de valeur.

L'influence de l'investisseur peut s'apercevoir selon deux principaux cadres théoriques. L'approche juridico-financière de la théorie de l'agence offre une première grille de lecture pour comprendre la relation Capital Investisseur/Dirigeant et les mécanismes par lesquels les investisseurs conduisent les dirigeants à agir dans le sens de leurs intérêts. Cette approche repose sur une logique disciplinaire ou coercitive, dans la mesure où la rentabilité des capital investisseurs est assujettie à la valeur engrangée par la firme entre leur entrée en capital et leur sortie, mais aussi et surtout à cause de la forte asymétrie informationnelle entre investisseurs et dirigeants d'entreprises non cotées. Au delà de cette logique disciplinaire et coercitive, on peut, dans une perspective synthétique, élargir l'analyse de la gouvernance de cette relation à une approche cognitive (Charreaux, 2002) selon laquelle le capital investisseur réalise un apport en ressources cognitives¹ et le dirigeant un apprentissage, une acquisition de cognitions nouvelles (Martinet, 2002) au cours des interactions avec les dirigeants remettant en questions les schémas familiers de traitement des problèmes. En effet, dans le souci d'orienter le fonctionnement de l'entreprise financée vers la création de la valeur, les capital investisseurs agissent sur des domaines aussi divers que la stratégie, la finance, le marketing ou les systèmes d'informations comptables (Stephany, 2003). L'enjeu cognitif pour le dirigeant est d'une part une aide à la décision et un apprentissage, et d'autre part l'acquisition d'une plus grande légitimité dans son environnement économique, notamment vis-à-vis de ses partenaires financiers. En ce sens, le capital investisseur représente une source d'information et d'insertion dans l'environnement socio-économique pour l'entreprise et pour son dirigeant (Stévenot, 2006).

¹ La notion de ressources cognitives désigne un ensemble d'informations, de connaissances, de capacités théoriques et pratiques, susceptibles de procurer au décideur et à l'entreprise un avantage concurrentiel durable et par conséquent créer de la valeur (Guery et Stevenot, 2006).

L'objectif fixé à travers la conception de cette partie est d'ajouter quelques éclaircissements sur les fondements théoriques concernant le capital investissement ainsi que l'étude de la relation capital investisseur/dirigeant par les différentes théories de la firme. Cette partie sera donc scindée en deux chapitres. En premier lieu, nous essayerons de passer en revue la genèse et le développement du capital investissement ainsi que l'état des lieux de l'activité à travers le monde (Etats-Unis, Europe et Maghreb), pour mieux comprendre ses facteurs clés de succès.

En deuxième lieu, nous allons tenter de montrer que la seule conception classique d'un rôle disciplinaire de l'actionnaire est insuffisante pour comprendre la relation qui existe entre lui-même et le dirigeant de l'entreprise accompagnée. Il ne s'agit pas de nier l'existence des conflits d'agence, ni des coûts qu'ils entraînent en raison des asymétries d'information ou du comportement opportuniste du dirigeant tels qu'ils sont évoqués dans la conception classique du gouvernement d'entreprise. Nous proposons précisément de montrer qu'au-delà des coûts d'agence qui peuvent exister dans la relation Accompagné (l'entrepreneur)/Accompagnant (le capital investisseur), il existe également des coûts cognitifs, liés à la conception cognitive du gouvernement d'entreprise, qui enrichissent et complètent la problématique de l'accompagnement en situation entrepreneuriale et l'analyse du rôle de l'actionnariat dans cette situation.



CHAPITRE I
**Genèse et développement
du capital investissement**

Introduction

Compte tenu de son importance dans la croissance économique et la création d'emplois, l'objet capital investissement comme tout objet de recherche ne peut échapper à la logique d'analyse fondée sur les principes de la recherche scientifique. La définition de l'objet à étudier en faisant sortir ses caractéristiques générales permettant son identification, constitue la première étape de toute recherche : « l'isolement du phénomène à étudier de l'ensemble dans lequel il s'insère en vue de le rendre saisissable faisant sortir ses caractéristiques générales permettant son identification constitue la première étape de toute recherche »¹.

Étant donc la première étape de toute recherche scientifique, l'identification de l'objet à étudier auquel sont soumis les chercheurs et spécialistes en particulier ceux travaillant dans le domaine des sciences économiques et de gestion n'est pas chose aisée. Jean Lachmann (1996) reconnaît cette difficulté et l'assimile au caractère polymorphe et hétérogène de cet objet d'étude que constitue le « Private Equity » ou le capital investissement.

- En quoi consiste le capitalisme des investisseurs institutionnels², et quels types de relations ils entretiennent avec les capital-investisseurs?
- Quels sont les différents métiers du capital investissement ?
- Quelle est la différence entre le capital risque et le capital investissement ?
- En quoi se différencient les métiers de banquier traditionnel et celui de capital investisseur ?

Cet ensemble de questions parmi tant d'autres qui fera l'objet des deux premières sections de ce chapitre, nous renseigne sur le degré de complexité induit par la diversité du concept que constitue le capital investissement, d'une part. D'autre part, vu son importance dans la croissance économique, l'innovation et la création d'emplois, le CI devient un objet de débat très fréquent. N'est-il donc pas temps de chercher après les raisons qui font que ce mode de financement original est très développé dans certains pays au moment où d'autres peinent à l'introduire dans leur paysage financier. C'est l'objet de la troisième section du premier chapitre.

Afin d'atteindre ce but, nous traiterons des sections suivantes :

Section I : La montée en puissance des investisseurs institutionnels.

Section II : Décryptage du CI.

Section III : Examen du CI au niveau international (Etats-Unis, Europe et Maghreb).

¹ Angers M : « Initiation à la méthodologie des sciences humaines », Ed. Casbah Université, Alger, 1997, p 108.

² R. C. Clark distingue quatre stades du capitalisme : le capitalisme bourgeois représentatif du 19^e siècle, le capitalisme managérial qui atteint son âge adulte dans les premières décennies du 20^e siècle, le capitalisme des investisseurs institutionnels qui émerge au début du 20^e siècle et atteint la maturité dans les années 1960, et le capitalisme des dirigeants des fonds de pension (Brabet J, 2002). Donc, selon cet auteur, le capitalisme des investisseurs institutionnels représente la troisième phase dans le cycle de vie du capitalisme. L'extension de ce capitalisme s'inscrit dans le développement des marchés financiers et de l'actionnarisation, et dans le reflux du capitalisme rhénan, de ses financements bancaires et/ou croisés.

Section I : La montée en puissance des investisseurs institutionnels

Le terme « investisseur institutionnel » désigne les investisseurs, autres que des individus, qui gèrent des fonds de manière professionnelle au sein d'une institution ou pour le compte de leurs clients (Brancato, 1997).

I.1-Les facteurs de développement des investisseurs institutionnels

Jusqu'aux années 1970 le capitalisme industriel était prédominant au sein de la formation économique et sociale. Néanmoins, Le retour en force, vers la fin des années 70, du secteur tertiaire a marqué les limites de cette prééminence en ouvrant une autre phase de développement que certains auteurs qualifient de phase de désindustrialisation ou de financiarisation de l'économie.

La finance y joue un rôle focal dans cette transformation. L'essor remarquable qu'elle a manifesté au cours des années 70 a engendré en effet une redistribution des cartes de pouvoir au sein même de la formation économique et sociale. Le capitalisme financier accède à l'hégémonie au dépens du capitalisme industriel. En cela, selon l'OCDE, la part des actifs financiers que les investisseurs institutionnels gèrent est estimée, en 1998, à 30 000 milliards de dollar, ce qui dépasse le PIB global des pays industrialisés concernés¹. Ils détiennent aujourd'hui en France environ 50% du capital des entreprises, 60% aux Etats-Unis et 75% en Grande Bretagne (Ben M'barek N, 2001). Ces chiffres correspondent à une position de contrôle majoritaire voir absolu.

Cette montée en force des investisseurs institutionnels s'explique par la rencontre de plusieurs facteurs : la déréglementation mondiale, la montée des déficits publics, les programmes de restructuration.

1.1-Ouverture et globalisation de la sphère financière

Durant ces vingt dernières années, le paysage financier a largement évolué tant au sein des systèmes financiers nationaux qu'au sein du système financier international. Les marchés bancaires et financiers ont connu une forte déréglementation qui s'est accompagnée d'un retrait significatif de l'économie d'endettement et l'apparition d'un nouveau mode de financement via les marchés de capitaux.

Considéré comme étant le dénominateur commun des profondes mutations financières qu'ont connues les systèmes financiers, la globalisation financière désigne l'unification et la mise en place d'un vaste marché de l'argent. L'ensemble de ces mutations financières trouvent leurs origines à la fois dans les différents processus d'innovations financières et des progrès techniques en matière de communication et d'information introduites par les différentes institutions financières dans le cadre de leurs politiques de développement. Mais aussi et surtout, dans les politiques poursuivies par les pouvoirs publics en vue de libéraliser leur système financier à travers l'ensemble des réformes financières adoptées dont l'objectif est d'assurer une meilleure interconnexion entre les différents marchés de l'argent, de libéraliser davantage l'activité bancaire et de favoriser l'essor de nouveaux intermédiaires financiers. Ce phénomène d'ouverture et de globalisation se caractérise par ce qui est convenu d'appeler la règle des trois D (Désintermédiation financière, Déréglementation financière et Décloisonnement des marchés).

¹ Plihon D et Ponsard J-P, La montée en puissance des fonds d'investissements, Édition la documentation française, Paris, 2002, p. 17.

Le processus de globalisation financière engagé au début des années 1980 a conduit à l'intégration des marchés nationaux et à la suppression des obstacles à la circulation des capitaux financiers entre pays industrialisés, et les innovations financières ont permis aux investisseurs institutionnels de devenir des acteurs prédominants dans l'économie mondiale. En effet, la déréglementation leur a permis d'acquérir la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises (Morin, 1998), et de jouer un rôle moteur dans l'internationalisation des marchés financiers (Plihon, 1999). Le capitalisme financier s'inscrit dans un processus de dérégulation, de libéralisation et de privatisation (Brabet J, 2002) :

Tableau n° 1 : La règle des trois « D »

<p style="text-align: center;">Déréglementation financière</p>	<p>La déréglementation traduit le processus de la libéralisation de l'ensemble des activités bancaires traditionnelles tout en favorisant l'émergence de nouvelles activités financières à travers la suppression des différents contrôles quantitatifs sur les activités financières et sur les prix. Elle est venue accompagner les innovations technologiques qui supprimaient ainsi, l'espace et le temps tout en facilitant la circulation internationale du capital. A cet effet, elle s'est répandue dans le monde à travers :</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'adaptation de l'organisation et du contrôle des marchés, aux nouveaux instruments résultants de l'innovation financière ; • Le démantèlement des différentes barrières pour répondre à l'accroissement des volumes échangés. • La substitution des instances professionnelles de gestion et de contrôle à la tutelle de l'état ; • L'abolition des différentes restrictions quantitatives sur les prix et les taux d'intérêts débiteurs.
<p style="text-align: center;">Décloisonnement des marchés</p>	<p>Le décloisonnement des marchés traduit l'éclatement des divers compartiments des marchés de capitaux aussi bien à l'intérieur à travers l'intégration des différents segments de marchés (marché monétaire, marché financier, marché de change et marché des produits dérivés) qu'à l'extérieur à travers la levée des différents contrôles de changes et de l'interconnexion des différents marchés de capitaux internationaux qui tendent à constituer un marché international de capitaux. Ceci permettra aux détenteurs d'argents et de titres de rechercher le meilleur rendement et la meilleure sécurité en déplaçant leur argent d'un titre à un autre, d'une monnaie à une autre, et d'un procédé de couverture à un autre.</p>
<p style="text-align: center;">Désintermédiation financière</p>	<p>La désintermédiation financière traduit le recul de la firme bancaire du financement des besoins de l'économie au profit du marché qui, de plus en plus, assure la majorité des financements au moment où le financement bancaire représentait les 2/3 en France et en Allemagne à la fin des années 1970. Ainsi, les profondes mutations financières venaient pour stimuler la « titrisation » des transactions financières internationales et imputer aux banques de nouvelles fonctions financières à travers leur différentes interventions sur les marchés, (passant d'une intermédiation de bilan vers une intermédiation de marché) et devenir de ce fait, non pas le créancier principal, mais prestataire de services aux entreprises qui accèdent directement aux marchés de capitaux.</p>

Source : Lalali R et Ziani L., Mondialisation financière et investissement bancaire étranger en Algérie. Etat des lieux et contraintes, (communication faite au colloque international sur le thème : « L'économie algérienne dans la mondialisation : atouts et contraintes », à Tizi-ouzou, 2009, p 5).

1.2-La montée des déficits publics dans les pays industrialisés

La croissance des déficits publics dans les principaux pays industrialisés, et notamment des Etats-Unis, a incité les Etats à être actifs en matière de déréglementation : en émettant des obligations peu risquées et bien rémunérées pour financer leurs déficits. Les Etats ont permis la dynamisation des marchés financiers.

1.3-Les programmes de privatisation et de restructuration

La subordination du comportement des actionnaires institutionnels aux caractéristiques de la population (santé, vieillissement, chômage...) se traduit par une logique de valeur actionnariale à maximiser, ce qui conduit à la financiarisation de plus en plus accentuée des économies développées (Aglietta, 2001). Cette logique conduit les entreprises à viser une rentabilité de court terme via certains dispositifs comme les restructurations industrielles qui ne sont pas sans conséquence sur les autres strates de la société, cadres-dirigeants et encadrés. Les programmes de privatisation conduits dans certains pays, tel la France, ont permis l'ascension des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises, qui ont eu la possibilité de racheter de gros blocs d'actions vu les montants énormes gérés. Ainsi, on estime aujourd'hui que près de 40% du capital des grandes entreprises cotées appartenant à l'indice CAC 40 seraient entre les mains des investisseurs institutionnels étrangers, surtout américains et britanniques (Lavigne S, 2004).

1.4-Système de retraite par capitalisation

L'individualisation des retraites a été favorisée par des réformes juridiques et des exonérations fiscales. A titre d'exemple, aux États-Unis, la loi ERISA (Employers Retirement Income Security Act) votée par le Congrès en 1974 offre aux salariés la possibilité d'ouvrir un plan d'épargne individuel bénéficiant d'exemptions fiscales. Ces réformes aboutissent à la fermeture de nombreux plans collectifs à prestations définies auxquels se substituent les plans individuels et canalisent l'épargne des ménages vers les investisseurs institutionnels. Dans les pays où la protection sociale et l'assurance-vieillesse publique sont développées, l'importance des fonds de pension reste limitée (El Mekkaoui De Freitas N et D. Plihon, 2004).

L'incertitude liée au financement des retraites a conduit les ménages à se constituer une épargne individuelle soit par achats de titres détenus en direct ou via des organismes de gestion collective type *mutual funds*. Les années 1990 sont marquées par la diffusion d'une culture boursière auprès des épargnants individuels : en effet, la bulle a incité les ménages à investir dans des actions pour réaliser des plus-values futures importantes.

I.2-Typologie des investisseurs institutionnels

Ils sont pour la plupart des organismes financiers qui gèrent des systèmes de retraite par capitalisation. Ils placent les cotisations des salariés dans des marchés financiers pour leur redistribuer des rentes, en fonction des rendements obtenus, sous forme de pension ou d'indemnités. Pour Crête et Rousseau (1997), ce terme générique inclut les banques et les autres institutions de dépôt, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, les conseillers en placement, les courtiers en valeurs mobilières, les institutions publiques ou para-publiques, les fonds d'investissement et les fondations. Cette panoplie d'investisseurs institutionnels comprend quatre types d'acteurs principaux (Brabet J, Op.cit, 2002) que l'on peut caractériser simplement de la manière suivante :

2.1-Fonds de pension publics et privés

Les fonds de pension ont pour objectif de délivrer des prestations de retraite aux salariés épargnants. Le terme fonds de pension est la traduction française du terme américain *Pension Fund* qui désigne une caisse de retraite. Les fonds de pension sont des institutions financières chargées de collecter et de centraliser les contributions salariales et/ou patronales et de les investir dans des actifs en vue d'assurer le paiement des prestations futures de retraite sous forme de versement d'un capital ou de rente viagère aux adhérents du fonds (Boubel A et Ponsard F, 2004).

Le développement de ces fonds est analysé comme une réponse à l'échec des mécanismes de redistribution survenue durant les années 70¹. La gestion des risques individuels n'est plus du ressort de l'Etat providence, elle relève, désormais, de l'initiative individuelle. L'attachement des américains, des japonais, et plus récemment des nouveaux pays industrialisés du sud-est asiatique, à l'individualisme et au marché (guidés par ce que certains auteurs appellent « the positive attitude ») leur fait, en effet, préférer l'initiative individuelle pour se garantir par des contrats d'assurance et selon les moyens financiers disponibles².

Dans cette logique, la cotisation de l'épargne-retraite est transférée à l'individu qui aura, dorénavant, la charge de constituer son propre épargne-retraite en cotisant auprès des fonds de pension dans le cadre des plans à cotisations définies. Nombreux sont les salariés, dans les pays à système de retraite par capitalisation, qui recourent à ces fonds là pour se prémunir des différents risques.

L'accréditation est apportée par le volume d'actifs financiers que ces fonds gèrent, et qui est estimé, en 1999, à près de 11 000 milliards de dollars³. Ce qui démontre que les fonds de pension sont devenus des acteurs majeurs de la finance de marché globale. Leur montée en force est d'abord la conséquence d'un phénomène démographique. La génération nombreuse du « baby boom » est arrivée à l'âge (40-60 ans) où les ménages épargnent. Comme la génération du « baby boom » est plus nombreuse que la précédente, les fonds de pension reçoivent actuellement en cotisations plus qu'ils ne versent en retraites. Ils placent l'excédant en titres.

Enfin, les fonds de pension sont à la base de l'extraordinaire vigueur du capital investissement américain durant les années 1990 autour des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication « NTIC » donnant naissance à la nouvelle économie au milieu des années 90. Cette nouvelle économie se caractérise par le remplacement du paradigme technologique dominant ; en l'occurrence l'électro-mécanique ; par la micro-informatique.

¹ Les mécanismes de redistribution se décomposent en effet en deux temps : des prélèvements obligatoires effectués par l'Etat sur certains agents (impôts, cotisations sociales) et des versements à d'autres ou aux mêmes agents de revenus de transferts (prestations sociales).

² De surcroît, pour ce qui est du paramètre de la rémunération, si l'ancien marché du travail rémunérait un facteur quasi-fixe, immunisé des fluctuations économiques, le nouveau marché, pour des raisons liées en grande partie à l'hégémonie dont accède les nouveaux acteurs financiers (maximisation de la logique de valeur actionnariale), rejette l'insécurité économique sur les salariés et indexe une part peu ou prou importante des salaires sur le profit. A ce stade, la rémunération se définit à grande proportion dans les frontières de la dimension économique, la dimension politique étant subsidiairement prise en considération. Sur le plan théorique, cette nouvelle conception, pour motif du rôle marginal des équilibres sociaux dans la définition des rémunérations qu'elle accrédite, dénigre l'interprétation keynésienne selon laquelle la rémunération est avant tout une variable exogène, déconnectée des grandeurs économiques (rendement et productivité).

³ Dominique Plihon et Jean-Pierre Ponsard, Op.cit, p. 20.

2.2-Les Organismes de Placement Collectif (OPC)

L'OPC est un fond constitué de sommes mises en commun par des épargnants et géré pour leur compte par un gestionnaire professionnel. En contre partie des sommes versées, l'épargnant reçoit des quotes-parts de l'ensemble des avoirs du fonds. Les OPC sont les sociétés qui gèrent les mutual funds américains, l'équivalent des SICAV françaises (Société d'Investissement à Capital Variable). Ils sont chargés de collecter des fonds auprès des ménages, d'entreprises ou d'autres investisseurs institutionnels et de les investir en titres de sociétés.

2.3-Les compagnies d'assurance

Au cours de sa vie professionnelle, le salarié est en effet exposé à plusieurs risques : maladie, chômage, accident de travail, vieillissement.... les compagnies d'assurance sont des intermédiaires financiers spécialisés dans l'élaboration de contrats ayant pour objectif de protéger les souscripteurs en cas de production de ces événements particuliers. Les compagnies d'assurance connaissent un grand essor dans certains pays comme les Etats-Unis, le Japon, le Royaume-Uni. Ainsi, en 1997, elles géraient environ 3300 milliards de dollars aux Etats-Unis, 1600 milliards de dollars au Japon et, approximativement, 1200 milliards de dollars au Royaume-Unis¹.

2.4-Les banques ou les filiales de banques spécialisées dans le capital risque « Venture Capital Subsidiaries »

Certaines sociétés financières, notamment les banques commerciales (la Société Financière « *SOFINANCE* », la *CNEP en partenariat avec la BADR, la BEA*), ont créés des filiales de CI, dans l'optique d'investir dans les affaires en création et en développement qui n'ont pas eu la chance d'attirer les fonds. Il s'agit de SCI semi-captives.

2.5-Les autres catégories

Brièvement, les nouvelles catégories d'investisseurs institutionnels sont : les fonds spéculatifs et les fonds éthiques. Les fonds spéculatifs ou les « *les hedge funds* » constituent une catégorie d'investisseurs institutionnels à part entière. Le premier fond créé aux Etats-Unis en 1949 par A. W. Jones, avait pour objectif initial de s'affranchir des variations conjoncturelles de la bourse en achetant la meilleure action d'un secteur et en vendant simultanément la moins bonne sur le marché à terme. L'objectif était donc de neutraliser les hausses ou les baisses de la bourse et de jouer sur l'évolution de l'écart entre les deux actions. Les fonds spéculatifs sont des investisseurs qui s'adressent à une clientèle restreinte composée de personnes physiques et morales, disposant d'un patrimoine élevé et présentant une plus grande tolérance à l'égard du risque. Ils n'utilisent pas l'épargne publique.

Fin 1997, l'ensemble des 3000 fonds spéculatifs ne représentait cependant qu'environ 1% de l'ensemble des actifs gérés par les investisseurs institutionnels (Plihon, Ponsard, Op.cit, 2002). En 2004, 4000 hedge funds gérant près de 400 milliards de dollars seraient recensés (S. Lavigne, Op.cit, 2004). Contrairement aux mutual et pension funds, les hedge funds ne sont pas enregistrés à la SEC (Security Exchange Commission) : ils ne sont donc soumis à aucun contrôle concernant la composition de leurs portefeuilles.

¹ Dominique Plihon et Jean-Pierre Ponsard, Op.cit, P. 24.

De leur côté, les fonds éthiques sont des actionnaires spécifiques. Ils effectuent des placements non seulement en fonction des critères de rentabilité et de risque mais aussi en fonction de critères sociaux, moraux et religieux. Ils évitent des investissements immoraux dans des entreprises de jeu, de l'armement, de l'alcool, du tabac... qui n'aspirent pas à la réalisation d'un développement durable, mais poursuivent un objectif de maximisation de la rentabilité à court terme même en bafouant la moralité des investissements. Les fonds éthiques s'intéressent au financement d'idées nobles et non seulement à la fructification de l'argent. Mais, la nature éthique ou non d'un investissement diffère d'un fond à un autre.

I.3-Logiques économiques des investisseurs institutionnels

Une logique économique peut être définie comme « un enchaînement cohérent et régulier de comportements liés à un petit nombre de motivations et de finalités »¹. Les investisseurs institutionnels reposent, à l'instar de tout autre capitaliste, sur une logique d'enrichissement. Cependant, l'accomplissement d'une telle logique est tributaire de la capacité des entreprises à écouler leurs marchandises et du rythme d'accumulation du capital qu'elles poursuivent. Cela signifie donc qu'une forte sujétion joint la logique d'enrichissement avec la logique marchande et la logique d'accumulation du capital.

3.1-Logique d'enrichissement

Pour un actionnaire institutionnel l'enrichissement se traduit quand l'entreprise maximise sa valeur actionnariale. Cette valeur exprime la performance financière d'une entreprise. Elle s'enferme dans deux indicateurs essentiels que sont la rentabilité financière et le taux de croissance du bénéfice net par action. Alors que le premier critère se rapporte aux résultats nets et aux fonds propres, le second, quant à lui, influence positivement les cours boursiers. Les entreprises cotées, pour remplir les exigences des marchés financiers, s'efforcent de présenter des bénéfices nets par action élevés et en forte croissance.

Cependant, les exigences du marché financier sont précédées par d'autres exigences sans lesquelles la valeur actionnariale ne serait jamais maximisée. Il s'agit, principalement, des conditions que les marchés des biens et services sollicitent pour réaliser la production en place. Il en résulte donc que la logique de valeur actionnariale et la contrainte marchande sont des logiques sociales qui s'interconnectent.

3.2-Logique marchande

Elle fait référence au processus de réalisation auquel s'exposent les entreprises dans la démarche aval de leur production. Cela fait presque un demi-siècle que l'économie de l'offre a été supplantée par une économie de demande suite au processus d'hétérogénéité des marchés qui s'est produit dans la période. En outre le niveau d'éducation, de formation, de culture et d'information dont bénéficient les consommateurs a bouleversé les rapports de force entre les producteurs et clients. Ces derniers exercent un effet de domination accrue sur les entreprises. Le poids du consumérisme s'est amplifié et les clients deviennent de plus en plus exigeants, à tel point que certains spécialistes ont remplacé le consommateur par le consomm-acteur.

¹ Bernard Chavance, Eric magnin, Ramine Mohamed-Nejad, Jaques Sapir, p. 252.

Cette situation a plongé les entreprises dans un champ concurrentiel exacerbé qui réduit toute chance de réalisation de la production en place. Dans cette optique, les intérêts des actionnaires institutionnels sont risqués, en ce sens que la non réalisation des outputs est synonyme d'une non entrée de liquidité et, par conséquent, d'une non maximisation de la valeur actionnariale. Connaissant ces risques, les actionnaires institutionnels réagissent, en vue d'une réalisation et, donc d'une reproduction élargie, par un durcissement des mécanismes d'accumulation du capital.

3.3-Logique d'accumulation

Cette logique d'accumulation du capital est rattachée à tout capitaliste s'inscrivant dans une logique d'enrichissement personnel, y compris l'actionnaire institutionnel. En ce sens, K. Marx qualifie le capitaliste d'« agent fanatique de l'accumulation » qui « force les hommes, sans merci ni trêve, à produire pour produire (...) ». D'où la célèbre formule : « Accumulez, accumulez ! C'est la loi et les prophètes »¹. La constitution organique du capital augmente sous l'influence de la concurrence et du progrès technique. Et comme l'économie contemporaine est porteuse d'une forte concurrence et d'un progrès technique en forte croissance, le processus d'accumulation du capital se trouve aussi accentué.

I.4-La politique des investisseurs institutionnels

La montée en puissance du pouvoir financier sur la gestion interne des entreprises entraîne une transformation du rapport de force entre actionnaires et dirigeants (Ponssard et Mottis, 2002). La politique des investisseurs institutionnels vis-à-vis des entreprises dont ils sont actionnaires découle en grande partie des règles qui définissent leurs obligations envers les épargnants. Il s'agit de défendre l'intérêt des épargnants en respectant les principes (*prudence, loyauté, diversification des risques*) qui fondent la logique « fiduciaire ». Cette politique actionnariale s'exerce principalement à deux niveaux : en premier lieu, elle vise à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale. Il s'agit de maximiser le taux de rentabilité interne « TRI » du portefeuille géré par les investisseurs. En second lieu, les investisseurs cherchent à imposer aux entreprises des règles de « gouvernement » destinées à faciliter le contrôle des entreprises dont ils sont actionnaires. Leur politique actionnariale vise plusieurs objectifs.

4.1-La création de la valeur pour l'actionnaire

Les investisseurs institutionnels cherchent à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de la valeur actionnariale afin de maximiser la valeur et le rendement financier du portefeuille en adoptant des politiques de rémunération plus incitatives pour tous les niveaux hiérarchiques de l'entreprise :

- **Haut de la hiérarchie** : stock options ;
- **Niveaux inférieurs** : se baser sur des indicateurs internes comme l'EVA (Economic Value Added) qui correspond au résultat économique après rémunération de l'ensemble des capitaux investis.

¹ In BOUTILLER S., L'entrepreneur dans la théorie économique, Revue Problèmes Economiques, n° 2.482, 1999.

4.2-La mise en place de règles de gouvernance destinées à faciliter le contrôle

Le mode de gouvernance est devenu de type « *shareholder* ». Ce mode fondé sur le contrôle externe par les marchés et les actionnaires est le mode de régulation de référence dans les pays anglo-saxons. Le but à atteindre est la maximisation de la valeur pour l'actionnaire, c'est-à-dire le profit ou le cours boursier. Ce mode est souvent opposé au modèle « *stakeholder* », présent dans la plupart des pays européens (exception faite de certains pays du nord et de la Grande Bretagne), dont l'objectif à réaliser est plus la défense de l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise que la maximisation de la richesse des actionnaires.

Les investisseurs institutionnels sont généralement des actionnaires minoritaires, ils cherchent à exercer un contrôle indirect sur l'action des dirigeants sans prendre directement part à la gestion des entreprises. De ce fait, ils jouent un grand rôle dans la définition des principes de la gouvernance d'entreprise^(*). Ces principes concernent cinq domaines essentiels :

- *Composition du conseil d'administration* : Nomination d'administrateurs indépendants dont la présence est positive pour la performance de l'entreprise, séparation entre les fonctions de président et de directeur général « DG » pour assurer une réelle séparation des pouvoirs, mise en place de comités (audit, rémunération, nomination, stratégie...), et éventuellement révocation des équipes dirigeantes jugées peu performantes.

- *Droits de vote* : Les actionnaires sont appelés à voter chaque année pour approuver les comptes et se prononcer sur un certain nombre de résolutions. Les investisseurs institutionnels sont pour l'élasticité des procédures en matières du droit de vote, ou vote par procuration (pour les actionnaires « résidents »), respect du principe « une action, une voie ».

- *Transparence* : Utilisation de normes comptables internationales, publication de résultats trimestriels et informations concernant la rémunération totale des dirigeants, réduire les asymétries d'informations.

- *Barrières anti-OPA* : Elimination des stratégies anti-OPA telles que les votes préférentiels ou les droits de vote double, la constitution d'un noyau dur et les pilules empoisonnées.

- *Rémunération ou intéressement des dirigeants* : Plus les dirigeants détiennent d'actions, plus leurs objectifs devraient être alignés sur ceux des actionnaires (Parrat. F, 2003). En indexant leurs rémunérations sur les performances réalisées et en leur attribuant des actions ou des stock-options, les dirigeants devraient favoriser la convergence d'intérêts. Les stock-options recherchent à assurer un intérêt commun entre les actionnaires et les dirigeants.

La figure de la page suivante (Figure 1) nous renseigne un peu plus sur les stratégies de ses nouveaux capitalistes et l'implication de leurs règles de fonctionnement sur les entreprises à qui ils apportent un financement :

* - La gouvernance d'entreprise sous entend cinq principes (Ploix, 2005) : la responsabilité et l'intégrité des dirigeants et des administrateurs, l'indépendance du conseil d'administration, la transparence et la divulgation des informations « disclosure », le respect des droits des actionnaires, la vision stratégique à long terme. Charreaux estime que pour être efficace, un système de gouvernement d'entreprise doit jouer un double rôle : un rôle préventif en permettant d'éviter que des situations de crise surviennent, et un rôle curatif en permettant la résolution des situations de crise.

Figure n°1 : Les relations entre les règles de gouvernance des fonds de pension américains et les entreprises cibles



Source : E. Jeffers et D. Plihon : « investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », Revue d'Economie Financière ; p. 145.

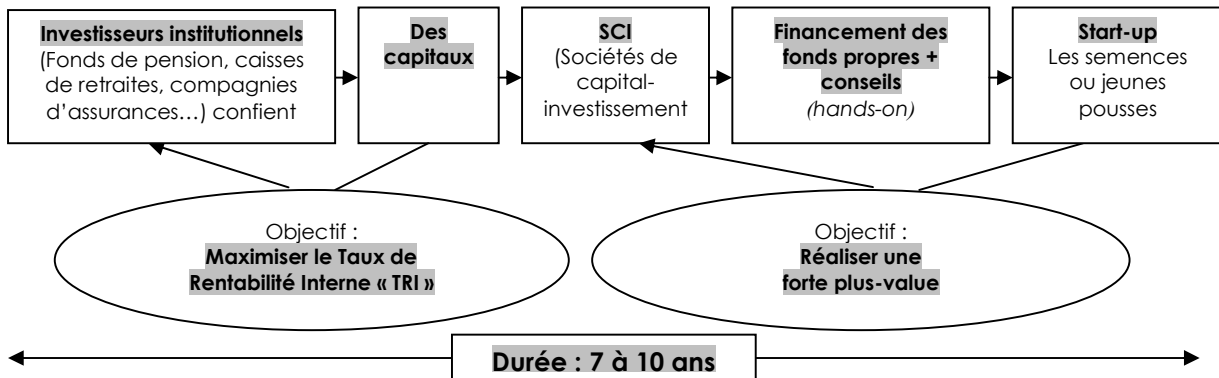
I.5-Le lien entre les investisseurs institutionnels et les capital-investisseurs

Le CI est une source de financement en fonds propres ou quasi-fonds propres qui concerne un nombre réduit d'entreprises non cotées (c'est une activité élitiste et élective). Le capital-investisseur est un intermédiaire financier original : il se positionne entre l'investisseur institutionnel et l'entreprise, sa rémunération vient essentiellement de la plus value réalisée lorsqu'il revend la prise de participation, il intervient directement dans la gestion de l'entreprise.

En d'autres termes, l'activité du CI est un mode de financement original qui met en relation trois types d'opérateurs : les investisseurs institutionnels, les SCI et les entreprises financées « les cibles ». Les SCI assurent l'interface entre les investisseurs institutionnels (en amont) qui collectent des fonds auprès des agents à capacité de financement tels les ménages et les agents à besoin de financement ou les start-ups (en aval).

Le mécanisme de fonctionnement de cette industrie est explicité par la figure ci-dessous :

Figure n° 2 : Le capital-investissement : une intermédiation financière spécifique



Source : Mondher Cherif : « Le capital-risque », Editions d'organisation, Paris, 2000, P 19.

Donc, les investisseurs institutionnels confient des capitaux à des fonds ou à des SCI pour une durée d'environ dix ans. A l'issue de cette période, le fonds est liquidé par introduction de la start-up financée en bourse. La relation de financement par le CI s'assimile donc à un mariage avec promesse de divorce (Battini, 1999).

Les capital investisseurs reçoivent des fonds collectés par les investisseurs institutionnels, et les placent dans des entreprises qu'ils ont sélectionnées et qu'ils accompagnent dans l'amélioration de leur gestion et de leur développement. Ces investissements sont susceptibles d'assurer des plus values en cas de succès de l'entreprise, lorsque les actions de celle-ci commencent à être cotées et échangées en bourse à une valeur plusieurs fois supérieure au montant de l'investissement initial.

En plus de l'apport financier, le capital-investisseur se particularise par sa stratégie « *hands on* » qui rend compte de son intervention dans la gestion de l'entreprise financée et qui signifie littéralement « mettre la main à la patte ». Cette expression est remplacée en français par une autre expression « suivre la start-up ». Ce suivi constitue l'apport non financier du capital-investisseur. Selon Apax Partners¹, un OCI apporte :

- Des contacts fondés sur des objectifs financiers communs et sur son expérience ;
- Une assistance permettant d'établir des relations consultatives de qualité ;
- Un soutien dans le recrutement de cadres, dirigeants ou non, de haut calibre et influents ;
- Un soutien et des recommandations en matière de développement international par le biais d'alliances stratégiques, d'acquisitions et d'autres opérations ;
- Une connaissance approfondie du secteur et de la technologie des produits et services ;
- Une équipe internationale de professionnels expérimentés, qui jouissent d'un excellent réseau de contacts.

¹ Cité par E. Dubocage et D. Rivaud-Danset in : « Le capital-risque », Ed. La découverte ; Paris ; 2006. p. 25. Il s'agit d'un organisme de capital-risque français dont le site est : www.apax.com.

Section II : Décryptage du capital investissement**II.1-Définition du capital investissement**

Pour paraphraser J. Lachmann, il n'y a pas un seul métier du capital-investissement mais toute une gamme de métiers. En d'autres termes, le capital investissement fait référence à une variété de métiers qu'il convient de distinguer : Le capital-risque, Le capital développement, Capital-transmission ...

1.1-La variété des définitions

Pour Gilles COPIN (Battini P, Copin G et Raugel J-P, 1990), il existe au moins trois définitions possibles, une restrictive, une large, et celle du compromis :

➤ La définition restrictive : le financement par capital risque est une prise de participation dans une jeune entreprise de technologie par un organisme désireux d'aider activement l'équipe dirigeante en vue de dégager une plus value à terme.

➤ La définition large : le financement par capital risque est destiné au renforcement des fonds propres pour pallier la sous-capitalisation chronique des entreprises et permettre entre autres, l'effet de levier indispensable pour la recherche de financements supplémentaires.

➤ La définition du compromis : le financement par capital risque ou capital-investissement est l'injection de fonds propres dans les entreprises récentes ou plus âgées, mais amorçant une nouvelle étape significative de croissance, de préférence dans des secteurs où les perspectives de développement sont importantes, le but de cette opération est la réalisation d'une plus-value, dans un cadre de collaboration active lorsque cela est possible, cette définition du financement par capital-investissement comprend les interventions en amont et en aval de la création, le financement de développement.

Donc, la pluralité des métiers du CI donne lieu à une variété de définitions¹, parmi lesquelles :

- « Le capital-risque est un type particulier de financement destiné pour l'essentiel aux entreprises jeunes et innovatrices qui ont besoin de capital pour financer le développement de leur produit et leur croissance et qui doivent, par la nature de leur activité, obtenir ce capital largement sous forme de fonds propres » (G. Baygan et M. Freudenberg, 2000).

-La loi algérienne relative à la société de capital-investissement (Loi n° 06-11 du 24/06/2006) définit l'activité de la façon suivante :

« Le capital-investissement a pour objet la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi-fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation. »

Ces deux définitions sont une qualification juridique de l'activité, puisque les dispositions de ces lois sont en fait des statuts fiscaux de faveur, visant à encourager l'activité.

¹ Dans les affaires, lorsqu'il s'agit d'activités se développant dans des conditions socio-économiques très diverses (le contexte anglo-saxon diffère du contexte de l'Europe continentale par exemple) les définitions varient d'un auteur à un autre (M. Bertonèche ; L. Viskery, 1987).

- Pour l'OCDE (1996) « le capital risque est défini comme le capital fourni par des sociétés qui investissent et accompagnent les dirigeants de jeunes entreprises qui ne sont pas cotées en bourse. L'objectif poursuivi est un rendement élevé de l'investissement. La valeur est créée par la jeune entreprise en partenariat avec l'argent apporté par la société de capital-risque et son expertise professionnelle ».

La définition ci-dessus ne souligne ni la dimension innovatrice, ni l'apport en fonds propres d'une manière explicite. En revanche elle mentionne le fait que le capital-risqueur apporte son expertise à l'entrepreneur à côté de l'argent.

- « Le capital-risque est certes une technique financière particulière, mais également un partenariat privilégié qui demande encore une remise en cause des mentalités et de la culture entrepreneuriale, tant des chefs d'entreprises que des financiers eux-mêmes » (J. Lachmann, 1999). En effet, Le CR est un partenariat entre un professionnel financier et un professionnel industriel. Il n'est pas gouverné par la logique du chacun pour soi caractérisant le financement à risques (*risk financing*) : le venture capital consiste à structurer les relations entre un professionnel de la finance (OCR) et une jeune entreprise innovante ayant un fort potentiel de croissance (les jeunes pousses) au profit des financiers, mais aussi de la start-up qui :

- Accède à des ressources financières ou matérielles (Gilles G et Jumel S, 2005) ;
- Accède à la connaissance (Gilles G et Jumel S, 2005).

Cependant, toutes ces définitions, dont la finalité est d'ordre technique, ne rendent pas compte de la philosophie, des tenants et des aboutissants du métier de CI. Une autre définition plus complète et plus judicieuse, car elle rend compte, de la façon la plus exacte, de tous les aspects de l'activité :

- « Le capital-investissement et la prise de risque réalisée par des investisseurs en capital qui acceptent de devenir actionnaires d'une société non cotée en bourse dont ils n'assurent pas la direction, mais qu'ils assistent de leur compétences techniques et sur la gestion de laquelle ils exercent un contrôle plus ou moins important, en vue de réaliser, à terme, un profit sous la forme d'une plus-value sur la cession de leurs participations » (K. E. Bouatouata, 2005).

BATTINI donne une définition du financement par capital risque en insistant surtout sur ses caractéristiques, ainsi le capital risque se présente selon lui comme : Un procédé de financement en fonds propres, destiné aux PME.

- Un métier nouveau mettant en présence des acteurs nouveaux.
- Des relations d'un type particulier entre la finance et l'industrie.
- Une association entre des apporteurs de capitaux de types différents.
- Un moyen de s'enrichir pour les différents acteurs grâce à l'activité industrielle.

D'après les définitions classiques de ce mode de financement, l'activité de capital investissement et celle de capital risque sont trop peu souvent dissociées, sur ce, quelle est la différence entre capital risque et capital investissement ?

1.2-Réflexion sémantique : le Capital Risque (CR) et Capital Investissement (CI)

Le capital-risque se limitait au départ au financement de la création de PME (Start-ups) innovante à fort potentiel de croissance qui sont considérées comme étant des investissements à haut risque mais à rendement élevé. Le terme capital risque est utilisé pour désigner le processus d'investissement de portefeuille dans les PME. En réalité, le capital risque est seulement une partie du large processus de financement d'une entreprise et n'est significatif que durant les premières étapes de celui-ci. Le capital risque peut être ainsi défini plus précisément comme une forme de capital investissement, représentant une technique plus structurée pour fournir du capital aux entreprises émergentes à croissance élevée. Le capital risque est étroitement lié au concept de capital investissement, qui consiste à investir dans des sociétés non inscrites sur un marché boursier public. Il existe une grande similitude entre le capital risque et les autres formes de capital investissement, et de nombreuses sociétés de capital investissement s'engagent dans les deux types de financement.

En revanche, le concept du capital-investissement englobe : le capital-crédation, le capital-développement et le capital-transmission. La différence principale entre le capital investissement et le capital risque est que ce dernier s'adresse aux nouvelles entreprises qui passent par plusieurs étapes avant la sortie finale, alors que le capital investissement s'adresse à un éventail d'entreprises plus large, le plus souvent à des entreprises matures ayant des perspectives de restructuration. La transaction de capital investissement a tendance à intervenir dans moins d'étapes de financement et à cibler davantage le financement de dettes que ne le fait le CR. En général, le CR dans son sens le plus strict constitue une petite fraction de transactions de CI.

1.3-L'identification des différents métiers

Traditionnellement, la littérature économique consacrée à l'activité des capital-risqueurs (P. BATTINI, 1985), distingue sept étapes au sein du cycle de vie de ce métier qui peuvent être regroupées en trois grandes rubriques ayant chacune leur spécificité : la création, le développement et la transmission/reprise d'entreprises. Aussi il convient d'identifier les différents métiers du CI.

Le capital risque inspiré de la démarche américaine de venture capital et capital investissement adopté ne sont pas des synonymes et ne relèvent pas de la même approche. En effet, l'activité du capital risque a connu ces dernières années une mutation stratégique, consistant dans l'évolution vers le capital investissement.

En France, la loi cite le « capital-risque », mais c'est l'appellation « capital-investissement » qui s'est imposée dans le langage des spécialistes du métier. Dans ce sens, certains spécialistes d'expression française, ne voulant pas s'embrasser de la supériorité de la langue de Shakespeare sur celle de Molière, préfèrent utiliser le terme « *venture capital* », pour désigner le couple amorçage-crédation, et celui de « *private equity* », pour désigner les autres segments de l'activité.

En bref, le capital investissement comprend plusieurs métiers qui se complètent les uns les autres. Selon le stade d'intervention des Capital Investisseurs dans la vie de l'entreprise, on distingue le capital risque, les investissements d'amorçage, de création, de post-crédation, de développement, et enfin ceux de transmission ou succession.

1.3.1-le capital risque

Le financement de la création d'entreprise, le capital création englobe trois métiers bien distincts :

✓ **Le seed capital ou capital d'amorçage** est le financement très en amont du démarrage d'une entreprise et son objectif est de prouver la faisabilité de l'idée ou du projet (zéro stage). Les caractéristiques de cette étape expliquent que le financement des nouvelles firmes ne peut être assuré que par des fonds personnels ou des ressources mises à disposition par la famille et les amis (love saving) ou par des particuliers-investisseurs à la recherche d'avantages fiscaux (business angels). Pour les entreprises existantes, c'est essentiellement l'autofinancement, le financement public et exceptionnellement les interventions des SCR spécialisées qui peuvent y contribuer financièrement. La finalité de cette étape est de permettre l'élaboration du plan de développement (business plan) pour convaincre des investisseurs de financer le démarrage ou le lancement d'un nouveau projet. Le document doit généralement présenter sur un horizon de trois ans la structuration technique, juridique, économique et financière du programme. Les entreprises algériennes culturellement habituées à négocier et à discuter avec l'administration, ont tendance à appeler cette pièce le « dossier », ce qui a une connotation strictement administrative et globalement négative. Au contraire les anglo-saxons parlent de business plan qui est une véritable démarche active et commerciale. Ce document stratégique offre une vue synthétique du projet pour sensibiliser, convaincre, vendre, attirer et lever les capitaux nécessaires pour le développement auprès des divers partenaires industriels et financiers. Il constitue le stade le plus précoce. Il s'agit de finaliser un projet en cours de conception, de financer des recherches pour valider une technologie. Ce sont des dépenses préalables à la création de l'entreprise, ou autrement dit des coûts irrécupérables « sunk costs ».

✓ **Le démarrage proprement dit (start-up)** est le financement de la création d'entreprise, il concerne le premier tour de table et les premières années de vie de la firme. La disponibilité des capitaux propres constitue généralement l'élément crucial des ressources financières devant permettre de faire face à une partie des dépenses initiales, tels que les frais d'établissement, l'acquisition d'équipements et les frais d'exploitation. L'insuffisance des fonds propres et souvent la faiblesse des jeunes sociétés est une cause importante de leur mortalité. Faire entrer, dès le départ, un capital-risqueur spécialisé en financement de nouvelles et jeunes entreprises serait un moyen de combler cette lacune, mais il est généralement très difficile de le mobiliser.

✓ **La post-création ou la phase de première croissance (early stage)** concerne les deux ou trois premières années de démarrage de l'entreprise, elle va jusqu'au stade du lancement industriel et commercial du projet, qui constitue encore une période de très grande vulnérabilité et qui peut relever des mêmes difficultés de financement que la phase de démarrage ou de lancement.

Le capital-faisabilité ou d'amorçage, le capital-création et la post-création forment la profession de capital-risqueur stricto-sensu, au sens américain de venture capitalist, par opposition aux deux autres métiers du capital-développement et du capital-transmission.

L'ensemble de ces trois métiers est appelé le capital-investissement et le capital risque n'est qu'une de ses composantes.

1.3.2-Le capital développement

Au cours de son développement, l'entreprise a également besoin de capitaux propres pour financer sa croissance ou pour franchir une nouvelle étape, comme par exemple le renforcement de la politique commerciale, le réajustement du niveau de la production, le lancement d'un nouveau produit, la pénétration des marchés étrangers, etc. Du fait du moindre risque de cette phase, les concours financiers sont généralement plus faciles à obtenir, aussi l'arrivée de Sociétés de Capital Investissement « SCI » peut être envisagée, mais à des niveaux de participation relativement élevés. Les interventions de capital-investisseurs sont essentiellement basées sur des critères financiers (TRI, ventes, résultats...) et commerciaux (part de marché, état de la concurrence...) avec des expertises et analyses détaillées, destinées à rassurer sur les chances de plus-value.

Le capital développement, compte tenu de l'état de bonne santé financière de l'entreprise, peut constituer une excellente opportunité pour le capital investisseur de réaliser des plus-values intéressantes et sans risque (Bouatouata K-E, 2005).

La phase du développement de l'entreprise se décompose généralement en trois sous étapes :

❖ **Le financement du second stade de développement** (second stage) ou le deuxième tour de table financier qui permet de couvrir les besoins en fonds de roulement résultant de la croissance des ventes, en particulier quand l'entreprise se trouve contrainte d'accorder des délais de paiements plus longs pour accéder à certains marchés.

❖ **Le financement de l'expansion** (expansion capital) ou le troisième tour de table permet la réalisation de nouvelles extensions des capacités de production ou du réseau commercial. Si l'autofinancement ou les ressources internes ne sont pas suffisants, l'obtention de concours financiers extérieurs ne devrait pas poser de gros problèmes à ce stade de développement de l'entreprise.

❖ **Le financement d'attente** (mezzanine financing) ou **le financement relais** (bridge financing) permet à l'entreprise de faire le relais pour préparer la reprise par une autre société ou l'introduction en bourse nécessitant des moyens financiers que les dirigeants ou les repreneurs ne peuvent pas toujours mobiliser, il s'agit généralement d'un financement obligataire ou de prêts subordonnés, voire des prêts relais, qui permettent éventuellement aux « prêteurs mezzanine » une entrée au capital à des conditions avantageuses.

En d'autres termes, le capital développement a pour mission d'accompagner la croissance interne ou externe de l'entreprise. L'entreprise a franchi le point mort ; c'est-à-dire les recettes dépassent les charges fixes et variables et a atteint son seuil de rentabilité. Les capitaux seront utilisés pour le financement de l'élargissement des capacités productives, ou le rachat d'entreprises concurrentes. L'intervention du capital investisseur dans cette phase s'effectue, dans la majorité des cas, par augmentation du capital, ce qui permet de renforcer la capitalisation de l'entreprise en fonds propres. Le capital développement comprend donc : le financement du second stade de développement (*second stage*) ; le financement de l'expansion (*expansion capital*) ; le financement d'attente (*mezzanine financing*) ou le financement relais (*bridge financing*).

1.3.3-Capital-reprise/transmission

Différentes situations peuvent se présenter : le dirigeant-proprétaire d'une société qu'il a porté à sa maturité voudrait soit engager une dernière ou une nouvelle poussée de croissance, soit se retirer en vendant tout simplement son affaire, soit réaliser une partie de son patrimoine. Le capital-investisseur peut l'accompagner dans cette phase et il est d'ailleurs recherché par les repreneurs. Il peut également s'agir de la cession d'une entreprise familiale ou d'une filiale d'un grand groupe industriel ou financier reprise par ses salariés ou par un manager extérieur.

Les investissements de transmission ou de succession s'apparentent à la gestion des parts d'une entreprise. Au bout de quelques années d'existence, certains actionnaires peuvent opter pour la cession de leurs parts dans l'entreprise. Dans ce cas, le capital investisseur intervient par le biais de différents montages financiers. La technique de rachat la plus connue c'est le LBO (*Leverage Buy-Out*) où le ou les acheteurs créent une holding qui s'endette pour acheter l'entreprise cible. Comparées aux investissements de capital risque ou de capital développement, les opérations de transmission ou de succession ne s'apparentent pas au financement d'une entreprise au sens strict. D'autres techniques permettent de réaliser les opérations de reprise/transmission : LBI ; BIMBO ; RES...

1.3.4-Les autres métiers du capital-investissement

A côté de ces trois principaux stades d'investissement, certains auteurs rajoutent les stades ci-après : le **Capital-retournement** (quand il s'agit d'entreprises ayant des difficultés). L'entreprise peut être reprise par une autre équipe de dirigeants pour la restructurer, l'**IPO (l'introduction en bourse)**, et le **Public to Private (P to P** ; aux USA, une entreprise cotée est dite public. Le P to P est la sortie d'une entreprise de la bourse).

➤ Le bridge financing

Le bridge financing ou capital déploiement, ce financement est destiné aux entreprises conduites à l'introduction en bourse. Des entreprises qui ont besoin de fonds pour pouvoir répondre aux exigences du marché boursier. A ce niveau, l'entreprise nécessite, en plus des fonds injectés pour lui permettre de s'introduire en bourse, un contrôle, des conseils de gestion et une gestion de trésorerie.

➤ Le capital reclassement (replacement capital)

Il consiste en le rachat de positions minoritaires d'un ou plusieurs associés ou actionnaires de la société cible. Il a été développé par analogie au capital transmission sauf que ces prises de participation ne permettent pas la prise de contrôle de la société cible.

➤ Le financement du retournement (turnaround)

Ce mode de financement a pour objectif le redressement d'entreprises en difficulté, l'intervention de la société de capital investissement n'a pas pour seul objectif de rétablir la situation financière de l'entreprise par un apport de capitaux mais, aussi l'aider à retrouver une certaine prospérité sur le marché en l'assistant dans sa gestion et ses choix stratégiques.

L'Algérie a pratiqué le financement de retournement par le biais de la Caisse Nationale d'Assurance Chômage « CNAC », un financement de retournement qui ne disait pas son nom car il est plus connu sous le nom d'« aide aux entreprises en difficulté » ou encore « financement du maintien de l'emploi ».

Dans les cas du seed capital et de capital risque, les capitaux servent à l’amorçage ou à la création « *seed capital* ». Précisément, il s’agit du cas où un entrepreneur manque de ressources financières pour tester le potentiel économique de son projet. En l’espèce, il peut s’agir de dépenses en R&D en faveur d’une nouvelle technologie, la construction d’un prototype, le financement d’une étude de marché poussée ou la rédaction d’un business plan ou encore le recrutement de personnel. Les investissements de post-crétion et de développement ont pour objectif l’accompagnement du développement d’une entreprise dont le modèle économique est jugé viable c’est-à-dire que la production du bien est techniquement réalisable et qu’il existe bien une demande pour le bien en question. Dans ce cas, il s’agit d’accélérer la mise sur le marché du produit (*time to market*).

1.4-Domaine d’intervention du capital-investissement

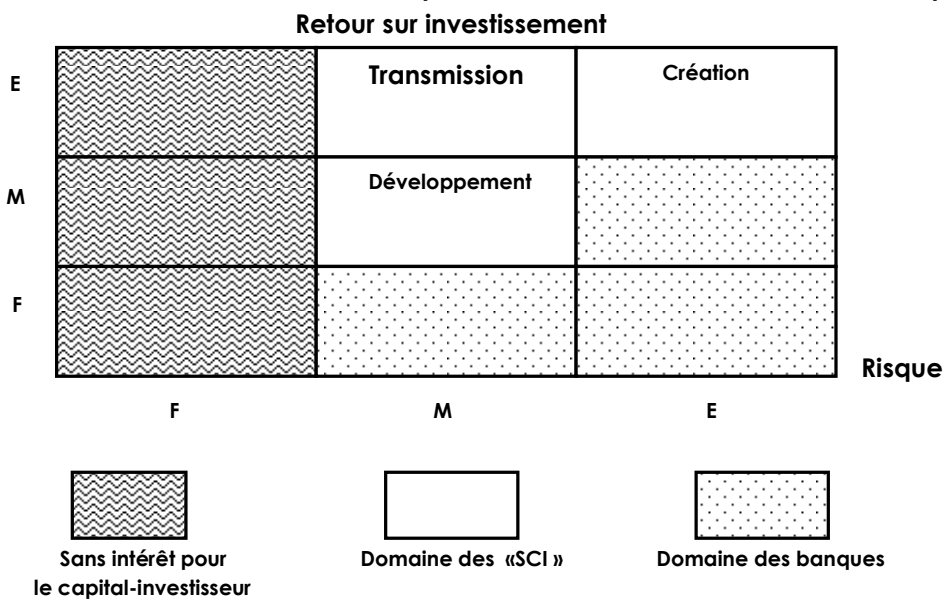
Le CI est une forme de financement permettant de procurer à des entreprises de petite et moyenne taille, les fonds propres nécessaires à leur développement et à la réalisation de leur croissance. A l’opposée des banques, le capital-investisseur est un investisseur actif apportant un appui intellectuel et accepte de partager les risques de l’entreprise.

Les sociétés de capital investissement (SCI) interviennent dans les activités où le risque et le retour sur investissement sont moyens (Capital-développement), les activités où le risque est moyen mais le Return On Investment « ROI » est élevé (Capital-transmission), et les activités à risque et ROI élevés (Capital-crétion).

Néanmoins, depuis les années 1980, il y a eu recentrage des activités des SCI sur les segments : développement et transmission, délaissant ainsi la création (Capital Risque) trop risquée dans un environnement turbulent où le mot d’ordre est la mondialisation de l’économie.

La figure ci-dessous nous éclaire sur le domaine d’activité des SCI :

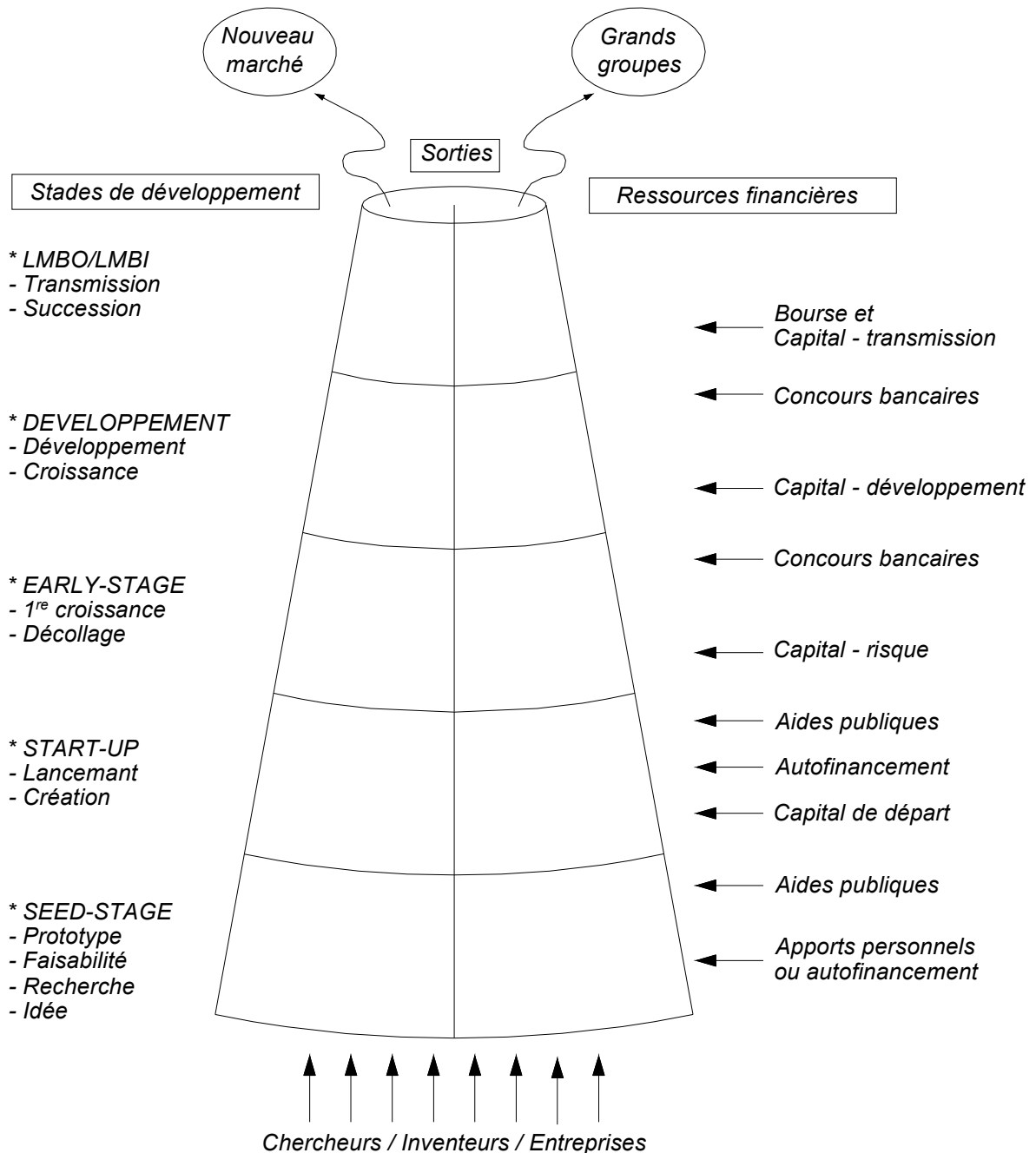
Figure n° 3 : Domaine d’intervention du capital-investissement et matrice « ROI/Risque »



Source : S. Marrakchi : « le rôle des SCR dans la création de PME en Tunisie », séminaire international sur le financement des PME dans leurs activités internationales, organisé le 26 novembre 1999 à MURCIA par FINANCES MEDITERRANEE et la CONFEDERATION ESPAGNOLE DES CAISSES D’EPARGNE, p. 32.

Toute la difficulté du financement de la PME relève d'un problème de « Tirage de la cheminée » qu'il faut éviter, et cela passe par l'implication de l'Etat dans le capital création. Le schéma ci-après illustre la cheminée du financement des entreprises :

Schéma n°1 : Cheminée du financement des entreprises



Source : J.LACHMANN, capital risque et capital investissement, Ed. Economica, Paris. 1996, p.41.

1.5-Typologie du capital investissement

Deux typologies peuvent être avancées : l'une est axée sur la nature des investissements, l'autre sur le degré d'indépendance ou d'appartenance.

1.5.1-Selon la nature des investissements

Selon la nature des investissements, on distingue trois catégories du CI.

1.5.1.1-Le capital investissement institutionnel

Il est lié d'une façon ou d'une autre à des institutions financières privées ou publiques consacrées exclusivement à l'activité de CI. Les institutions publiques interviennent dans la plupart des cas en phase d'amorçage. C'est le cas par exemple de l'Agence Nationale de Valorisation de la Recherche « ANVAR » en France et de l'Agence Nationale de Valorisation de la Recherche et de Développement Technologique « ANVREDET » en Algérie et d'autres structures d'aides à la création d'entreprises en France et des fonds de pension aux Etats-Unis.

1.5.1.2-Le capital investissement informel

Il est mené par les business angels qui sont des personnes physiques ou de grandes familles fortunées ou encore des petites structures indépendantes, comme les associations des anciens élèves des grandes écoles, les associations de chefs d'entreprises qui financent des PME. C'est le cas de Dassault, Lacoste, de Mérieux, en France. Les business angels se comptent par dizaines en France et au Canada, par centaines au Royaume-Uni, par milliers aux USA.

1.5.1.3-Le capital investissement industriel

C'est l'intervention des groupes industriels dans le CI, à l'image de France Télécom, d'EDF et de la poste en France et de Xerox, Exxon et de Microsoft aux Etats-Unis. Le capital investissement industriel semble être un outil de veille stratégique dont se saisissent certaines entreprises industrielles pour avoir une veille active de leur environnement stratégique :

- Déceler les technologies naissantes, les nouveaux marchés et les compétences prometteuses,
- Exploiter les opportunités ainsi offertes,
- Préparer les ripostes si ces opportunités deviennent des menaces en tombant entre les mains de la concurrence,
- Surveillance de l'environnement et action se combinent alors, selon les différentes dimensions du management, et peuvent impliquer l'entreprise à long terme, tout en lui laissant la possibilité de se retirer à moindre frais.

1.5.2-Selon le degré d'indépendance ou d'appartenance

L'Association Française des Investisseurs en Capital « AFIC » ventile ces établissements selon leurs degrés d'appartenance ou au contraire d'indépendance. Nous pouvons ainsi recenser quatre types d'investisseurs.

1.5.2.1-Les indépendants : société ou fond de CI, pouvant être coté ou non, dont les fonds proviennent de plusieurs sources et dans lesquels aucun actionnaire n'est majoritaire ; la structure de décision est donc indépendante et est habilitée à prendre des décisions en toute liberté sans tenir compte d'autres intérêts que ceux propres aux projets.

1.5.2.2-Les captifs : organisme spécialisé dans le CI, filiales ou département d'une banque, d'un établissement financier, d'une compagnie d'assurance ou d'une société industrielle ; la majorité sinon la totalité des capitaux proviennent de maison mère ; les décisions d'investissement peuvent alors être prises en fonction d'autres éléments (conduite édictée par la stratégie et les projections de la maison mère).

1.5.2.3-Les semi-captifs : filiales d'un établissement financier, d'une compagnie d'assurance ou d'une société industrielle qui opère comme un indépendant qui lève des capitaux importants auprès d'investisseurs externes.

1.5.2.4-Les fonds du secteur public : organisme spécialisé dans le CI dont les capitaux proviennent en totalité ou en partie, directement ou indirectement, d'organismes publics. Ces organismes privilégient en général les projets créateurs d'emplois ou présentant des profils d'intérêt général.

La prise en compte de ces caractéristiques, souvent négligées par les entrepreneurs, peut s'avérer déterminante. Ainsi, la qualité de l'organisme de CI et son degré d'engagement doivent être compatibles aux besoins de l'entrepreneur et au risque que présente son projet.

1.6-L'organisation d'une structure de capital investissement

Il n'y a pas une structure meilleure, mais différentes structures sont les meilleures dans différentes conditions (G. Mougenot, 2002, p.217).

Dans la plupart des cas, le fonds de CI est une petite structure. Que l'organisation soit indépendante ou filiale d'un grand groupe, elle repose avant sur la qualité de ses dirigeants et non sur la taille. De fait, elle sera bien distincte de la maison mère, et ce quel que soit le type d'organisation.

1.6.1-Composition d'une structure de capital investissement

En général, une structure de capital investissement se présente comme suit :

1.6.1.1-Une équipe

Dans la plupart des cas, le fonds est géré par deux ou trois dirigeants assistés d'autant d'employés. Il est possible de trouver de grands fonds dont l'effectif dépasse les 10, leur particularité est l'augmentation de leurs tickets d'entrée. Elle se présente en général comme suit :

- Des seniors partners (associés seniors) : ils dirigent la société de gestion et participent à la prise de décision ;
- Des juniors partners (associés juniors) : ils gèrent de manière autonome des investissements et n'ont pas le droit de veto sur les décisions d'investissement ;
- Des seniors analysts (chargés d'affaires) : ils participent à l'étude des dossiers d'investissement et sont responsables de leurs suivis ;
- Des juniors analysts (chargés d'affaires juniors) ; ils assistent les chargés d'affaires dans l'étude et le suivi des dossiers d'investissement ;
- Un organe juridique : chargé de coordonner les nombreux aspects juridiques des participations et la vie sociale des sociétés en portefeuille.

1.6.1.2-Une administration

Elle reste très légère vu la taille réduite de l'équipe, elle comprend un secrétariat et un service comptable. Pour ses autres besoins le fonds n'hésite pas à consulter des cabinets spécialisés, d'une part par un souci de limiter les coûts de gestion et d'autre part par le souci de conseiller leurs affiliés par les cabinets les plus compétents.

1.6.1.3-Des réseaux d'experts

Le réseau d'experts caractérise plus particulièrement les OCR, dédiés au financement de l'innovation et du progrès technique. Ils font donc appel à leur propre réseau d'experts qu'ils chargent d'une évaluation plus poussée du projet. Certains fonds possèdent même des « comités scientifiques », ou une personne employée par le fonds qui se charge de l'animation d'un énorme réseau d'experts.

1.6.1.4-L'organe décisionnel

Il se doit d'être souple. En effet, les relations entre les porteurs de projets et les dirigeants de fonds se révèlent être aussi, voire plus importantes, que le projet lui-même. Ce pourquoi, une décision prise par le conseil d'administration composé majoritairement d'acteurs extérieurs, écarté de tout contact avec le porteur du projet, ne serait pas aussi efficace qu'une décision par les dirigeants du fonds. Cependant, l'accord des administrateurs étant nécessaire, les décisions sont prises par un comité de direction interne, comprenant un ou deux représentants des actionnaires, consultés tous les mois ou par cession extraordinaire si nécessaire.

1.6.2-Les types de structures retenues par le capital investisseur

Deux structures majeures s'offrent au capital investissement, la structure unique et la structure duale.

1.6.2.1-La structure unique

A l'origine la structure de capital investissement était unique, regroupant en son sein les levées de fonds et l'équipe de managers (les capital-investisseurs).

On pouvait donc, retrouver dans une même unité :

- Le personnel et le matériel ;
- Le portefeuille de participation ;
- La trésorerie.

Généralement captives, ces sociétés étaient destinées à investir les liquidités de groupes industriels ou d'une institution financière. Elles étaient souvent désignées par le générique de holding.

Néanmoins ces structures uniques présentaient quelques inconvénients :

✓ La majorité de ces structures étaient financées soit par des établissements bancaires soit par les pouvoirs publics, ainsi ces structures mêlaient allègrement leurs rôles de prêteurs à celui d'investisseurs. On retrouvait alors des investissements de montants importants équivalents à l'apport d'un seul investisseur.

✓ La nécessité de libérer la totalité du capital en une seule fois et de ne retourner aux investisseurs la plus-value sous forme de dividendes réduit ainsi leur potentiel de rentabilité¹.

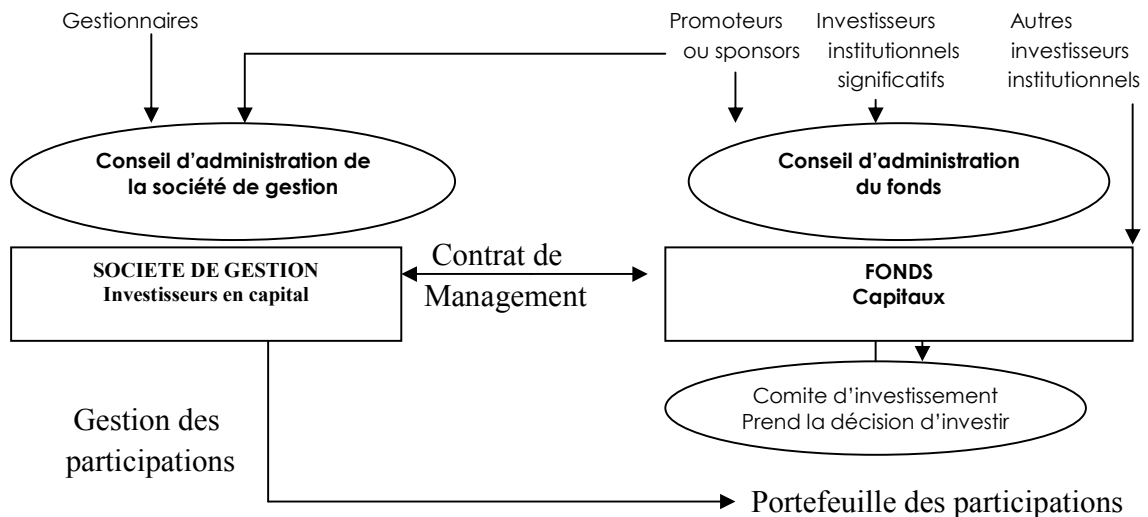
1.6.2.2-La structure duale

Le modèle le plus utilisé actuellement est celui reposant sur une structure duale, dont la durée est limitée dans le temps (les anglo-saxons imposent dans leur réglementation de fonds de restituer aux actionnaires les sommes reçues lors de cessions).

L'idée directrice de la structure duale est de dissocier la société de gestion constituée essentiellement de managers appelée société de capital investissement et du véhicule d'investissement « le fonds proprement dit ».

Un entrepreneur en recherche de financement, entrera d'abord en contact avec les membres d'une société de gestion « capital investisseurs », leur présentera son projet, discutera les modalités de l'opération, mais ne rencontrera probablement jamais les investisseurs institutionnels. Cependant, si l'opération est réalisée ce n'est pas la société de gestion mais le fonds d'investissement qui devient actionnaire.

Schéma n°2 : La structure duale



Source : G. Mougnot, tout savoir sur le capital risque, op. cit., p 275.

Ainsi, la structure duale répond à deux principaux objectifs : la prévention de certains risques et l'assurance de la pérennité de la société.

❖ *Dans le rôle de prévention, la structure duale assure :*

-La protection des actionnaires contre les manquements aux obligations de gestion : un contrat de management est passé entre le fonds et la société de gestion, stipulant un certain nombre de clauses résolutoires en cas d'inexécution d'un certain nombre de devoirs de l'équipe de gestion si les clauses du contrat venaient à être activées, la gestion du fonds sera confiée à une autre équipe. Ce contrat porteur d'une faculté de mettre fin au partenariat est une garantie fondamentale pour les investisseurs du fonds qui s'engagent sur le long terme, tout en étant par définition loin des bases opérationnelles.

¹ Les capitaux non investis étaient en général placés à faible rendement.

-Protection des actionnaires contre les conflits d'intérêts : une structure duale permet d'éviter les conflits potentiels et de clairement séparer les pouvoirs.

-Une identification claire des compétences et le partage des responsabilités autour des organes de décisions suivants : le conseil d'administration de la société de gestion ; le conseil d'administration qui doit définir la politique d'investissement du fonds, mandate la société de gestion pour l'étude et la gestion des dossiers, mandate le comité de gestion pour la prise de décision et contrôle l'exécution du contrat de gestion ; et le comité d'investissement.

❖ *Permet la fidélisation de l'équipe de gestion* : cette fidélisation trouve d'autres ressorts que ceux salariaux car en général les managers de la société de gestion sont des actionnaires et bénéficient d'une partie des plus-values qu'ils contribuent à créer. La structure duale permet de considérer le développement à long terme du fonds de commerce, envisageant la création de plusieurs fonds dont les liquidations se feront à dates échelonnées, autorisant ainsi une activité de gestion du fonds à long terme. Ces fonds auront des objectifs différents et parfois complémentaires, gérés par la même société de gestion, ils bénéficient de la courbe d'expérience par l'attribution à chacun des fonds d'une équipe qui lui est spécifique.

Cette diversité permet une meilleure allocation des fonds investis. Elle permet de ce fait de satisfaire aux besoins des entrepreneurs en offrant les solutions de financement adéquates par le biais de structures spécifiques.

Nous nous devons toutefois de garder à l'esprit qu'il n'existe pas de recette « de grandes mères »¹ pour faire du capital investissement. En effet, une entreprise ne se résume pas en trois mots, il n'y a, par conséquent, pas de méthode universelle pour caractériser une équipe de CI. L'originalité de ce métier provient du fait qu'il repose sur un partenariat entre les hommes.

II.2-Les caractéristiques du capital investissement

2.1-La démarche de S. E. Pratt et P. Battini²

L'industrie du capital investissement se distingue par trois principales caractéristiques : une participation au capital social, l'apport d'une valeur ajoutée au capital investi par une participation active « hands on ou même hands in », et l'orientation à long terme de 5 à 10 ans pour que l'investissement fournisse un rendement suffisant (S. E. Pratt, 2006).

P. Battini abonde dans le même sens et fait adosser les particularités suivantes au CI :

- Il s'agit d'interventions en fonds propres, destinées aux PME.
- Un métier nouveau mettant en présence des acteurs nouveaux.
- Des relations d'un type particulier entre la finance et l'industrie.
- Une association entre des apporteurs de capitaux de types différents.

¹ Toute classification est à priori arbitraire. A cet égard nous ferons remarquer que chaque intervention d'un OCI dans une entreprise est un cas particulier. La sophistication croissante des techniques utilisées et le professionnalisme de plus en plus marqué des équipes impliquent l'analyse des conditions concrètes de chaque entreprise et non l'adoption de méthodologies « passe-partout ». Autant d'éléments faisant du capital investissement un mode de financement tout à fait distinct des autres modes de financement et particulièrement de celui bancaire.

² Pierre Battini a exercé pratiquement tous les métiers liés au CI : capital risque, développement, transmission, gestion d'un fonds de fonds, dans des établissements connus et renommés tels que : Le Crédit National, Sofinnova, Electrinova, Sofindas, Epargnes Partenaires, Charterhouse, La Caisse des Dépôts...il a également créé l'enseignement du CI à l'Université Paris Dauphine et donné de nombreuses conférences sur ce sujet. Auteur du best seller capital risque : mode d'emploi, il est actuellement consultant, chargé de cours à l'Ecole Nationale des Ponts et Chaussées et conférencier à l'Université Paris 1 Sorbonne Panthéon.

- Fonds propres d'origine privée, en témoigne le mot anglais : « Private Equity ».
- C'est des opérations qui peuvent être minoritaires ou majoritaires selon le métier.
- Un moyen de s'enrichir pour les différents acteurs grâce à l'activité industrielle.
- Absence de garanties du chef de l'entreprise ou de l'entreprise elle-même.

En bref, la méthodologie et la déontologie sont les deux principes de base de l'industrie du CI. Ces deux principes se déclinent dans les étapes suivantes :

- Le financement de sociétés non cotées ;
- L'apport en vrais fonds propres ;
- L'exigence du business plan représentant la charte de constitution et de développement adoptée par l'entreprise et le capital-risqueur;
 - L'importance des ressources humaines : dans les différents métiers de l'industrie du CR, la ressource humaine est un centre de profit ;
 - La méthodologie du contrôle de véracité des informations ou « due diligence » ;
 - La méthodologie juridique ;
 - L'accompagnement de l'entreprise : participation active ;
 - La durée des investissements ;
 - Le statut des investisseurs financiers.

2.2-L'importance des ressources humaines

Le métier du CI s'appuie sur les hommes et les idées innovatrices plutôt que sur l'analyse statistique et l'analyse des ratios. En d'autres termes, le métier de CI est fondé sur des critères qualitatifs. Les concours en fonds propres s'opposent aux prêts bancaires, en ce sens qu'ils ne sont pas assortis de garanties. Les meilleures, et uniques garanties, sont la qualité de l'équipe dirigeante et la qualité du projet à financer.

La recherche et développement, les nouvelles idées technologiques et les jeunes entreprises ne sont pas en soi les clés certaines de grands succès. Elles doivent être assorties d'une gestion saine, d'un financement adéquat, de méthodes de production appropriées et d'une action commerciale agressive. La direction de l'American Research Development « ARD » souligne que l'activité qu'elle entreprend est difficile, nécessitant un bon jugement sur des hommes et des idées [...]. Notre société n'a pas l'avantage de mener ses affaires sur la base d'actifs physiques mesurables. L'analyse statistique, l'analyse des ratios sont de peu de valeur dans ce métier. Les hommes et les idées sont nos actifs. Leur mesure et leur évaluation sont notre problème (le Général Doriot¹, pionnier du CR, Rapport annuel de l'ARD, 1947 ; cité in Bertonèche et al. [1987]).

¹ Georges Doriot, connu aux États-Unis sous le nom de Georges F. Doriot (24 septembre 1899, Paris -2 juin 1987, Boston) est un américain d'origine française qui fait partie de « l'establishment » : professeur à l'école de commerce de l'université de Harvard, il entra à l'armée pendant la guerre, finit par diriger la division de la planification militaire de l'intendance et fut nommé général de brigade pour la qualité des travaux de recherches qu'il mena. Après quoi, le président du fonds d'investissement de Massachusetts, Merrill Griswold, le président du Massachusetts Institute of Technology, Karl Compton, et différents hommes politiques lui confièrent la direction de l'American Research Development une société chargée d'investir dans les petites entreprises novatrices. L'ARD fut surnommée « l'usine à rêves » de Doriot pour les financements accordés à Digital Equipment Corporation « DEC » et plusieurs autres jeunes entreprises du secteur des nouvelles technologies, son influence et son dynamisme contribuèrent à l'essor des sociétés célèbres qui bordent le « corridor 128 » (du nom de la route 128) de la banlieue de Boston. Le Wall Street Journal du 29 novembre 1999 a cherché à établir les dix personnalités qui ont changé le monde des entrepreneurs, Georges Doriot figure en sixième place de ce placement.

2.3-La nature cyclique de l'activité

Pour comprendre l'activité de CI il est primordial de comprendre le cycle du CI. Selon Gompers et Lerner (2001) ce cycle comprend au moins trois phases. La première phase est celle de la recherche de fonds par les fonds d'investissement auprès d'agents économiques intéressés par des investissements dans les entreprises en développement non cotées. La deuxième phase comprend les décisions de financement, la surveillance et la valorisation par le capital investisseur de son portefeuille d'entreprise.

Enfin, surviennent les opérations de sortie avec différentes options pour l'investisseur allant de la revente de la société à un autre fond d'investissement, la liquidation de l'entreprise (en cas d'échec), la vente de l'entreprise à une autre entreprise et enfin l'introduction en Bourse. En réalité, la diversité des options de sortie est liée à la fois à l'existence d'un marché du CI structuré ainsi qu'à la présence de marchés financiers capables d'absorber des introductions en Bourse.

En dehors du cycle d'investissement, de nombreux facteurs renforcent la composante cyclique de cette activité. Il en va ainsi du contexte technologique comme de l'orientation des marchés financiers. Lorsque des technologies sont disponibles simultanément et matures, les possibilités pour les investisseurs en fonds propres se multiplient. Ce fut le cas par exemple, au milieu des années 90 avec l'émergence des technologies de l'Internet. Au-delà des dotations budgétaires, l'efficacité du CI trouve ses racines dans le niveau d'implication au quotidien des investisseurs américains dans les entreprises dans lesquelles ils investissent.

La « nouvelle économie » a été majoritairement financée par le CI. À l'autre extrémité du cycle du CI, les opérations d'introduction en bourse favorisent également la cyclicité de cette industrie. Pour les introductions en bourse, le timing est capital puisque les opérations d'introduction en bourse sont extrêmement procycliques : lorsque les marchés financiers sont déprimés, peu d'entreprises s'introduisent en bourse ; dans une période où les marchés financiers se portent bien avec de fortes valorisations, les introductions en bourse se succèdent (*hot issues*).

II.3-Les outils du capital investissement**3.1-Les outils de prise de décision pour l'investisseur**

Les outils d'aide à la prise de décision dans l'industrie du CI comprennent le business plan ou le plan d'affaires et le choix d'une méthode d'évaluation et de valorisation :

3.1.1-Le business plan

Le business plan est le document principal qui oblige l'entrepreneur à se projeter dans le futur, à définir ses propres objectifs, à vérifier la faisabilité de son projet, à évaluer les risques encourus ainsi que la valeur dégagée à travers les profits réalisés¹. Le plan de développement est la feuille de route de l'entreprise, le plan de vol, le chemin qu'il s'apprête à prendre, les voies et les moyens utilisés pour créer de la valeur (P. Battini, 2000).

¹ Compte tenu des fluctuations de l'environnement économique, le business plan est rarement suivi à la lettre. Il reste dans tous les cas un canevas d'analyse et de réflexion sur lequel l'entreprise s'appuie pour assurer son développement. Le business plan est analysé avec le groupe fondateur par les capital investisseurs sur certains aspects spécifiques comme l'étude des moyens, la structure financière, les besoins en fonds propres et endettement, les besoins en fonds de roulement et l'évaluation du capital humain. L'analyse du business plan est consolidée par des « due diligence » ou audits plus approfondis en faisant appel à des experts juridique, fiscal, comptable, social.

Le plan du développement doit convaincre l'investisseur qui a été accroché par la « *termsheet* ». Il doit être accessible et réaliste. Le business plan est rédigé par les créateurs (entrepreneurs). Malgré son détail il doit être clair et concis, détaillé sans pour autant être dispersé. Il doit comprendre un plan d'action précis, assorti d'informations fiables. Le document doit être lisible pour un investisseur ; qui n'est pas forcément expert du domaine considéré ; et explicatif car il est la traduction qualitative et quantitative du projet présenté par les créateurs. Le qualitatif exposera clairement les choix, objectifs et stratégies de l'entreprise. Le quantitatif triera les conséquences chiffrées (compte de résultats, bilans, tableaux de financement, plans de trésorerie prévisionnels) des objectifs et déterminera ainsi les moyens à mettre en œuvre, ainsi que les besoins de financement correspondants. Il indiquera alors les différents types de ressources financières internes et externes produites et recherchées par l'entreprise. Ce plan réalisé dans une première phase de 3 à 5 ans sera actualisé au gré des événements susceptibles d'affecter son orientation. Tout business plan doit contenir les informations suivantes :

- Un résumé opérationnel « executive summary », qui donne les informations essentielles et la totalité du business plan. Il met en avant les éléments qui vont générer de la valeur (2/3 pages).
- Une présentation du projet qui prévoit la genèse et le développement du projet. Il sera décrit les modes opératoires ainsi que « le business model » envisagé pour atteindre les objectifs fixés. Le business model met un cadre préétabli sur lequel il convient de calquer les stratégies économiques et commerciales permettant de générer des profits. Le business model retenu est un des critères essentiels sur lequel se fonde la décision d'investir (4/5 pages).
- Un diagnostic de l'environnement économique dans lequel s'inscrit le projet avec une étude de la concurrence et du marché (description de l'offre et de la demande, la taille et la croissance potentielle du marché...) (5/8 pages).
- Les caractéristiques du produit ou du service, ainsi que celle de la technologie utilisée en faisant ressortir les avantages compétitifs par rapport à la concurrence (5/6 pages).
- Les objectifs visés en termes de parts de marché, de chiffres d'affaires, de rentabilité avec leur évolution perspective (4/5 pages).
- Les moyens humains (management, équipe), les ressources organisationnelles et les connaissances (une grande partie de l'immatériel de l'entreprise) (3/4 pages).
- Les moyens financiers (internes, externes), et leur nature (propres ou prêtés) (1/2 pages).
- Le plan opérationnel, qui fait le point sur la recherche développement, l'industrialisation, le plan marketing, la stratégie et la structure (4/5 pages).
- Une analyse financière détaillée qui indique la rentabilité des opérations, la profitabilité des activités, les financements recherchés, la rentabilité pour les investisseurs sur la valeur créée (5/6 pages).
- Une analyse des risques et opportunités du projet (3/4 pages).
- Un examen des stratégies de sorties possibles pour les investisseurs (1/2 pages).

Il sera nécessaire d'annexer au document principal le curriculum vitae des promoteurs du projet, les tableaux financiers sur trois ans faisant apparaître les résultats, bilans, tableaux de financement, valeur créée ainsi qu'une liste de références permettant par contacts de mieux connaître les hommes et le projet.

3.1.2-L'évaluation et la valorisation : la problématique du choix entre trois méthodes types de valorisation**3.1.2.1-La méthode prenant en compte la valeur patrimoniale et la valeur de rendement**

La valeur patrimoniale correspond à l'actif net comptable (ANC) corrigé d'incidences fiscales de revalorisation ou dévalorisation d'actifs, encore appelé situation nette réévaluée. Le rendement correspond au surprofit ou goodwill réalisé sur un horizon déterminé au taux de classement intégrant le risque présenté par l'entreprise. Cette méthode, dite du praticien, ne repose sur aucune base théorique sérieuse, malgré sa large utilisation par les petites sociétés non cotées, en particulier pour les aspects comptables, car c'est une méthode qui repose à la fois sur le passé et sur l'avenir, intégrant le risque sur un horizon déterminé. La valeur trouvée correspond à la valeur des fonds propres. Pour restructurer une valorisation plus cohérente avec l'approche financière théorique moderne, il suffirait, en plus de l'arbitrage intégrant une tentative d'évaluation indirecte de l'immatériel de l'entreprise, de prendre en compte une valeur terminale de l'entreprise au bout de l'horizon déterminé par la période d'actualisation. Cette valeur terminale pourrait être l'actif net réévalué au bout de cette période calculé à partir de l'actif net de départ auquel se rajoutent les résultats produits chaque année, desquels on retranche le dividende attribué.

3.1.2.2-Les méthodes intrinsèques ou dynamiques

Elles se fondent sur des éléments prévisionnels consistant à évaluer une entreprise à partir de sa rentabilité future actualisée, mise en évidence par l'actualisation du flux de liquidité disponible (free cash flow ou discounted cash flow) ou des profits économiques (EVA) sur un horizon de « n » années. Le taux d'actualisation est égal au coût moyen pondéré du capital (CMPC), moyenne pondérée par les capitaux propres en valeur de marché et la dette financière nette également en valeur de marché, du rendement attendu par les actionnaires estimé selon le modèle Medaf et du coût de la dette nette d'impôt. Le rendement attendu par les actionnaires représente la somme du rendement sans risque (taux des Obligations Assimilables du Trésor) et d'une prime de risque égale à une prime du marché (taux moyen du marché- taux sans risque) multipliée par un coefficient d'application, traduisant le risque systémique présenté par l'entreprise par rapport au marché. Ce coefficient, dans le cas d'une entreprise endettée, intègre le risque spécifique présenté par la structure financière de l'entreprise à partir du levier : « *capitaux propres/dette financière nette* ». Le dernier élément à prendre en compte dans cette méthode correspond à la valeur terminale au bout de l'horizon de « n » années. Cet horizon de « n » années représente la durée pour laquelle il est possible de présenter de façon réaliste des flux de liquidités ou des profits économiques. La valeur terminale sera intégrée au CMPC pour « n » années et ajoutée à l'estimation de cette valeur terminale.

3.1.2.3-Les méthodes analogiques ou comparatives

Elles reposent sur l'analyse des multiples de valorisation d'entreprises comparables cotées afin de définir et d'extraire la valeur de l'entreprise que l'on cherche à évaluer, compte tenu de ses agrégats financiers. Concrètement le processus est le suivant :

- Recherche d'un échantillon de sociétés comparables cotées,
- Choix des principaux agrégats. Les multiples de résultats nets de cash flow ou d'actifs nets se calculent à partir de la capitalisation boursière de l'entreprise. Le multiple CA, de l'EBE et du REX se calculent à partir de la valeur agrégée déterminée en ajoutant à la capitalisation boursière, les dettes financières nettes et les intérêts minoritaires dans les fonds propres. La valeur agrégée correspond à la valeur des actifs : elle ne prend pas en compte la structure financière de l'entreprise.
- Choix du nombre d'années retenues pour l'analyse : on regarde en général les multiples de l'exercice en cours et ceux de deux années de projections.

3.2-Les outils d'accompagnement

3.2.1-Le monitoring « l'assistance »

Le business plan accepté et la méthode d'évaluation utilisée avec la valorisation externe vont servir de références à l'accompagnement du projet par l'investisseur et au style qui sera adopté et concrétisé dans les outils de suivi et de participation.

La technique du « monitoring » consiste à s'assurer que le business plan approuvé est bien mis en œuvre, que le management crée de la valeur pour la participation, que tout type de danger est analysé et fait l'objet de mesures de prévention. A cette occasion, le rapport de formateur à apprenant se met en place. L'actionnaire investisseur devient un véritable « coach » pour le jeune entrepreneur qui fait un réel apprentissage auprès de l'investisseur, en particulier en terme de réflexion stratégique, le côté opérationnel restant plus le fait de management. L'investisseur occupera une place de référentiel sur le terrain de la stratégie commerciale, industrielle et financière. Donc, pour réduire l'asymétrie informationnelle et la divergence d'intérêt caractérisant les relations entre les entrepreneurs et les capital investisseurs, il faut mettre en place un système de monitoring qui selon P. Battini remplit quatre fonctions :

- S'assurer de l'application idoine du business plan.
- Prévenir les écueils qui peuvent surgir en cours de la relation.
- Ajouter de la valeur à la participation.
- Assurer une bonne information pour les investisseurs sur l'état de santé de l'entreprise

3.2.2-Le reporting

Pour que le système d'accompagnement fonctionne bien et que l'apprentissage du jeune entrepreneur se déroule dans les meilleures conditions de performance, de pragmatisme et de responsabilisation, il faut mettre en place une communication interne et externe efficace. Les principaux éléments écrits d'un bon reporting sont les suivants :

- Un tableau de bord clair, précis, complet et à jour. Il pourra d'ailleurs être mis au point avec les partenaires financiers. Trois types d'informations doivent être présentés dans un tableau de bord : informations sur le volume (CA, production en volume, heures ou années travaillées...), des éléments de marge, de profitabilité et de rentabilité des investissements, du capital économique, des fonds propres, des éléments de trésorerie, liquidité à court terme, solvabilité à moyen terme. La fréquence peut être mensuelle au démarrage et devenir par la suite trimestrielle.

- Des prévisions comportant un budget trimestriel et semestriel, des prévisions de trésorerie, du bilan prévisionnel. Pour la trésorerie, il faut prévoir des plans glissants sur 6 mois.
- Des situations financières complètes semestrielles.
- Des états comparatifs avec analyse d'écart prévision/réalisation.
- En cas de filialisations multiples, il faudra présenter des états consolidés.

Tableau n°2 : Informations mises en place dans le reporting

Tableau de bord	-des informations sur l'activité, la production, le chiffre d'affaires ; -des indicateurs de performances : marges (brute et nette), rentabilités ; -la situation de trésorerie et son évolution ; -l'évolution des stocks.
Des documents prévisionnels	-des budgets trimestriels ; -des prévisions de trésorerie ; -des bilans prévisionnels.

Source : Eric Stephany : « La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques » ; Ed. De boeck, Bruxelles, 2003.

3.3-Les outils juridico-financiers

Les outils juridico-financiers se subdivisent en deux grandes catégories : les instruments qui donnent un accès immédiat au capital de l'entreprise et ceux qui permettent un accès différé au capital de l'entreprise.

3.3.1-Les titres qui donnent un accès direct au capital de l'entreprise

Il existe toute une panoplie d'instruments financiers qui permettent un accès immédiat au capital de la firme, ou en d'autres termes permettent d'être propriétaire d'une part de l'entreprise :

- Actions de numéraire (souscriptions en numéraire).
- Actions d'apport (apports en nature).
- Actions ordinaires avec les différents droits ordinaires attachés.
- Actions de priorité ou privilégiées avec des avantages financiers (exemple : une garantie de dividendes) ou des avantages non financiers (exemple : droit de nommer des administrateurs ou droit de vote sur certaines opérations financières).
- Action à droit de vote double ou à double dividende : catégorie d'actions offrant un avantage à la fidélité des actionnaires (actions conservées plus de deux ans).

Deux autres titres donnent un accès immédiat au capital de l'entreprise, mais ne sont pas utilisés dans le capital investissement :

- Actions de priorité sans droit de vote (ADP ou ADPSDV) : ce type d'action est utilisé lorsque l'investisseur ne veut pas se priver d'un attribut essentiel et nécessaire pour le suivi actif de l'affaire, le droit de vote.
- Certificats d'investissement : valeurs négociables donnant droit au dividende mais pas au droit de vote. Ils sont utilisés par les firmes qui veulent avoir des capitaux tout en gardant le pouvoir de décision dans l'entreprise.

3.3.2-Les instruments qui donnent un accès différé au capital de l'entreprise

Certains instruments financiers permettent à leurs détenteurs d'accéder à la propriété d'une part de la firme, non pas immédiatement mais à terme :

- Obligations Convertibles en Actions (OCA).
- Obligations Remboursables en Actions (ORA).

Les premières sont préférées par les investisseurs car elles leur permettent d'avoir un choix : seules les premières peuvent émettre des obligations convertibles, valeur mobilière dont le détenteur peut demander l'échange contre des actions de la société émettrice. Les obligations sont amorties soit quand, pour un bien, la valeur de l'action dépasse à terme le nominal de l'obligation, soit quand tout va mal et qu'il faut reconstituer les fonds propres, soit quand une opération opportune sur le capital se présente. Les obligations ne sont pas converties quand le développement de l'entreprise s'écarte trop des prévisions ou quand les perspectives de sorties s'amenuisent et que l'investisseur risque d'être collé aux actions.

- Les valeurs composées : les Bons autonomes de Souscription d'Actions (BSA), les Actions à Bons de Souscriptions d'Actions (ABSA), Obligations à Bons de Souscriptions d'Actions (OBSA), les Obligations Convertibles en Actions Remboursables (OSCAR). Dans ces opérations, la société qui émet ce type de valeurs mobilières encaisse immédiatement les sommes dont elle a besoin, les bénéficiaires des bons se réservent la possibilité de les exercer dans le délai prévu (à terme), généralement 5 ans.

L'avantage de ces valeurs composites réside dans l'autonomie ou l'attachement des bons et surtout au fait qu'ils sont cessibles et négociables sur les marchés financiers. Ils font partie intégrante du pacte d'actionnaires. Les Bons de Souscription d'Actions (BSA) autonomes ou adossés à des actions ou à des obligations peuvent faire l'objet d'option d'achat (*call*) ou de vente (*put*). Leur détenteur peut attendre l'échéance pour les exercer comme il peut ne pas attendre l'échéance.

II.4-Etude comparative entre le CI et la finance traditionnelle**4.1-La démarche de Zopounidis**

C. Zopounidis adopte une démarche comparative entre le crédit bancaire et la prise de participation pour souligner les caractéristiques du capital investissement :

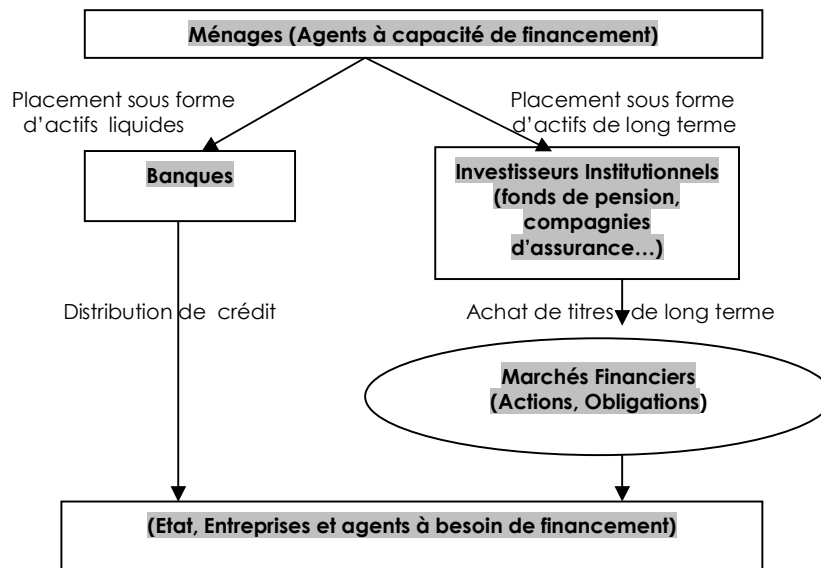
➤ Le concours par prise de participation est illimité dans le temps, alors que le concours par crédit bancaire est par définition contractuellement limité dans le temps. Ceci engendre un risque d'immobilisation de fonds investis pour une durée indéterminée.

➤ Le concours par prise de participation n'est assorti d'aucune garantie. Le rapport entre le capital investisseur et l'entreprise est un rapport d'associés et non de créancier à débiteur.

➤ Pour le concours en crédit bancaire, la rémunération est fixe et certaine, en revanche pour le concours par prise de participation, la rémunération est aléatoire, ce qui fait peser un risque d'absence de rémunération des fonds investis.

Le schéma et le tableau ci-contre nous renseignent un peu plus sur la particularité de l'industrie du CI :

Figure n°4 : Activités des banques et des investisseurs institutionnels



Source : A. Boubel et F. Ponsard : « Les investisseurs institutionnels » ; Ed. La découverte, Paris, 2004, P 08.

4.2-La comparaison entre le capital investisseur et le banquier

Tableau n°3 : La comparaison entre le capital-investisseur et le banquier

	Capital-investisseur	Banquier
Nature du financement	Fonds propres et quasi fonds propres	Prêt (Fonds empruntés auprès de la clientèle, du marché monétaire ou de la banque centrale)
Décisions de financement	Qualité des dirigeants, couple produit/marché et perspectives de plus-value	Capacité de remboursement : cash-flows et autres garanties tangibles
Durée de l'investissement ou du prêt	Non définie mais limitée à quelques années (à moyen et long terme)	Définie contractuellement (à court et moyen terme)
Liquidité des titres	Très faible	Faible
Intervention dans la gestion	Active : le capital investisseur est soucieux de rentabiliser l'affaire. Il participe à son administration et assure un contrôle périodique.	Passive : le banquier ne se préoccupe que du remboursement des échéances aux dates convenues.
Compétences	Multiplés	Financières
Taille de l'entreprise	Seules les PME-PMI ont besoin de son concours, les grandes entreprises sont exclues de son champ d'intervention	Préfère plutôt financer les grandes entreprises plus bancables et disposant des garanties requises
Age de l'entreprise	Tous les stades de développement de l'entreprise	Préfère financer le développement, n'aime pas financer les créations
Motif de l'engagement	Rentabilité à moyen terme et long terme par des plus-values de cession	Remboursement à l'échéance du crédit
Rémunération	Non contractuelle (plus-value) et contractuelle (commission)	Contractuelle (intérêt)

Source : Adapté de E. Dubocage et D. Rivaud-Danset : « le capital-risque », Ed. La découverte, Paris, 2006, p. 33, et de K. E. Bouatouata : « le capital investissement », Ed. Grand-Alger Livres (G.A.L.), 2005, p. 96.

Grosso modo, pour rendre compte de la particularité de l'activité du CI, on peut affirmer que la mentalité prudentielle classique du banquier ordinaire a toujours été la même à toutes les époques et en tout pays. Déjà, au XIX^{ème} siècle, le célèbre auteur américain Marc Twain notait très ironiquement : « Banquier : vous prête son parapluie par beau temps et vous le réclame à la première pluie ». Un grand nom de la finance mondiale et également auteur de grands best-sellers, Paul-Loup Sulitzer, n'est pas moins dur envers la profession : « ...un banquier ne vous prête de l'argent que dans la mesure où vous n'en avez pas besoin. Si vous avez vraiment besoin d'argent, c'est que vous êtes dans une situation désespérée. Et si vous êtes dans une situation désespérée, c'est que vous n'intéressez pas un banquier »¹.

En d'autres termes, le métier de banquier se limite aux activités à risque faible ou moyen et dont le retour sur investissement « ROI » est moyen ou élevé. Les banquiers ne sont pas intéressés par les aventures des affaires comme c'est le cas des capital-investisseurs.

La banque dans son rôle d'intermédiaire financier entre les déposants de fonds et les demandeurs de capitaux doit prendre en compte un certain nombre de mesures lors de ces opérations d'octroi de crédit, telles que les règles prudentielles édictées par la Banque Centrale ; les taux d'intérêt, durée du prêt, échéancier de remboursement, garanties et/ou cautionnement, autant d'éléments contraignants pour une entreprise à la recherche de financement.

L'entreprise se trouve donc prise dans un étau, entre impossibilité d'obtenir des prêts bancaires et l'impossibilité d'accéder aux marchés financiers. L'entreprise peut ainsi rater l'occasion de développer son activité au moment voulu malgré des espérances de rentabilité importante et un risque certes existant mais souvent injustifié.

L'alternative est apportée par le capital investissement qui, au côté des banques peut favoriser la complémentarité entre l'économie des fonds propres et celle de l'endettement. Une complémentarité prometteuse dans une économie en expansion et notamment dans le domaine des technologies et de l'innovation.

Il est clair que ces deux modes d'intervention convergent quand à leurs objectifs de financement de projets et d'entreprises, mais divergent quand à leurs approches, leurs éléments d'appréhension et leurs critères d'éligibilité. Le capital investissement et le financement bancaire se retrouvent ainsi diamétralement opposés.

4.2.1-Le financement

Le financement sous tous ses aspects sera notre premier point d'attache parce qu'il est le principal critère de distinction entre les deux modes de financement puisqu'il définit les deux à travers leurs fonctions.

❖ La nature du financement

Le banquier a pour vocation première, l'octroi de crédits à court, moyen et long terme, celle du capital investisseur est de prendre part au capital des entreprises financées par des fonds propres.

Le financement bancaire répond en général à des besoins momentanés de trésorerie ou à des financements de projets à effet de levier important, le capital investissement est un apport en capital et de gestion améliorant le ratio d'endettement (fonds propres /dette).

¹ Cité in Bouatouata K-E.: « Le capital investissement : Enjeux et perspectives », Ed. Grand-Alger Livres, Alger, 2005, p. 95.

Le capital investisseur aussi bien que le banquier peut étendre son activité, à titre accessoire, aux activités de l'autre ; le premier peut octroyer des prêts et le deuxième peut faire des apports en capital.

❖ **La durée du financement**

Pour le capital investisseur la durée du financement est assimilée à celle nécessaire à la réussite du projet. La durée de financement dépend aussi des modalités de sorties elles-mêmes consécutives du développement impondérable de l'entreprise.

Chez le banquier, la situation est tout à fait différente, car vu l'exigibilité des fonds qu'il emploie, le banquier est obligé de gérer au mieux sa trésorerie et d'explicitier la durée de financement dans le contrat de prêt.

❖ **Le retour sur investissement**

La plus-value qu'espère réaliser un capital investisseur peut être accompagnée de rémunérations comme des dividendes inhérents aux actions ou des intérêts rattachés à des obligations, néanmoins elle conserve son caractère aléatoire, et dépend du moment, de la valeur de la cession de ses participations et du mode de sortie, il peut donc réaliser à ce titre des gains importants comme il peut enregistrer une perte sèche.

Le banquier s'assure du retour sur investissement, sous forme de taux d'intérêt que percevra le banquier en contre partie des fonds engagés, lors de la conclusion du contrat de prêt.

❖ **La garantie du financement**

Lors d'un financement classique, le banquier se protège d'un éventuel défaut de paiement, par la prise de garantie réelle (hypothèque ou gage) ou personnelle (cautionnement), d'une valeur supérieure à celle du prêt. Le capital investissement se dit être un financement sans garantie, il se proclame associé de l'entreprise financée et n'exige de ce fait aucune garantie si ce n'est de rédiger un plan d'affaire qu'il compte mener à bien.

4.2.2-Ressources du métier

Les organismes de capital investissement puisent dans leurs fonds propres pour financer leurs métiers. Ces fonds sont mis à leurs dispositions soit par l'Etat soit par des investisseurs institutionnels, ils revêtent un caractère de fonds propres car les organismes de capital investissement sont dégagés de toute responsabilité en cas de non retour sur investissement.

Par contre le banquier dispose de fonds collectés auprès du public en plus de ses fonds propres, il est donc tenu pour responsable en cas de non remboursement des prêts octroyés et est tenu de respecter un certain nombre de règles prudentielles édictées par la Banque Centrale.

4.2.3-La clientèle ciblée

Le CI cible en particulier les projets ou des entreprises à fort potentiel de croissance. Les gros risques, que véhiculent les opérations qu'il réalise, ne lui permettent pas toujours de financer des affaires non prometteuses de fortes plus-values.

Le financement traditionnel assure un financement aux personnes solvables et aux entreprises bancables présentant un risque moindre et une rentabilité appréciable.

4.2.4-La qualité de l'étude préalable au financement

Là encore, les méthodes d'analyse et de prise de décisions s'avèrent complètement différentes. Le capital investisseur se base sur le business plan. Cette approche atteste de la particularité de la philosophie du CI. En effet, pour le capital investisseur la réussite d'un projet ne dépend pas seulement des aspects financiers de ce dernier mais aussi de la capacité de ses hommes de mener à bien le projet.

Pour le banquier, il doit tout d'abord s'assurer de pouvoir récupérer sa mise initiale majorée par un intérêt, généralement annuel, payable à une date donnée. Il s'en dégage deux grandeurs financières principales ; le délai de récupération estimé par une analyse des cash-flows pouvant être générés par le projet, la solvabilité appréciée par une étude rétrospective des trois derniers bilans.

4.2.5-La gestion du financement

La gestion du financement est sans doute l'un des aspects les plus distinctifs du CI. Aussi vrai que le banquier est réputé être un intervenant passif, le capital investisseur va au delà du simple apport en fonds propres, il assiste l'entreprise dans sa gestion, cette contribution peut aller du simple rôle de conseil à celui de participation à l'administration de l'entreprise.

4.2.6-La mesure de la performance des investissements réalisés

La mesure de la performance des investissements réalisés ne s'impose pas pour le banquier car celle-ci a préalablement été définie lors de la conclusion du contrat de prêt par l'application d'un taux d'intérêt.

Pour le capital investisseur, l'appréciation de la performance d'un investissement en plus de son suivi permanent est primordiale. Le capital investisseur dispose ainsi d'une panoplie de méthodes pour mesurer la performance des fonds investis, celle du taux de rendement interne (TRI) est la plus utilisée. Le TRI est le rendement annuel, défini comme le taux d'actualisation qui égalise les montants encaissés aux montants décaissés. C'est donc le taux d'actualisation qui annule la Valeur Actuelle Nette (VAN). De par sa définition, le TRI s'applique aux flux de liquidités relatifs à des investissements qui ont fait l'objet de désinvestissements, c'est-à-dire aux participations des capital-investisseurs qui ont fait l'objet de cession. Il s'agira alors, de déterminer le taux d'actualisation qui égaliserait les montants encaissés par le capital investisseur (plus-value + dividendes reçus le cas échéant) aux montants investis au départ (montant de la participation).

Exemple¹ :

Si nous avons réalisé un investissement de 1000 dans une société quelconque et que nous n'avons encore reçu aucun dividende pendant trois ans. Si nous avons à vendre notre participation au bout de la quatrième année avec une valorisation de la société dix fois supérieure à celle retenue à l'entrée, le TRI de notre investissement se calculera comme suit :

$$- 1\ 000 + 10\ 000 / (1 + r) = 0$$

Avec ; r = taux de rentabilité interne TRI = 78 % « très élevé ».

¹ Pallanca -Pastor Gildo et al : « Business angel une solution pour financer les Start-up », Ed d'Organisation, Paris 2000, p. 48

Les capital investisseurs prévoient généralement un TRI de 25 à 30 %. Par extension, le capital investisseur peut également calculer un TRI sur des investissements encore en portefeuille, c'est-à-dire n'ayant pas fait l'objet de sortie, en considérant la valeur estimative générée par la valorisation de l'entreprise financée à la date de calcul. Ces critères discriminants, non exhaustifs mais importants, permettent de faire abstraction des deux métiers l'un vis-à-vis de l'autre. Ainsi, le métier de capital investissement et celui du banquier se trouvent souvent diamétralement opposés, d'où la nécessité d'une formation spécialisée inhérente au CI, une nécessité sans laquelle le métier connaît de véritables difficultés de développement. C'est pourquoi l'Algérie a anticipé le lancement du CI par l'organisation de formation à l'intention des cadres de banques et établissements financiers chez qui nous avons ressenti une véritable prise de conscience quand au rôle que pourrait jouer le capital investisseur dans une économie telle que la notre même s'ils affichent quelques réserves inhérentes à la maîtrise du métier.

II.5-La finance islamique et le capital investissement

Les premières opérations de capital risque remontent aux premiers temps de l'islam. A cette époque, la forme de financement généralement appliquée consistait à associer le prêteur et l'emprunteur ; un marchand aisé finançait une opération menée par un entrepreneur, et partageait à égalité profits et pertes (Aisse Salah, 2003). Ce système de finance associative relève d'une logique similaire à celle du capital risque popularisé par la « nouvelle économie ». Il repose sur deux principales techniques : moudaraba et moucharaka.

5.1-Les principes de la finance islamique

Le fondement du système financier islamique est l'acceptation du risque dans le placement des excédents de ressources (O. Giscard D'Estaing, 1990). Ainsi, l'établissement financier est le partenaire de l'entrepreneur. Il risque son capital, alors que le gestionnaire risque son activité professionnelle. Les bénéfices sont répartis entre eux.

Il s'agit donc de « respecter les principes religieux tout en assurant des rendements compétitifs ». La finance islamique repose sur cinq grands principes, découlant de la finance éthique qui vise à financer des projets socialement responsables¹.

5.1.1-Trois principes dits « négatifs »

- *Interdiction de l'intérêt* : les transactions financières n'autorisent pas le paiement ou la réception d'intérêts (*riba*)^(*) ;
- *Interdiction de financer des secteurs illicites* : l'armement, le porc, le tabac, l'alcool, les jeux de hasard mais aussi l'industrie provoquant la débauche ou la déchéance de l'être humain ;
- *Interdiction de l'incertitude* : l'incertitude quant aux termes d'un contrat financier est bannie, mais pas le risque en tant que tel. En conséquence, la spéculation (*gharar*) est interdite.

¹ - Les activités humaines ont des impacts écologiques et sociaux divers. Il convient donc à l'entreprise de rechercher des solutions qui garantissent non seulement l'efficacité, mais également l'équilibre social ainsi que le renouvellement des écosystèmes. L'entreprise doit inscrire son action dans le cadre d'une croissance respectueuse des grands équilibres ou ce qui est couramment appelé le développement durable qui signifie un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs (Persais E, 2002).

- Du point de vue islamique, la monnaie n'est qu'un simple intermédiaire et instrument de mesure dans les échanges de produits. Même si, en parallèle, elle assure une fonction de réserve de valeur, la monnaie n'est productrice de surplus que dans la mesure où elle est transformée préalablement en bien réel. Donc, la marge bancaire n'est licite que dans le cadre des activités suivantes : vente, participation, location, ou fabrication.

5.1.2-Deux obligations « positives »

- *Partage des pertes et des profits* : les parties à une transaction financière doivent partager les risques et les rendements y afférents entre les parties prenantes ;
- *Existence d'un actif sous-jacent* : toute transaction financière doit être adossée à un actif réel identifiable. Le montage financier ne doit pas être déconnecté de l'économie réelle.

De plus, les institutions de finance islamique ne sont pas autorisées à financer des activités trop endettées (au-delà de 33%, à comparer avec le taux d'endettement des ménages américains dépassant 100% !).

5.2-Principe de la banque islamique

La banque islamique repose sur la participation directe de la banque dans les transactions qu'elle finance. La rémunération qu'elle perçoit se justifie :

- Soit par sa qualité de copropriétaire, aux résultats du projet financé (pertes ou profits) dans le cas d'une moudaraba (capital-risque) ou d'une moucharaka (joint-venture),
- Soit par la prestation de commercialisation ou de location de biens préalablement acquis par elle, dans le cas d'une mourabaha (achat-revente), d'un ijara (crédit-bail ou location-vente) ou d'un salam,
- Soit, enfin par la fabrication/construction de biens meubles ou immeubles par ses soins ou par des tiers, dans le cas d'un istsina'a.

Les institutions de la finance islamique ont une double vocation commerciale et financière. En effet, en plus de leur rôle traditionnel d'intermédiation financière, elles sont parties prenantes à part entière dans les activités de création, de transformation et de commercialisation des richesses. Sur le plan juridique, cette double vocation est matérialisée par l'introduction de deux types de clauses dans les contrats de financement de la banque islamique :

- Des clauses financières fixant le montant, la durée et les conditions générales d'utilisation et de renouvellement de la ligne de financement;
- Des clauses commerciales, fixant les modalités de la transaction et/ou de l'opération effectuée dans le cadre de la ligne de financement précitée.

5.3-Instruments de financement islamique

A ce stade, il faut faire la distinction entre les contrats basés sur le partage des profits et pertes de ceux basés sur la vente.

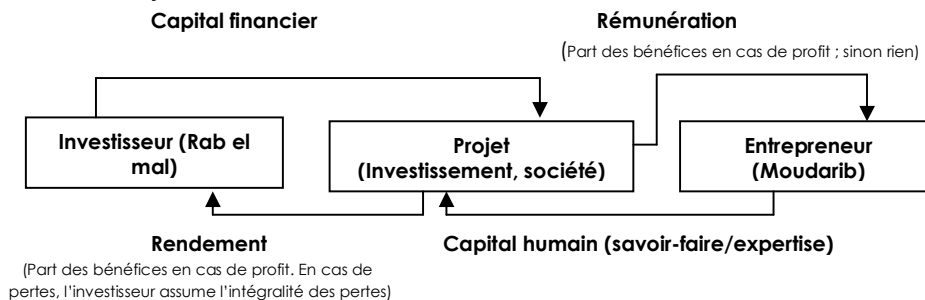
5.3.1-Le partage de profits et pertes « PPP »**➤ Le financement du travail (Moudaraba)**

C'est un financement en commandite, avec une participation au capital ou au fonds de roulement. Pour la banque, l'opération consiste à participer à un projet par un apport de capital. De son côté, l'entrepreneur fournit son travail, son savoir-faire. Le projet doit présenter à l'origine des conditions de rentabilité. Les proportions du partage des bénéfices sont déterminées lors de la conclusion du contrat. Les apporteurs de capitaux supportent entièrement les pertes, les promoteurs ne perdant que le fruit de leur travail.

Par ailleurs, théoriquement, les produits financiers axés sur la moudaraba s'intéressent non pas à la solvabilité globale de l'emprunteur mais à la rentabilité (le potentiel économique) de l'investissement en question. Ils sont donc particulièrement adaptés au financement des petites entreprises innovantes notamment dans le domaine de l'immatériel, car, si la santé financière est souvent positivement corrélée avec la taille de l'entreprise, la rentabilité ne l'est pas.

En Algérie, les contrats de financement islamiques sont presque absents des financements à destination des PME, étant donné qu'il est pratiquement impossible, dans la pratique, de dissocier la santé financière d'une firme de la viabilité du projet qu'elle développe.

Schéma n°3 : Principes de fonctionnement de la Moudaraba



Source : Benbayer H et Trari-Medjaoui N, Le développement des sources de financement des PME en Algérie : l'émergence de la finance islamique, Université d'Oran, 2008, p 10.

➤ **Financement de la participation (Moucharaka)**

Modèle « halalisé » du capital investissement, Al moucharaka est une association entre deux parties ou plus dans le capital d'une entreprise, projet ou opération moyennant une répartition des pertes ou profits dans des proportions convenues. Elle est basée sur la moralité du client, la relation de confiance (*), et la rentabilité du projet ou de l'opération.

La Moucharaka peut être permanente « moucharaka daa'ima ou tabita » ou limitée à une certaine période « moucharaka moutanakissa ». Dans la moucharaka décroissante, le client est autorisé à acheter graduellement les parts de la banque.

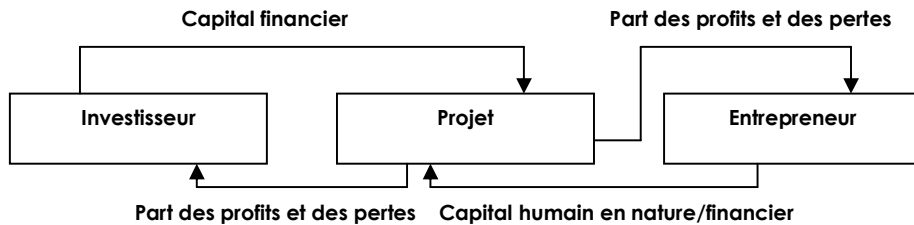
Cette technique de financement présente plusieurs avantages pour la banque et pour les opérateurs économiques. Outre le financement à caractère ponctuel d'opérations commerciales à court terme (notamment de revente en l'état ou d'import-export) et les prises de participation, la moucharaka se veut aussi une forme de crédit à long et moyen terme. A ce titre, elle constitue le mode de financement le plus adapté au besoin des cycles de vie de l'entreprise (création, développement, constitution et/ou augmentation du capital, l'acquisition et/ou la rénovation des équipements). Aussi, la moucharaka est très sollicitée par les promoteurs pour la création de PME sous diverses formes (SPA, SARL, SNC...).

Pour les apporteurs de projets, la moucharaka est une source de financement attractive, puisque la rémunération de la banque n'est pas une charge financière fixe, mais une contribution variable directement liée au résultat d'exploitation. En cas de perte, la banque est tenue d'assumer sa quote-part en sa qualité d'associé.

* - Les relations d'agence sont omniprésentes dans les contrats de Moucharaka. Le succès de ce partenariat dépend donc de l'établissement d'une relation de confiance entre la banque et l'investisseur (Bennamara. S, P 22).

De plus, les concours par moucharaka répondent aux besoins de financement des petites entreprises du secteur de l'artisanat, de l'hôtellerie, de la restauration et autres types d'activités qui souffrent de leur faiblesse en matière de garanties et de ressources financières.

Schéma n°4 : Principes de fonctionnement de la Moucharaka



Source : Benbayer H et Trari-Medjaoui N, Le développement des sources de financement des PME en Algérie : l'émergence de la finance islamique, Université d'Oran, 2008, p 11.

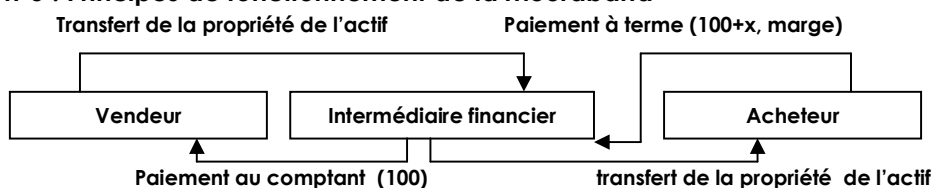
5.3.2-Les contrats basés sur la vente

➤ Le financement commercial avec marges bénéficiaires (Mourabaha)

C'est un contrat de vente au prix de revient majoré d'une marge bénéficiaire connue et convenue entre l'acheteur et le vendeur (*al-bay'ou bi ribhin ma'loum*). Elle peut être bi-partite : transaction directe entre un vendeur et un acheteur ou tripartite entre un acheteur final (donneur d'ordre d'achat), un 1^{er} vendeur (le fournisseur) et un vendeur intermédiaire (exécutant de l'ordre d'achat).

La banque intervient en qualité de premier acheteur vis-à-vis du fournisseur et de revendeur à l'égard de l'acheteur donneur d'ordre (le client). La banque achète la marchandise au comptant ou à crédit et la revend au comptant ou à crédit à son client moyennant une marge bénéficiaire convenue entre les deux parties. La mourabaha est un mode de financement qui permet à la banque de financer, dans le respect de ses principes, aussi bien les besoins d'exploitation de sa clientèle (stocks, matières, produits intermédiaires) et son investissement.

Schéma n°5 : Principes de fonctionnement de la Mourabaha



Source : Benbayer H et Trari-Medjaoui N, Le développement des sources de financement des PME en Algérie : l'émergence de la finance islamique, Université d'Oran, 2008, p 12.

➤ Le financement de location (Ijara) (*)

L'ijara est un contrat de location de biens assorti d'une promesse de vente au profit du locataire. Le droit de propriété du bien revient à la banque durant toute la période du contrat, tandis que le droit de jouissance revient au locataire.

* - L'ijara ou le leasing est une technique de financement des investissements (mobiliers et immobiliers) relativement récente. A ce titre, il peut être classé parmi les formes de crédit à long et moyen terme. La conformité avec les principes de la chari'a en fait une formule privilégiée utilisée par les banques islamiques dans le financement des investissements de leurs relations. Le second avantage de ce mode de financement a trait à la solidité de la garantie que procure à la banque son statut de propriétaire légal du bien loué.

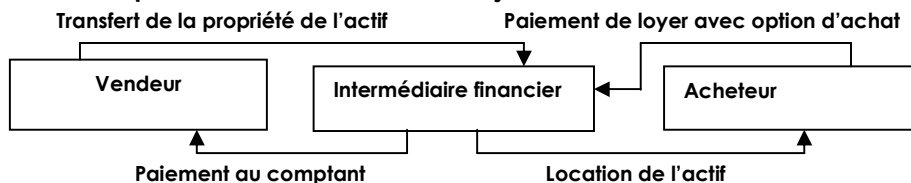
Il s'agit d'une technique de financement relativement récente qui fait intervenir trois acteurs principaux :

- Le fournisseur (fabricant ou vendeur) du bien.
- Le bailleur (en l'occurrence la banque qui achète le bien pour le louer à son client).
- Le locataire qui loue le bien en se réservant l'option de l'acquérir définitivement au terme du contrat de location.

Au terme du contrat, trois cas de figure peuvent se présenter au client : l'obligation d'acquérir le bien (contrat de location/vente), ou le choix d'acquérir ou de restituer le bien (contrat de crédit/bail), ou renouvellement de la location du bien (renouvellement du contrat de crédit bail).

Le leasing offre de multiples avantages pour les opérateurs économiques : la rénovation des équipements obsolètes par les dernières innovations technologiques, la non immobilisation à long ou moyen terme d'une partie des ressources¹, la constitution d'économies fiscales², et une marge de manœuvre laissée à l'utilisateur quant à l'option finale (achat restitution/relocation) qui lui permet de décider au moment opportun du choix le plus indiqué en fonction de la situation et des besoins de sa firme.

Schéma n°6 : Principes de fonctionnement de l'Ijara



Source : Benbayer H et Trari-Medjaoui N, Le développement des sources de financement des PME en Algérie : l'émergence de la finance islamique, Proposition d'article, Université d'Oran, 2008, p 12.

➤ Le salam

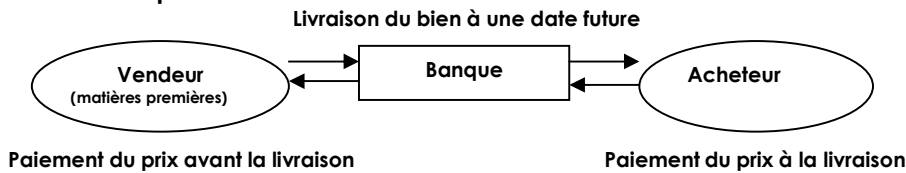
Il peut être défini comme un contrat de vente avec livraison différée de la marchandise. Ainsi, contrairement à la mourabaha, la banque n'intervient pas comme vendeur à crédit de la marchandise acquise sur commande de sa relation, mais comme acquéreur, avec paiement comptant d'une marchandise qui lui sera livrée à terme par son partenaire.

En principe, les règles de la chari'a interdisent toute transaction commerciale dont l'objet est inexistant au moment de sa conclusion (*bi'a al ma'adom*). Cependant, certaines pratiques commerciales, bien que ne répondant pas à cette condition, sont acceptées compte tenu de leur nécessité dans la vie des agents économiques. Ainsi, le salam a été autorisée par le Prophète dans le Hadith « celui qui fait le salam, qu'il le fasse pour un volume connu, pour un poids connu et pour un délai connu (*man aslafa falyouslif fi kayl ma'aloum, oua waznin ma'loum ila adjalin ma'aloum*).

¹ En effet, les charges annuelles, dans le cadre d'un financement, se limitent aux seuls loyers dûs sur la période, ce qui est très apprécié par les entreprises qui ont des difficultés à équilibrer leur situation financière.

² Sur le plan fiscal, les entreprises qui optent pour ce mode de financement peuvent tirer profit de la différence positive entre le montant des loyers annuels et celui des amortissements qu'elles auraient dû comptabiliser sur leurs propres fonds si le bien avait fait l'objet d'une acquisition.

Schéma n°7 : Principe de fonctionnement du Salam



Source : Benbayer H et Trari-Medjaoui N, Le développement des sources de financement des PME en Algérie : l'émergence de la finance islamique, Université d'Oran, 2008, p 13.

Par rapport à la moucharaka, qui s'adapte plus au cycle long, le salam se distingue par son moindre risque dans la mesure où la créance de la banque (ou sa contre valeur) constitue, comme dans la mourabaha une dette commerciale constante sur le client (le vendeur).

A ce titre, le salam se présente comme un moyen idéal de financement de certains types d'activités économiques telle que l'agriculture, l'artisanat, l'import-export, la PMI/PME en plus du secteur de distribution. Analysé par comparaison aux pratiques bancaires classiques, le salam peut se substituer, aux formes de crédits à court terme comme les facilités de caisse, les découverts, les crédits de campagne et les avances sur marchandises.

➤ L'istisna'a

C'est un contrat d'entreprise en vertu duquel une partie (*moustasni'i*) demande à une autre (*sani'i*) de lui fabriquer ou construire un ouvrage moyennant une rémunération payable d'avance, de manière fractionnée ou à terme. Il s'agit d'une variante qui s'apparente au contrat salam à la différence que l'objet de la transaction porte sur la livraison, non pas de marchandises achetées en l'état, mais de produits finis ayant subi un processus de transformation. La formule de l'istisna'a peut être triangulaire en faisant intervenir aux côtés de la Banque, le Maître de l'ouvrage et l'Entrepreneur dans le cadre d'un double istisna'a.

Comparé aux pratiques commerciales de notre temps, l'istisna'a s'identifie au contrat d'entreprise défini par l'article 549 du Code Civil Algérien comme suit : « Le contrat d'entreprise est le contrat par lequel l'une des parties s'oblige à exécuter un ouvrage ou à accomplir un travail moyennant une rémunération que l'autre partie s'engage à lui payer ».

Malgré cette panoplie d'instruments qui peut se développer à travers certaines combinaisons illustrées par le financement immobilier, la pratique montre la prédominance de certains modes par rapport à d'autres. La mourabaha reste de loin le principe de financement le plus privilégié particulièrement de la part des banques islamiques. Cette situation peut aisément s'expliquer tant par la facilité de montage de ce type de financement, la maîtrise du risque, la rentabilité élevée qu'il procure à court terme.

Notons qu'en général, le système bancaire islamique reste encore jeune et fragile ; il a encore besoin d'acquiescer une part de marché solide, de disposer des capacités financières permettant de s'engager sur d'autres modes de financement tels que la moudaraba, la moucharaka qui s'inscrivent beaucoup plus dans une optique de long terme, par conséquent, plus proche du capital investissement.

5.4-Contrats islamiques pertinents pour le capital-investissement

Certains contrats des banques islamiques et le modèle occidental du CR sont basés sur le même concept. La banque comme la société de capital investissement apporte le financement, partage le risque et le gain, exige des critères de sélection des investisseurs, fait des analyses rigoureuses de la situation économique en général et du secteur du projet en particulier, fait des études de marché, supervise le déroulement du projet, sort en général au bout d'une certaine durée etc.

5.4.1-Moucharaka

La moucharaka peut constituer un moyen adéquat pour le financement des PME, et la banque, via les contrats de moucharaka, peut jouer le rôle d'une SCR.

La moucharaka est le type de contrat islamique qui assure à la banque le plus de rendement (Bennamara S, 2007). Toutefois, la plupart des banques islamiques lui préfèrent des contrats basés sur la vente (comme le mourabaha et le salam) pour se prémunir contre le risque élevé associé à la moucharaka. Les banques pourraient tirer profit des opportunités de rentabilité que procure ce type de financement en mettant plus d'emphasis sur sa gestion.

La banque peut constituer des groupes de managers, qualifiés, dédiés aux différents types de projets. Ces personnes doivent avoir des connaissances solides et une polyvalence. Par leur expertise et leur savoir faire, par la pertinence de leurs analyses des business plans proposés par les investisseurs et des opportunités qu'offre le marché, ils permettront le choix de projets prometteurs. En outre, la spécialisation de ces managers et leur expérience dans les projets dont ils sont garants permettront à la banque de garantir un meilleur suivi (vu que dans la moucharaka la banque et l'investisseur assurent conjointement la gestion) du déroulement du projet.

Les banques peuvent commencer dans un premier temps par des contrats mourabaha avec les nouveaux investisseurs, puis passer par la suite à la moucharaka. En procédant de la sorte, la banque d'une part aide l'investisseur à acquérir le matériel de production dans un premier temps et d'autre part elle teste sa crédibilité et vérifie la possibilité d'un partenariat également.

La moucharaka est profitable également pour les nouveaux investisseurs qui peuvent profiter de l'expérience et de la réputation de la banque pour mener à bien le projet. Pour pallier au fardeau des garanties exigées dans les contrats moucharaka, les porteurs de projets se syndiquent, ce qui sera une sûreté pour la banque contre le risque de négligence ou d'abus.

L'essor de la moucharaka ne peut se faire sans une bonne volonté et conscience des détenteurs de fonds dans les pays islamiques. C'est en consentant à placer leur argent dans des comptes d'investissement (des bons moucharaka) auprès des banques islamiques au lieu de les placer dans des dépôts à vue à rendement zéro ou des contrats basés sur la vente (plus sûrs) que la pratique pourra s'épanouir et contribuer à la création d'entreprises.

5.4.2-L'Istisna'a

Le contrat Istisna'a peut jouer un rôle important dans l'investissement et le développement économique. C'est une forme du capital risque que peuvent mener les banques islamiques. Il encourage la fabrication, finance les activités productives, promeut le secteur industriel et technologique. La banque islamique, en entrant dans les contrats Istisna'a se doit en plus d'assurer le financement d'intervenir en qualité d'entrepreneur responsable de suivre le projet.

Il y a des mécanismes et des critères d'évaluation des projets dans les investissements d'Istisna'a. Tout d'abord, il faut que le projet soit conforme aux règles de la charia'a, c'est la base de l'acceptation de toute activité. Ensuite, le projet doit être commercialement viable, capable de générer suffisamment de cash-flows pour couvrir les frais et assurer un rendement raisonnable à l'investisseur.

La banque est tenue aussi d'évaluer le client avec lequel elle envisage d'investir. Cette évaluation doit inclure des informations détaillées sur sa réputation, sa situation financière, ses capacités managériales. La banque islamique doit s'informer sur les autres projets de l'investisseur s'il en a, elle doit exiger ses états financiers audités et ses projections d'avenir. De plus, la banque islamique se doit d'analyser la situation économique générale, particulièrement le secteur d'activité dans lequel s'inscrit le projet.

En général, l'acheteur dans le contrat Istisna'a ainsi que la banque islamique ne sont pas des experts dans l'activité qu'ils envisagent d'entreprendre (construction, fabrication etc.). Ils ont besoin des services d'un expert ou d'un consultant. Ces derniers peuvent être recrutés et payés par l'acheteur, comme il se faisait lors des débuts de l'adoption des contrats Istisna'a par les banques islamiques. Mais il s'est avéré que ceci engendrait un manque de coopération entre les parties. Pour pallier à ce problème, certaines banques islamiques ont ajusté la pratique : l'acheteur dans le contrat Istisna'a, en consultation avec la banque recrute le consultant pour superviser l'exécution du travail. Ainsi, la banque islamique désigne elle-même son propre consultant.

La banque islamique doit aussi se prémunir contre les risques liés à la défaillance du manufacturier, que la banque finance. Pour ceci le choix doit être fait avec une grande attention et une grande rigueur dans la vérification de sa situation financière et de ses techniques administratives. La banque islamique peut aussi prendre des mesures protectrices, comme les hypothèques, les garanties, les chèques etc.

5.4.3-Le Salam

Même s'il est un contrat passif de vente à terme, le Salam est et peut être utilisé de manière active par les banques islamiques pour promouvoir l'investissement tout comme le capital risque « CR ».

Ils existent certains besoins nécessitant souvent un apport monétaire direct, pour financer le fonds de roulement, certaines charges d'exploitation telles que les salaires, les impôts et taxes, les droits de douanes...etc. Le Salam présente l'avantage de permettre à la banque d'avancer directement des fonds à son client, en se positionnant en tant qu'acheteur vis-à-vis de lui et en lui concédant un délai pour la livraison des marchandises achetées.

Par rapport à la Moucharaka, qui s'adapte plus au cycle long, le Salam se distingue par son moindre risque dans la mesure où la créance de la banque constitue, comme dans la Mourabaha une dette commerciale constante sur le client (le vendeur). Il offre plus de souplesse et de sûreté à la banque.

Section III : Examen du capital investissement au niveau international

Dans sa forme moderne, le CI date du début des années 1940, mais dans sa forme la plus ancienne il remonte au « prêt à la grosse aventure » à l'origine des plus grandes et plus extravagantes découvertes et inventions du monde.

III.1-Les prémisses du capital investissement

Thalès De Millet, connu comme le fondateur de la géométrie moderne, a été le 1^{er} « entrepreneur » de l'agriculture industrielle. Il a développé des machines à huile grâce au financement de certains fortunés de son époque rassurés par la simple éventualité d'une bonne récolte d'olives.

Près de deux millénaires plus tard, les découvertes géographiques ont été rendues possibles grâce au financement d'investisseurs qui ne craignaient pas le risque. C'est ainsi que des aventuriers capitalistes comme C. Colomb, Vasco De Gamma au XV^e siècle découvrent des terres jusque là inconnues.

Donc, le venture capital « CR » remonte aux expéditions portugaises et espagnoles des XV^e et XVI^e siècles. L'idée de base des grandes aventures, c'est-à-dire l'extrapolation contemporaine du capital proposé par les princes aux grands navigateurs de la renaissance s'applique à l'industrie du CR (J. Lachmann ; 1999). En effet, un certain nombre d'ingrédients du CR actuel étaient déjà réunis : le temps, l'argent, l'absence de garantie, l'importance de la réputation du « capitaine » et la motivation tirée de la perspective de résultats extraordinaires.

Néanmoins, deux différences de taille entre l'aventure industrielle et l'expédition géographique méritent d'être soulignées : dans l'aventure industrielle l'entrepreneur ne risque pas sa vie, et les espérances de rentabilité (le retour sur investissement) sont plus élevées, contrairement à l'expédition géographique où la rentabilité n'est pas sûre et où l'aventurier met en péril sa vie.

La première révolution industrielle a été boostée par le soutien inconditionnel de financiers risqueurs aux barons de l'industrie de cette époque comme : les Laffitte, Rothschild, Carnegie, Rockefeller et Seillière leur permettant de saisir les nouvelles opportunités qui se présentaient dans le domaine du textile, de la sidérurgie, de la métallurgie, des travaux publics et dans les services tels que le commerce, les banques et les assurances.

III.2-Historique et les facteurs clés de succès du venture capital américain**2.1-Un bref historique du capital investissement aux Etats-Unis**

Historiquement, la naissance du CI américain remonte aux années 1930 et 1940. Avant cette date, cette activité était balbutiante, très peu structurée. Il s'agissait souvent d'un financement de proximité où les proches de l'entrepreneur fournissaient des fonds pour finaliser un projet industriel. Au début des années 30, on observe un premier tournant dans le CI. À cette époque, des familles fortunées comme les Rockefeller ou les Whitney and Co se tournent vers le capital investissement et jouent le rôle « d'investisseur particulier ». Pour ces familles fortunées, investir dans des entreprises prometteuses est en harmonie avec l'esprit d'entreprendre : prendre des risques pour réussir et améliorer sa condition. Avec le développement de l'industrie, les besoins du capital américains se firent plus importants.

En même temps, le besoin de professionnaliser cette activité se fit sentir. C'est là que débute la seconde étape du CI américain qui correspond à la naissance de la première entité spécialisée dans le CI en 1946 appelée American Research & Development (ARD). Créée à l'époque par Karl Compton, alors président du MIT, George Doriot¹, professeur à Harvard et deux investisseurs locaux, Merrill Griswold président de la Massachusetts Investors Trust et Ralph Flanders, président de la Federal Reserve de Boston, cette entreprise facilite la commercialisation des technologies conçues pendant la seconde guerre mondiale. Une fois arrivé à la tête de l'ARD, le général Doriot va imposer sa « patte » sur le développement du CI américain. Jusqu'à la fin de son mandat en 1972, Doriot mettra l'accent sur la nécessité de financer des « idées nobles » plutôt que de faire de l'argent².

En 1958, une autre marche est franchie avec la naissance du premier syndicat de CI. Alors que la majorité des initiatives privées s'étaient développées sur le modèle du fond fermé et isolé, cette nouvelle forme d'agencement entre capital-investisseurs émerge et fait son chemin. Le principe est relativement simple : différents investisseurs se conglomèrent autour d'un projet d'investissement ou d'un pool d'investissement. Le financement par syndication « consortium » connaît alors son essor car permettant le partage du risque entre plusieurs partenaires.

Parallèlement à l'enthousiasme privé pour le capital investissement, l'Etat américain choisit également à partir de 1958 de jouer un rôle plus actif dans le financement des entreprises risquées. Il crée le Small Business Administration en facilitant l'émergence de petites entreprises innovantes en SBIC (Small Business Investment Company). Dès l'origine, l'Etat américain choisit de mettre l'accent sur l'accès aux financements et néglige le travail de conseil et le suivi des entreprises à l'exception de leur capacité de remboursement. Pour Gompers (1996) il s'agit de l'élément clé expliquant les mauvaises performances des Small Business Administration. À la différence de l'ARD qui disposait de compétences pour évaluer et conseiller les entrepreneurs, le SBA a peu d'expérience en la matière. Ce déficit de compétence sera très préjudiciable lorsqu'il lui faudra sélectionner les projets³.

Géographiquement parlant, le CI américain apparaît et se développe seulement sur la côte Est des Etats-Unis. Les familles fortunées qui financent le capital investissement se trouvent généralement à New York ou Boston. Par ailleurs, les universités américaines promotrices de la plupart des projets sont également situées sur la côte est : le MIT, Harvard ou encore Princeton fourmillent de projets. Le début des années 60 va marquer le début de bipolarisation du CI américain. À cette époque, les banques d'investissement situées sur la côte est choisissent de prospecter en Californie et évaluer les possibilités de développement du capital investissement sur la côte Ouest. Très rapidement, des structures spécialisées vont se développer. À l'image de la création de Fairchild Semi-conducteur, le CI va faciliter la naissance d'une industrie des semi-conducteurs puis par la suite la naissance de la Silicon Valley.

¹ Couramment présenté comme le « père du capital investissement » (Gompers, 1996).

² Ainsi le premier projet financé par l'ARD consistait à soutenir une entreprise exploitant les possibilités offertes par les rayons X en matière de traitement du cancer créée par des professeurs du MIT. Donc l'objectif premier de l'ARD n'était pas de dégager de larges bénéfices, mais plutôt de financer des projets respectant l'éthique et la morale.

³ La capacité de financement des SBA va se réduire compte tenu de la morosité des investisseurs. Les conséquences furent dramatiques puisque le portefeuille des SBA se réduit fortement durant la seconde moitié des années 70 à 250 entreprises actives (Gompers, 1996).

Peu à peu la côte Ouest va s'imposer comme le centre névralgique du CI : les projets abondent reposant sur un véritable train technologique, les universités de la côte ouest comme le Carnegie Mellon ou Cal Tech défrichent des pans importants en matière de technologies et les intermédiaires financiers spécialisés dans le CI s'insèrent dans cet écosystème.

Depuis les trois dernières décennies, le CI américain se caractérise par un fort dynamisme. À l'orée des années 80, cette industrie se structure et gagne en efficacité : les investisseurs ont en quelque sorte appris leur métier et ils en connaissent les fondamentaux¹, et la géographie du capital investissement évolue.

Cependant, l'évolution la plus marquante réside dans l'arrivée de nouveaux investisseurs dans le CI. Auparavant contraints par des restrictions légales et une fiscalité peu avantageuse, les fonds de pension étaient absents du hors marché. Or, en 1978, le gouvernement américain réforme en profondeur l'arsenal réglementaire entourant le CI sur deux points. D'une part, il assouplit les règles fiscales en ramenant le taux de plus-value sur les opérations en capital de 49,5% à 28%, et d'autre part, il libère les contraintes pesant sur les fonds d'investissement en matière de CI. Dès lors, ces fonds vont investir massivement dans le CI et ce d'autant plus que les performances des marchés financiers durant les années 70 sont faibles. En investissant dans le CI, les fonds de pension voient une manière de diversifier leurs placements mais surtout de profiter des taux de rendement du CI dans la seconde moitié des années 70.

L'éclatement de la bulle autour des valeurs technologiques a provoqué une réduction globale des investissements dans le CI en 2001 (-56% en une année) aux Etats-Unis. Cette réduction des financements a majoritairement porté sur les NTIC. Ailleurs, les investissements n'ont pas connu de pause significative. Dans les biotechnologies et la santé, les investissements sont en constante augmentation sur la période 1999-2002 (OCDE, 2003).

Abondantes sont les entreprises connues qui se sont développées dans l'informatique : Sun, Microsoft, Compaq, Oracle ou encore Apple ont été financées grâce au CI. De plus, de nombreuses entreprises présentes dans des activités peu intensives en technologie ont également été financées par le CI comme Federal Express, Starbuck ou Staples. Aujourd'hui la tendance serait plutôt à la concentration des investissements dans quelques secteurs de hautes technologies. En 1999, 60% des investissements se concentraient dans les secteurs des NTIC, le reste des fonds se partageant entre la recherche médicale (10%), les biotechnologies (10%) et dans différents secteurs (20%).

Le CI américain a repris sa dynamique après une courte période de recul des investissements. En 2004, les secteurs les plus attractifs pour le CI restent inchangés : il s'agit pour 24% du secteur des logiciels et pour 19% les biotechnologies. À côté de ces deux domaines, on retrouve d'autres secteurs historiquement attractifs pour le CI : les semi-conducteurs, le secteur médical (services et équipements) et les équipements de réseaux. Si l'on se focalise sur les investissements d'amorçage, on retrouve toujours l'industrie des logiciels ainsi que les biotechnologies mais d'autres secteurs accèdent à ces investissements comme les médias ou encore les entreprises opérant dans le secteur de l'énergie.

¹ Ils tirent profit de la courbe d'apprentissage qui caractérise le capital investissement.

En bref, les USA se sont mobilisés, sans retenue, en faveur des small and middle entreprises (SME) après la fin de la seconde guerre mondiale. Les success stories marquent la fin du mythe du gigantisme d'entreprise cher à J. K. Galbraith, et ouvrent désormais la voie à la formule « Small is beautiful » promue par l'économiste allemand F. E. Schumacher¹.

Présentement, le marché américain est constitué de trois compartiments. Les deux premiers sont formels (initiatives semi-publiques et des professionnels privés). Le troisième compartiment est informel (business angels).

Le tableau ci-dessous récapitule les dates phares de l'industrie du capital investissement aux Etats-Unis.

Tableau n°4 : Les dates phares du capital-investissement américain

Année	Fait marquant
1946	Création de L'ARD par le général Georges Doriot à Boston scellant l'institutionnalisation du venture capital. Le plus gros succès de L'ARD fut l'entreprise DEC (Digital Equipment Corporation).
1953	vote de la loi pour les petites entreprises, Small Business Act ponctué par l'instauration de la SBA (Small Business Administration). La SBA accorde des aides aux PME, mais aussi un soutien à l'industrie du venture capital par le biais du programme du Small Business Incentive Act adopté en 1980 (SBIC).
1958	Création des SBIC par le décret Small Business Investment Act.
Entre 1960 et 1970	Essor de l'activité du capital-risque avec l'arrivée de plusieurs sociétés de capital-risque privées qui ont participé activement au développement des industries électronique et informatique. C'est ainsi qu'on assiste à l'émergence de régions dynamiques telles : Massachusetts (Route 128), et San Francisco (Silicon Valley).
De 1970 à 1978	« La crise de l'industrie du capital-risque », baptisée aussi « la traversée du désert » causée par le ralentissement de la croissance de l'industrie électronique, la baisse de l'engouement des investisseurs pour les valeurs high-tech et la hausse du taux de la taxe sur les plus values (passé d'un taux moyen de 15 % à 43 %).
A partir de 1978	La baisse de la taxation des plus values permet la reprise de l'industrie du capital-risque.
1982	Adoption du Small Business Innovation Development Act.

Source : Synthèse établie à partir de J. Lachmann (1999), K. E. Bouatouata (2005) et P. Battini (2006).

2.2-Les facteurs clés de succès du venture capital américain

Actuellement, les Etats-Unis disposent ; sans l'ombre d'un doute, d'un véritable avantage concurrentiel dans le CI, fondé sur l'antériorité historique et l'expérience accumulée par les investisseurs. Le développement du capital risque américain doit son succès à une série de facteurs clés de succès.

2.2.1-Un fort esprit d'entreprise

Certaines idées bien connues, largement véhiculées sur les USA et l'esprit d'entreprise ne sont pas sans intérêt pour expliquer que ce pays dispose de capitaux d'amorçage de loin plus importants qu'en Europe :

¹ Dans trois des dix-neuf essais qui composent *Small is Beautiful*, Schumacher fustige violemment ce qu'il appelle « l'idolâtrie du gigantisme », qu'il s'agisse de multinationales, du développement et de l'urbanisation de mégalopoles, ou de la taille des nations et de leurs marchés intérieurs. Il remarque à ce propos que la prouesse d'Alfred Sloan à la General Motors « a été de structurer cette entreprise gigantesque pour en faire, en réalité, une fédération de sociétés de taille à peu près raisonnable ». L'expression « small is beautiful » est passée dans le langage courant et en est venue à symboliser la révolte contre les grandes organisations impersonnelles dont la puissance n'a cessé de croître au fil des ans. Elle est à l'origine des mouvements anti-mondialisation et écologiques qui ont aujourd'hui acquis beaucoup d'audience.

- ❖ Fort degré d'acceptation et de diffusion des nouvelles idées (nouveaux biens et services, nouvelles pratiques...) au sein de la population.
- ❖ Culture de Success Stories, promotion de la réussite et du droit à l'échec.

Le capital risque ne peut pas se développer dans des pays où la culture, la politique de l'État et l'inertie de la bureaucratie découragent la prise de risques (Bartlett J, 2008). Le capital-risque repose en effet sur un bon équilibre entre la prise de risques et sa rémunération. Le modèle de capital-risque ne peut pas réussir si l'échec se traduit non seulement par la faillite de l'entreprise, mais également par la faillite personnelle des intéressés.

Inversement, l'appétit que le fondateur manifeste pour le risque doit être avivé par la perspective d'un succès extrêmement rémunérateur, même si la probabilité de réussir est faible, ce qui exige un allègement de la fiscalité et des formalités administratives.

La politique et la culture américaines, ainsi que l'acceptation de l'échec comme le prix inévitable à payer pour réussir à l'avenir, créent un climat favorable à l'esprit d'entreprise. Les possibilités, en particulier pour les jeunes, sont immenses (Ben Casnocha, 2008).

2.2.2-De fortes concentrations géographiques d'entreprises : les clusters ou zones d'activité

Les clusters sont des concentrations d'entreprises du même secteur d'activité, regroupées dans un même site géographique. Les États-Unis comptent des centaines de clusters dynamiques et très actifs. Ils regroupent des entreprises qui ont commencé de rien et qui se sont développées et sont devenues très importantes à l'échelle internationale. A titre d'exemple, nous pouvons recenser les principales zones regroupant les meilleures entreprises américaines : Silicon Valley (Microelectronics, Biotechnology, Venture Capital), Los Angeles Area (Defense Aerospace, Entertainment), Oregon (Electrical measuring, Woodworking Equipment), etc...

L'essor de la région de la Californie du Nord connue sous le nom de la Silicon Valley n'est pas dû au hasard, mais plutôt à des faits historiques qui ont créé une culture de l'innovation et du partage de l'information entre entreprises (Ashlee Vance, 2008). L'investisseur de CR Vinod Dham, connu aussi comme le père du processeur Pentium, a déclaré un jour d'une manière mémorable : « si vous habitez dans la Silicon Valley et que vous ne créez pas d'entreprise, alors il y a quelque chose qui ne vas pas chez vous ». C'est là une affirmation quelque peu exagérée, mais elle illustre l'importance de la « classe créative »¹ aux Etats-Unis.

Les chercheurs de deux laboratoires, Xerox PARC et Stanford Research Institute (SRI), mirent au point de nombreux éléments qui allaient constituer le fondement de la révolution informatique. Souvent ces laboratoires acceptaient de partager ses innovations avec d'autres intéressés de la Silicon Valley. C'est ainsi que des inventions comme la souris, l'interface graphique et Ethernet tombèrent entre les mains d'entreprises locales.

¹ Florida R (2008) la définit comme : « Une catégorie croissante de la main d'œuvre très instruite est bien rémunérée dont dépendent de plus en plus la croissance économique des entreprises et leur rentabilité. Les membres de cette classe exercent une variété d'activités dans toute une gamme de secteurs, des nouvelles technologies au monde du spectacle, du journalisme à la finance, de la production industrielle haute gamme aux arts. Ils ne se considèrent pas consciemment comme une classe. Cependant, ils ont en commun une philosophie de la vie qui met l'accent sur la créativité, l'individualisme, la différence et le mérite ». Selon l'économiste William Baumol, l'entrepreneuriat « la classe créative » est une « composante indispensable » de la croissance et de la prospérité économique des USA (Florida R 2008, op.cit). Plus de 16 millions de personnes travaillent dans des entreprises de moins de 10 personnes ; donc les petites entreprises jouent un rôle essentiel dans le pays.

Apple, Cisco et Sun Microsystems tirent par exemple leurs sources de Xerox PARC. C'est ce libre-échange d'idées qui favorisa le succès économique de la Silicon Valley. Steve Jobs, fondateur d'Apple Computer, recruta par exemple des concepteurs de l'ordinateur personnel de Xerox PARC pour travailler sur les projets de sa propre entreprise, tandis que le cofondateur de Sun, Andy Bechtolsheim, s'inspira de la même machine et de la technologie de réseau Ethernet de Xerox PARC pour mettre au point le premier serveur de son entreprise.

2.2.3-Des incubateurs performants

Les incubateurs jouent un rôle déterminant au sein des clusters. Mais le bon fonctionnement du modèle d'incubation américain tient beaucoup à l'importance des clusters, qui facilitent le développement de synergies et de réseaux au sein même des différentes catégories d'acteurs et entre elles.

L'incubateur US fourni, en plus d'une panoplie de services d'assistance technique et logistique, une offre de services de gestion courante à forte valeur ajoutée (conseil stratégique, marketing et commercial, conseil juridique et financier, mise à disposition de réseaux, aide à la recherche de financements...) qui assure une plus grande aide au lancement des projets qu'ils incubent.

Enfin, compte tenu du rôle central des incubateurs, ceux-ci sont considérés par les OCI comme d'excellents pourvoyeurs de dossiers...et jouent donc également un rôle de baromètre de la qualité des dossiers.

2.2.4-Des fonds de capital risques puissants

Le CR aux USA est de très loin le plus actif et le plus puissant de l'OCDE : 95% du marché du CR dans le monde (en termes de capitaux investis) revient à dix pays dans les Etats-Unis détiennent la première place.

Ces fonds de CR sont alimentés par l'épargne colossale concentrée au sein des fonds de pension qui bénéficient d'une exonération fiscale sur les plus-values.

2.2.5-Des Busines Angels nombreux et structurés

Les Busines Angels ou les « investisseurs providentiels » sont des personnes physiques constituant une catégorie de capital-risqueur. Ils apportent, en plus du financement, une assistance et une expertise pointue par leur implication directe dans le management de la société financée. Ils jouent un rôle important au sein des clusters, dans les premières phases de développement en Amérique. Ils mettent à la disposition de l'entreprise ciblée non seulement des capitaux, mais aussi leur carnet d'adresses, leur expérience technologique, leur savoir-faire dans la gestion et le marketing ...et beaucoup de leur temps. De plus Ils sont très sensibles aux problèmes du management, dans la mesure où eux-mêmes étaient des entrepreneurs, ce qui les conduit à se structurer en réseaux ou en clubs assurant la circulation de l'information.

2.2.6-Des aides importantes accordées par l'Etat

Les aides destinées aux entreprises, notamment en création, peuvent être accordées soit au niveau national par le gouvernement fédéral et les agences gouvernementales ou les administrations fédérales, soit au niveau régional par l'Etat ou les différentes agences ou administrations régionales.

Ces aides directes et indirectes débouchent sur :

- **Allègements fiscaux :** certains impôts sont réduits pour les jeunes pousses (pour cause d'embauche, de R&D et d'investissements productifs).
- **Primes ou subventions :** que le promoteur peut demander à l'administration qui a un lien direct avec sont activité. Un projet dans le domaine de l'énergie, par exemple, pourra ainsi postuler aux subventions annuelles accordées aux entreprises innovantes par l'US Department of Energy. Cette subvention n'est pas remboursable.
- **Garantie de prêts :** certaines administrations publiques ont pour mission de se porter garantes afin que le secteur bancaire puisse accorder des prêts à des conditions acceptables aux jeunes entreprises. Elles assument partiellement ou totalement le sinistre, en cas de défaillance.
- **Prêts à taux réduit :** les conditions de ce prêt sont largement plus avantageuses que celles du marché : taux d'intérêt faible (nul dans certains cas), échéance plus lointaine et absence de pénalités en cas de non remboursement à l'échéance fixée.

2.2.7-Un cadre légal et réglementaire incitatif

De tradition fiscale, les pays anglo-saxons en général et les USA en particulier, ont une préférence pour l'imposition forfaitaire avec des taux relativement faibles et un minimum de régimes privilégiés. Ceci se traduit par leur souci de simplicité et d'égalitarisme devant l'impôt, d'efficacité de l'impôt et leur conviction que le meilleur régulateur est le marché.

Par ailleurs, ces pays sont libre-échangistes et sont donc les plus souples et les moins discriminants envers les investisseurs étrangers. Ceci, les a amenés à travers de nombreuses conventions fiscales, telles que celles visées par l'OCDE, à éviter toute double imposition et, le plus possible, toute retenue à la source et à accorder à l'investisseur étranger le meilleur des statuts entre celui de sa nationalité d'origine et celui du pays d'investissement.

A partir de là, ces pays n'ont pas mis en place un statut fiscal particulier pour le CR pour stimuler son développement contrairement à la tradition européenne où des mesures fiscales ont été érigées dès le départ pour mobiliser l'épargne privée et financer les véhicules de CR créés.

Cependant, la législation US offre des conditions très avantageuses à l'investissement dans certains domaines d'activités notamment la recherche et l'innovation.

De manière globale, le développement du capital risque aux USA est soutenu par un environnement propice à l'investissement de manière générale dans les PME (Small Business Companies). En effet, les autorités américaines encouragent la mobilité de l'argent en exemptant d'impôt les bénéfices sur les investissements dans des PME, s'il est réinvesti dans les 60 jours.

2.2.8-Des fonds publics et des organismes de garantie des investissements

Que se soit au niveau des Etats ou fédéral, les pouvoirs publics ont adopté des politiques d'encouragement des investissements en phase d'amorçage en co-investissant, directement dans les projets, ou indirectement par le biais d'un fonds privé. Dans ce deuxième cas, il s'agit de mesures dites de « fonds de fonds ». Les Etats adoptent les mesures suivantes :

- Investir des fonds publics dans les OCR qui s'installeront sur leur territoire.
- Apporter une garantie à une partie des capitaux investis par les OCR sur le territoire de l'Etat. Ce taux de couverture reste généralement inférieur à 50 % du montant de l'investissement.

III.3-Le capital investissement en Europe

3.1-L'état du capital investissement en Europe

En Europe, le décollage du CI est plus tardif puisqu'il date du début des années 90¹. Aujourd'hui, le CI européen est le second marché derrière les Etats-Unis. À l'image de ce que l'on a observé ces vingt dernières années aux Etats-Unis, le CI s'est développé, structuré et spécialisé en Europe. Alors que les investissements en CI s'élevaient à 5,81 milliards de dollars en 1990, ils atteignent en 2004 la barre des 30 milliards (30,67). Dans le même laps de temps, le montant des investissements américains en CI est passé de 11,322 à 63,437 milliards de dollars (OCDE, 2004).

Si l'Europe a rattrapé une partie de son retard en matière de CI ces dernières années, il semble bien que l'écart se creuse de nouveau. Au plus fort de l'éclatement de la bulle technologique, les investisseurs américains ont presque divisé par deux le montant de leurs investissements là où les Européens ont seulement ralenti leurs investissements. On pourrait voir dans cette réaction dissymétrique une industrie du CI européen mature rattrapant son homologue américain. Or les dernières évolutions suggèrent un autre scénario. Depuis 2004, les investissements américains sont repartis à la hausse alors que le CI européen évolue sur un rythme inférieur, de sorte que l'écart se creuse. En fait, il semble bien que le CI américain soit nettement plus réactif aux signaux (à la hausse comme la baisse) que son homologue européen.

Pour expliquer ce manque de réactivité, des travaux récents suggèrent que les investisseurs européens restent relativement moins spécialisés que leurs homologues américains. Statistiquement, un plus grand nombre d'investisseurs européens sont présents sur l'ensemble des segments du CI (Hege, 2003). De plus, le niveau de syndication et de partenariat entre les investisseurs est encore très faible en Europe.

La seconde différence entre le CI américain et européen tient à l'importance des investissements d'amorçage et de CR. En effet, si l'on rapporte ces investissements au PIB, on obtient une vision très précise de la situation européenne par rapport aux Etats-Unis. Selon l'OCDE, sur la période 1998-2001, ce ratio s'établit aux Etats-Unis à 0,163 %. Le Canada se situe à un niveau proche avec un ratio de 0,114. Dans ce classement, l'Europe apparaît décrochée et segmentée. Décrochée, car le pays ayant le niveau le plus élevé est la Finlande avec un ratio de 0,078 (la France étant dernière de ce classement avec un effort de 0,044). Segmentée car il apparaît clairement une scission entre les pays européens avec un premier groupe ayant un ratio élevé (Finlande, Suède et Pays-Bas) et un second groupe avec des niveaux d'efforts plus faibles comprenant l'Allemagne, l'Angleterre et la France. Si l'on se réfère aux derniers chiffres disponibles depuis 2001, la situation de ces pays appartenant à ce second groupe reste stable.

En 2004, le ratio (amorçage plus CR/PIB) est de 0,172 % (soit 16/926424) aux Etats-Unis alors que le ratio français est de 0,024 (soit 0,329/1644). La comparaison de ces ratios avec l'effort de R&D est également très instructive de la situation européenne. Ainsi, Battini (2006) remarque que les pays qui obtiennent les meilleurs ratios, c'est-à-dire ceux où les investissements de ce segment sont les plus élevés, sont aussi ceux qui ont le plus fort taux de R&D/PIB.

¹ Les îles britanniques constituent « la tête de pont » pour toute action d'envergure traversant la manche. Le Royaume-Uni est l'initiateur « The first mover » en matière de capital investissement en Europe. Ainsi, on assiste dès 1945 à la création de la Finance Corporation for Industry (FCI) et sa filiale Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC) ; deux organismes qui sont les ancêtres de la célèbre 3I (Investors In Industry).

3.2-Les obstacles au développement du capital investissement en Europe

La Commission Européenne a identifié dans son rapport sur le capital investissement (2006) les principaux obstacles ci-dessous :

❖ **La fragmentation des marchés nationaux** : l'existence de 33 marchés nationaux, de 18 organismes de conseil limite fortement la liquidité de chaque marché national. De plus, la libéralisation des marchés nationaux de capitaux et l'introduction de l'Euro n'ont pas encore réussi à décloisonner les marchés nationaux ;

❖ **La barrière institutionnelle et réglementaire** : la différence dans les règles comptables impose la présentation des documents comptables de diverses façons ;

❖ **Des barrières fiscales** : il existe une grande disparité dans les procédures fiscales entre les pays membres de l'Union Européenne. Cette diversité touche notamment l'imposition des capitaux propres (dividendes, bénéfices à distribuer), imposition des plus-values et des sociétés de capital investissement ;

❖ **Une pénurie des PME de haute technologie** : l'Europe jouit d'un excellent potentiel de recherche et d'innovation dans le domaine de haute technologie qui ne se reflète pas sur l'activité de capital investissement ;

❖ **Le manque de formation professionnelle** : il est nécessaire de former des professionnels du métier afin d'éviter toute confusion avec celui de banquier ;

❖ **La barrière culturelle** : l'esprit d'entreprise, l'approche du risque, la mobilité sont autant de qualités essentielles à l'exercice du métier mais qui demeurent peu développés en Europe.

3.3-Les mesures stratégiques de l'UE

Pour surmonter ces difficultés la Commission Européenne propose dans le même rapport un certain nombre de solutions :

3.3.1-Adoption de mesures d'encouragement, en faveur des Business Angels telle que la simplification des procédures administratives ;

3.3.2-Adoption de règles prudentielles moins contraignantes permettant aux investisseurs institutionnels d'investir dans des sociétés de capital investissement.

En plus de ces propositions, la Commission Européenne incite les pays membres de l'UE à définir une réglementation nationale dédiée à la pratique du métier, et à promouvoir l'innovation et à encourager l'actionnariat des salariés et l'utilisation des stock-options.

III.4-Le capital investissement en France

L'apparition du CI en France remonte aux années 50 par la création des toutes premières sociétés de développement régionales. Cependant, la réelle apparition du métier remonte aux années 80 avec la création de Fonds Communs de Placement à Risque.

Nous présenterons dans ce qui suit les divers intervenants dans le CI français puis nous exposerons ses principaux facteurs d'encouragement.

4.1-Les intervenant dans l'activité de capital investissement

Outre les OCI, il existe plusieurs intervenants dans le métier tels que les organismes d'assurance, l'agence de promotion et l'association des investisseurs en capital.

4.1.1-Les formes juridiques des OCI : Nous recensons quatre principales formes juridiques.

❖ **Les Sociétés Financières d'innovations (SFI)**

Créées en 1972 par la loi du 11 juillet 1972 et dont l'objet est de : « Faciliter en France la mise en œuvre industrielle de la recherche technologique ainsi que la promotion et l'exploitation d'inventions portant sur un produit, un procédé ou une technique, déjà brevetés ou devant l'être, qui n'ont pas encore été exploités ou qui sont susceptibles d'applications entièrement nouvelles ». Ces sociétés peuvent investir soit par le biais d'une intervention directe en fonds propres, soit sous forme de prêts ou bien en utilisant des instruments assimilés. Pour bénéficier des avantages fiscaux, les SFI doivent se plier à plusieurs contraintes :

- Un commissaire du gouvernement à la charge de valider la définition des entreprises pour savoir si elles rentrent dans le cadre des sociétés innovatrices.
- 60% des capitaux doivent être investis dans les trois ans qui suivent la création de la société ou de son augmentation de capital dans des sociétés réalisant moins de 7.5 millions € de chiffre d'affaires (50 millions de Francs) et ne peuvent détenir plus de 25% de la même entreprise et doivent rester au capital pendant 6 ans.
- Le capital de la SFI doit être au moins de 1.5 million € (10 millions de francs) et aucun actionnaire ne peut détenir plus de 33% de ce capital.

En contrepartie, les SFI bénéficient gratuitement de la garantie SOFARIS que nous présenterons dans le paragraphe suivant. Une quinzaine de SFI ont été à ce jour créées dont la plus ancienne est la SOFINNOVA, créée par le Crédit National. Les actionnaires bénéficient d'un amortissement fiscal exceptionnel de 50% si les titres sont détenus depuis plus de trois ans et d'une exonération d'impôts sur les plus-values dans la limite de ces 50%.

Toutefois, le statut des Sociétés Financières d'Innovations n'est plus très prisé car il est imposé au titre de l'impôt sur les sociétés « IS » et ne bénéficie vraiment qu'aux sociétés ne réalisant pas ou peu de bénéfices.

❖ **La garantie SOFARIS**

La SOFARIS (Société Française pour l'Assurance du Capital Risque des PME) est une société d'économie mixte créée par l'Etat en 1982 afin de jouer les assureurs du capital risque. La SOFARIS propose sa garantie aux établissements de crédit et aux organismes de fonds propres qui apportent leur concours aux entreprises en création et aux jeunes entreprises de moins de 3 ans pour le financement des investissements matériels et immatériels et de fonds de roulement. Elle garantit tous les types d'activités à l'exclusion de quelques activités bien précises (qui n'ont pas une logique innovatrice), à concurrence de 70% du capital (si la création est l'œuvre d'une personne physique, 50% pour les autres créations et participations) et requiert que le capital de l'entreprise soit détenu par des personnes physiques, des sociétés de capital risque ou des entreprises réalisant moins de 45 millions € de Chiffre d'Affaires. En contrepartie, la SOFARIS facture une commission entre 0.3% et 0.6% du montant et, selon l'accord, un partage des plus-values. C'est ce partage des plus-values qui gêne quelques sociétés de capital risque qui n'y ont pas recours.

❖ Les Sociétés de Capital Risque (SCR)

La Société de Capital Risque « SCR » est un statut fiscal créé en 1985 pour favoriser l'émergence du CR en France. Ce statut est le fruit des expériences antérieures. En un délai de trois ans après la création de la société, ou de son augmentation de capital, la SCR doit avoir investi 50% de son capital en parts, actions, obligations convertibles ou titres participatifs dans des sociétés non admises à la cote. De plus, une même SCR ne peut dépasser 25% du capital d'une entreprise et 40% des droits de vote¹, et ce pour éviter que ce statut soit utilisé pour prendre le contrôle des sociétés financées. Les SCR bénéficient d'une exonération totale d'impôt des revenus et des plus-values sur les sociétés non cotées du portefeuille, et partielle pour les autres types de participations. Les actionnaires sont imposés à taux réduit sur les revenus provenant de la SCR. L'on peut citer comme SCR connues la Natexis, Banexi ou Tocamak.

❖ Les FCPR et FCPI

Ce sont des Fonds Communs de Placement (copropriété de valeurs mobilières), souvent gérés par des filiales de banques qui doivent investir au minimum 40% dans des sociétés non cotées pour les FCPR (FCP à Risque) et à 60% dans des sociétés innovantes pour les FCPI (FCP dans l'Innovation). Ces parts de FCP sont transparentes fiscalement et l'investisseur voit son argent indisponible pendant trois ans. Au bout de 5 ans, il bénéficie d'une exonération fiscale totale sur les plus-values. Sinon, elles seront taxées au régime normal.

4.1.2-L'Agence Nationale de Valorisation de la Recherche (ANVAR)

A l'origine, cet organisme été destiné à la valorisation de la recherche intervenant lors de cession de brevet par exemple. A partir de 1980, l'ANVAR est devenue un instrument public de promotion de l'innovation dans les PME. Le rôle de l'ANVAR consiste, alors, à fournir aux entrepreneurs des informations sur le marché de la technologie, une subvention de 50 % des frais de recherches engagées et la négociation de brevet ou de licence.

La principale contribution de l'ANVAR consiste en l'avance sans intérêts, pouvant aller jusqu'à 50 % du coût du programme, remboursable en cas de succès de l'entreprise.

4.1.3-L'Association Française d'Investissement en Capital (AFIC)

Créé en 1983, l'AFIC est un organisme professionnel indépendant qui regroupe les structures de CI françaises, les membres de l'association se répartissent entre investisseurs en fonds propres (membres actifs) et des professionnels dans les domaines du droit, comptabilité et finances. Elle a pour mission :

- De représenter les intérêts du capital investisseur auprès des pouvoirs publics et des institutionnels;
- D'être un lieu d'échange et de rencontre;
- D'être une source d'information pour les entreprises à la recherche de fonds;
- D'observer l'activité de capital investissement en France.

Il est à signaler que les membres de l'AFIC sont soumis à un code déontologique très strict qui assure confidentialité et efficacité lors de la réalisation de ses missions.

¹ F.D. Poitral, Capital Investissement : Guide juridique et fiscal, 1999, Banque Editions.

4.2-Les facteurs favorables au développement du capital investissement Français

Nous présentons dans ce qui suit les facteurs de réussite du CI en France :

4.2.1-Une forte reprise de la croissance économique depuis 1994 : depuis l'année 1994, nous avons assisté à une baisse des taux d'intérêt et une forte progression des cours boursiers (le CAC 40 a progressé de 51 % en 1999) en France.

4.2.2-La création d'un Marché de Gros de Titres d'entreprise (MGT) : créé en 1995, il est le premier marché électronique de gré à gré en France, réservé exclusivement aux professionnels, il a pour vocation de fournir des liquidités aux investisseurs.

4.2.3-Emergence de marchés boursiers adaptés au métier : l'avènement du nouveau marché boursier européen spécialisé dans les valeurs à forte croissance et l'entrée du Nouveau Marché français en février 1996 offrent un meilleur choix de sortie pour les investisseurs en capital.

4.2.4-L'intervention de l'Etat : l'Etat français a joué un rôle prépondérant dans la promotion de l'activité de CI en procédant :

- ✓ La création de la Banque de Développement de PME (BDPME) en 1996 ;
- ✓ La création des Fonds Communs de Placement pour l'Innovation (FCPI) en 1997 ;
- ✓ La création de part de créateur d'entreprise, assortie d'un régime fiscal avantageux pour les stock-options.

En plus de ces mesures d'accompagnement, les pouvoirs publics français ont œuvré sur le plan réglementaire qui s'est traduit par :

- 1998 : la loi de finance porte sur l'exonération des produits de contrats d'assurances vie de plus de huit ans investis en actions ;
- 12 juillet 1999 : la loi sur l'innovation permet aux chercheurs de créer plus librement leurs sociétés par le biais de leurs brevets d'invention.

4.2.5-L'aspect culturel : l'expérience relativement longue des Français dans le domaine du capital investissement et le rôle important d'information qu'assure l'AFIC, sont autant d'éléments contribuant à l'avènement culturel du métier.

4.3-Les dates phares du CI français

En France, les dates phares de l'industrie du capital-investissement sont les suivantes :

- 1955 : début de l'activité avec la création des Sociétés de Développement Régional (SDR).
- 1963 : création de l'European Enterprise Development par l'ARD (le siège se trouve au Luxembourg).
- 1970 : le démarrage proprement dit avec la création de l'IDI (1970) et SFI (SOFINOVA en 1972, BATINNOVA et SOGINNOVE en 1974).
- Depuis 1977 : régionalisation du CI avec la création des instituts régionaux de participation (Siparex à Lyon en 77, Participex à Lille en 78, Auxitex à Bordeaux en 79, ...).
- 1983 : c'est l'année de l'essor de l'industrie avec l'organisation officielle de la profession par la création de l'Association Française des Investisseurs en Capital « AFIC » en juillet 1983 et les Fonds Communs de Placements à Risque (FCPR).

➤ 1985 : obtention du cadre réglementaire et législatif avec la promulgation de la loi du 11 juillet 1985 et du décret du 9 octobre 85 fixant le régime juridique et fiscal des SCI.

Après des années de flottements suscités par l'éclatement de la bulle internet, on observe actuellement un redémarrage de l'activité avec une croissance des investissements. Toutefois, en observant la répartition des investissements selon le stade d'intervention, on remarque que cette expansion est tirée par les opérations de rachat et de LBO (leverage buy out). Dans une certaine mesure, cette spécialisation rappelle l'évolution du CI américain où les opérations de rachat et de LBO se sont multipliées ces dernières années. Cependant, les statistiques américaines montrent que les investissements d'amorçage croissent dans une même proportion que la totalité du CI. Ce n'est pas le cas en France où ce segment du CI est aujourd'hui délaissé.

Divers arguments sont avancés pour justifier ce phénomène. En premier lieu, il peut s'agir d'un nombre insuffisant d'investisseurs. En effet, l'AFIC (2005) comptabilise près de 3500 business Angels en France contre 50000 au Royaume-Uni et 500000 aux Etats-Unis. De plus, l'organisme note que « le montant investi par an par un Business Angel serait, d'après France Angels, plusieurs fois inférieur aux investissements annuels des Business Angels au Royaume-Uni ». En second lieu, le niveau d'implication des pouvoirs publics dans le financement des PME innovantes est souvent critiqué. Afin de faciliter le financement des investissements de création et d'amorçage par des fonds publics, le gouvernement français a mis en place des fonds d'amorçage destinés à assurer les premiers tours de financement de jeunes entreprises. En troisième lieu, il semble bien que les fonds se soient heurtés à une conjoncture peu propice au CI : datant de 1999, ces fonds se sont heurtés de plein fouet à l'éclatement de la bulle Internet et le peu d'avidité des investisseurs pour les PME innovantes. Initialement calibrés pour assurer les premiers tours de financement, ils ont dû assurer le financement des projets moins risqués faute d'investisseurs désireux de prendre la relève. Une dotation insuffisante : compte tenu de l'agrandissement de la durée de financement des projets, ces fonds ont rapidement été pâles financièrement.

Un autre problème provient de l'insuffisance des ressources pour financer ce type de projet. Pour Artus (2005) si l'on veut financer l'innovation il faut réallouer l'épargne domestique vers des investissements de moyenne durée et peu liquides. En effet, la durée d'immobilisation des fonds dans le CI est de 10 ans. En France, les compagnies d'assurance sont donc les seuls agents économiques susceptibles d'investir dans le CI. Aujourd'hui, des 600 milliards d'euros d'actifs en assurance-vie seule une petite partie est octroyée au CI, le reste étant placé en obligations du service public, dans l'immobilier et le CAC 40 (Battini, 2004).

Le quatrième et dernier point de blocage provient du degré d'aversion des opérateurs. Après la période faste des années Internet, les investisseurs institutionnels français semblent privilégier les opérations rentables et sans trop de risques. Le manque d'intérêt vis-à-vis de l'early stage et le désintérêt envers les entreprises provenant des fonds d'amorçage illustrent parfaitement cet état d'esprit. Le capital-risque a trouvé des difficultés pour s'acclimater en Europe. La particularité de la pratique de capital investissement en Europe est qu'il est de connotation étatique grâce à l'influence exercée par le courant Keynésien pendant les années d'après-guerre.

III.5-Le capital investissement au Maghreb

Dans les trois principaux pays du Maghreb, la Tunisie, le Maroc et l'Algérie, c'est une initiative de la Communauté Economique Européenne (CEE), aujourd'hui Union Européenne (UE), qui va introduire cet instrument de financement du haut du bilan (K. E. Bouatouata, 2005).

5.1- Le capital investissement au Maroc

5.1.1-Les principaux opérateurs de capital investissement au Maroc

La première expérience marocaine de CI (*Moussahama*) a été créée en 1993 sous l'impulsion des autorités marocaines, de la BEI et des grandes banques du pays. Cependant, le développement du marché du CI ne s'est véritablement concrétisé qu'après 2000, avec l'arrivée de quatre acteurs majeurs (*Maroc Invest, Capital Invest, CFG Développement, Accès Capital*) et la création de nouveaux fonds (Selon SIPAREX, 5 d'entre eux totalisent à présent 100 millions de dollars US et l'offre de capitaux atteint 140 millions de dollars). Les volumes investis progressent vite (7 millions de dollars en 2000, 30 millions en 2003) et les étrangers représentent 47% des investisseurs. De nouveaux besoins apparaissent (financement des TIC, fonds propres des entreprises etc.).

La banque d'investissement leader du marché marocain est *BMCE Capital*, un des pôles de BMCE Bank. BMCE Capital a été créée en 1998 avec pour objectif principal de regrouper et développer la banque d'Investissement du groupe. BMCE Capital regroupait en 2003 près de 150 collaborateurs de haut niveau dans les métiers de la finance de marché et le conseil aux entreprises, et générait un RBE annuel de 400 millions de DH et un volume global de flux financiers de plus de 2000 millions de DH par an.

5.1.2-Les principales phases de croissance du CI marocain

Le développement de l'industrie marocaine de CI a franchi, généralement parlant, trois phases : 1) La première de 1990 à 1999 est caractérisée par un faible taux de pénétration ; 2) La deuxième phase de 2000 à 2002 a connu une nette augmentation du volume de l'investissement ; 3) La troisième phase qui débute en 2003 est caractérisée par des fonds de seconde génération.

Les tableaux ci-après nous offrent quelques statistiques de l'industrie du capital investissement au Maroc :

Tableau n°5 : Poids des différents stades d'intervention

Stade d'intervention (1990-2001)	%
Création	55%
Développement	36%
Transmission, restructuration	9%

Source : K. E. Bouatouata : « le capital investissement », Ed. Grand-Alger Livres (G.A.L.), 2005, p. 86.

Tableau n°6 : Poids de quelques secteurs d'activité

Secteur d'activité (1990-2001)	%
Agro-industrie	24%
Industrie mécanique et métallurgique	19%
Services	10%
NTIC	9%

Source : K. E. Bouatouata : « le capital investissement », Ed. Grand-Alger Livres (G.A.L.), 2005, p. 86.

5.1.3-Le cadre légal du capital risque au Maroc

La majeure partie de la croissance du secteur marocain de capital risque s'est produite en l'absence d'un cadre légal réglementant le secteur ou la définition d'incitations fiscales. La loi réglementant les SCR et définissant ce qui constitue l'activité de capital risque, a été introduite en février 2006 (loi 41-05 relatives aux organismes de placement en capital risque). Cette loi, ainsi, que la charte de la Petite et Moyenne Entreprise (loi 53-00, juillet 2002) constitue le cadre légal fondamental pour les opérations des sociétés de capital risque et capital investissement. Pour la loi, l'activité de capital risque est définie de façon spécifique : « l'activité de capital risque, au sens de la présente loi, consiste pour un organisme de placement en capital risque à financer des petites et moyennes entreprises (PME) ...sous forme de titres de capital, de titres de créances convertibles ou non en titres de capital ainsi que d'avances en comptes courants d'associés conformément aux dispositions de la présente loi ».

La loi 45-05 réglemente seulement la forme des SCR appelée OPCR (Organisme de Placement en Capital Risque) ainsi que leurs sociétés de gestion. Pour une SCR, avoir un statut légal dans le cadre de la loi marocaine, implique d'être organisée comme un OPCR afin de se conformer aux conditions soulignées dans la loi 41-05, qui prévoit principalement l'investissement dans les PME. Selon la loi, « les OPCR doivent avoir 50% d'affectation minimale », ce qui signifie essentiellement qu'ils doivent investir au moins 50% de ses actifs dans les PME comme défini dans la Charte de la PME de 2002. La définition de ces 50% d'investissement requis est assez large, permettant par exemple, des investissements dans des actions de PME pour une période supérieure à trois ans. La seule exception pour les OPCR concernant ces 50% d'affectation minimale, est admise s'ils déclarent au CDVM qu'ils sont en période de désinvestissement.

Avant février 2006, le secteur n'était pas réglementé. La loi a alors introduit des changements significatifs dont l'application a limité l'activité des entreprises dans le secteur.

Outre la conception d'un cadre juridique pour le capital risque, l'Association Marocaine des Investissements en Capital (AMIC) se fixe comme objectif la recherche d'une réglementation fiscale des acteurs du secteur au Maroc.

Ainsi la loi 41-05 sur les organismes de placement à CR stipule que pour bénéficier de l'exonération de l'impôt sur les sociétés (IS), les OPCR doivent répondre aux critères suivants :

- Etre détenteurs dans leur portefeuille de titres d'un minimum de 50% de sociétés marocaines non cotées en bourse et dont le chiffre d'affaires hors TVA est inférieur à 50 millions de DHS ;
- Tenir une comptabilité spécifique.

Si ces critères sont remplis, le fonds de gestion de CR n'est pas soumis à l'IS, ce sont, en revanche, les actionnaires encaissant les produits de cession des parts qui doivent s'en acquitter.

En plus de ces lois, il existe des moyens indirects de réglementer le secteur. Banq Al Maghrib contrôle indirectement quelques participants de l'industrie, au moyen de surveillance prudentielle des banques. Etant donné que quelques SCR sont des filiales de grandes banques, leurs activités sont indirectement surveillées par la Banque Centrale.

5.2-La pratique du capital investissement en Tunisie

La Tunisie est le premier pays maghrébin à s'être intéressé à l'activité de CI. Ayant compris l'importance que requiert ce métier, elle ne ménage aucun effort dans l'avènement de ce nouveau mode de financement, créant ainsi les Sociétés d'Investissement en Capital Risque (SICARs).

Ainsi, Le CI en Tunisie vient appuyer l'action bancaire notamment d'investissement et consolider le financement d'un pays émergent. En s'inspirant des expériences d'autrui, la Tunisie a amorcé sa propre expérience. Cette dernière s'est en fait incarnée dans le Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle « FOPRODI » (*) et les « SICARs ». Depuis sa création, le FOPRODI dont l'objectif est de favoriser la promotion des entrepreneurs, d'encourager la création et le développement des PME, a approuvé 1551 projets avec un investissement global d'environ 300 millions de dinars permettant la création de 40.000 emplois. De leur côté, les SICARs dont le principal objectif est de prendre des participations minoritaires dans les projets des nouveaux promoteurs et des PME, ne cessent de proliférer depuis 1995.

Un triple système existe en Tunisie pour financer les start-ups et les idées innovatrices :

➤ Les banques commerciales, qui financent les projets de création d'entreprises et conseillent parfois les promoteurs au sujet des financements les plus adaptés et les mieux appropriés (dont 7 banques de développement, spécialisées notamment dans le financement des moyens et grands projets) ;

➤ Les banques d'affaires qui relient les détenteurs de fonds et les porteurs de projets.

➤ Les SICARs, ont été créées par l'Association Professionnelle des Banques et la Banque de Tunisie dans le but de donner les impulsions requises pour les investissements de nouveaux entrepreneurs. Ces sociétés doivent notamment investir 30% de leurs fonds dans des zones de développement et dans des entreprises technologiques. Mais, selon Siparex, sur 35 SICARs existantes, 13 sont des filiales de banques qui ont en majorité consommé une bonne partie de leurs capitaux et dont les interventions s'apparentent plus à des prêts bancaires qu'à de véritables investissements ; 11 SICARs sont des filiales de groupes industriels finançant surtout les programmes de mise à niveau au sein de leur groupe ; 6 SICARs sont régionales et assez peu actives ; enfin 5 SICARs ont été fondées par Tunisie Leasing, avec un tour de table assez diversifié (BEI, SFI, FMO, Siparex, investisseurs industriels) et une vraie pratique du CI. Tuninvest est la seule SICAR cotée en bourse ;

D'un autre côté, la Banque de Financement des Petites et Moyennes Entreprises (BFPME) est opérationnelle depuis mars 2005. Sa mission est de soutenir l'initiative privée en favorisant l'émergence de projets innovants. Elle apporte l'assistance nécessaire pour faciliter la création de PME et favorise le développement des PME existantes en finançant les opérations d'extension. En partenariat avec les autres intervenants en matière de financement de l'économie (banques, institutions de leasing, et SICARs), la BFPME ne finance que l'investissement.

* - Le FOPRODI est un fonds public créé par le gouvernement tunisien en 1973 dans l'objet de renforcer les fonds propres des PME, dans le cadre d'une politique d'encouragement à la délocalisation de ces entreprises, des grandes villes vers l'intérieur du pays pour attirer justement la population vers ces zones et donc diminuer la densité populaire dans les grandes villes côtières. Ce fonds intervenait par des dotations remboursables et par des crédits concessionnels jusqu'à janvier 1999, date à laquelle les dotations remboursables et les crédits concessionnels seront remplacés par une participation franche du fond dans le capital des SICARs.

5.2.1-Le cadre juridique

Les SICARs tunisiennes sont régies par la loi 88-92 du 02 août 1988 relative aux sociétés d'investissement qui sera révisée respectivement en 1992 et 1995.

La loi 95-87 du 30 octobre 1995, dans son article 21 définit clairement l'objet et le champ d'intervention des SICARs comme organismes de participation pour leur propre compte ou pour celui d'un tiers, en renforcement des fonds propres : des nouvelles entreprises, des entreprises implantées dans des zones de développement régionales, des entreprises en difficultés, et des entreprises contribuant à la promotion de la technologie et de l'innovation.

Avec l'accord du Conseil de Marché Financier (CMF)¹, les SICARs ont la possibilité d'effectuer des opérations connexes et compatibles avec leur activité.

5.2.2-Le cadre fiscal

Le cadre fiscal appliqué aux SICARs a été défini par la loi 95-88 du 30 octobre 1995 octroyant nombre d'avantages aux intervenants dans le métier.

- **Déduction des nouveaux revenus ou bénéfices réinvestis**

Conformément aux articles 1 et 2 de la loi 95-88, les personnes physiques ou morales peuvent déduire de leurs revenus ou bénéfices imposables, les montants réinvestis dans la souscription des SICARs ou placés auprès d'elles dans des fonds gérés, pour une durée minimum de cinq ans à compter du 1^{er} janvier de l'année qui suit celle du placement.

La déduction ne doit pas aboutir à un impôt, sur les sociétés¹ ou sur le revenu des personnes, inférieur au minimum d'impôt prévu respectivement par l'article 12 et 12 bis de la loi 89-114 du 30 décembre 1989, qui est de 20 %.

- **L'imposition de la plus-value de cession**

L'article 3 de la loi 95-88 stipule l'exonération totale de l'impôt, sans conditions sur les plus-values de cession des actions et des parts sociales réalisées par les SICARs pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui.

- **L'apport de la loi 99-101**

En vertu de l'article 20 de la loi 99-101 du 31 décembre 1999 portant loi de finance 2000, les personnes physiques peuvent sous réserves des dispositions de l'article 12 bis de la loi 89-114 relative au minimum d'impôt, déduire de leur assiette imposable les revenus réinvestis dans la souscription au capital des SICARs ou placés auprès d'elles dans des fonds gérés quand ces derniers justifient l'emploi de 30 % au moins de leurs fonds propres dans le financement de projets implantés dans des zones de développement régional.

5.2.3-Les instruments d'intervention

La prise de participation des SICARs dans les projets qu'elles financent peut se faire par le biais de divers instruments : la souscription d'actions dans des sociétés anonymes, la souscription d'actions à dividendes prioritaires sans droit de vote, l'octroi de prêts participatifs, et la participation de portage avec constitution de garanties.

¹ Le CMF est une autorité publique indépendante, qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière, chargée de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières. Il assure dans ce cadre, l'organisation des marchés et veille à leur bon fonctionnement afin d'en prévenir leurs éventuels dysfonctionnements. Il est également chargé du contrôle de l'information financière et de la sanction au manquement ou infraction à la réglementation.

5.2.4-Analyse critique de l'expérience tunisienne**5.2.4.1-Les atouts du capital investissement tunisien**

Malgré l'expérience récente de la Tunisie dans l'activité de CI, le secteur se porte relativement bien et affiche déjà des potentialités importantes dues :

❖ Au rôle joué par l'Etat

Les interventions de l'Etat tunisien sont inspirées de celles de l'Etat français dans la promotion du capital investissement. En ce sens, il a pris quelques dispositions, nous en citons :

- *Les cadres réglementaires et fiscaux* : la confection d'un cadre réglementaire propre au capital investissement et l'adoption d'un régime fiscal adapté sont les deux éléments moteurs pour la promotion du métier ;
- *Les fonds budgétaires*; la mise en place de ces fonds permet de procurer des ressources aux SICARs ou d'intervenir à leur côté ;
- *Les alternatives de garantie* : la mise en place d'un système de garantie allège les risques pris par les SICARs.

❖ Aux acquis

Il s'agit de gains réalisés par le capital investissement dans son parcours depuis 1995 :

- *L'aspect culturel* : les entreprises et personnes tunisiennes ont de plus en plus recours au financement par capital investissement, et ce, grâce à une large diffusion informationnelle ;
- *Son champ d'intervention* : la multiplication des SICARs a permis de toucher d'avantage de secteurs et de répondre à une demande de plus en plus large ;
- *La création d'emplois* : la résorption du chômage est une des caractéristiques essentielles du CI.

5.2.4.2-Les faiblesses du capital investissement tunisien

Malgré les acquis suscités, le CI tunisien présente, toutefois les lacunes ci-après citées :

- ✓ *Le manque de compétence professionnelle* : la majorité des praticiens tunisiens en la matière sont des banquiers de formation, alors que les deux métiers sont diamétralement opposés.
- ✓ *Le portage d'action et la constitution de garanties* : ce sont des aspects qui ne s'accordent pas à l'activité de capital investissement. Ces aspects sont étroitement liés au point précédent. Le portage d'action s'assimile plus à une activité bancaire et moins à une participation en fonds propres. Quand à la constitution de garanties (réelle ou personnelle) elle ne s'accorde en aucun cas avec la philosophie du CI. Ces éléments font de la pratique tunisienne une activité bancaire.
- ✓ *L'absence d'une structure centrale d'information* : le rôle de ces structures (AFIC en France, EVCA en Europe) est prépondérant dans la mesure où celles-ci représentent des sources d'informations détaillées et fiables sur les interventions en CI.

A travers cette section, nous avons pu constater l'essor qu'a pris le CI, aux Etats-Unis et en Europe. Ces pays ont promu cette activité par la mise en place d'un environnement réglementaire propice à son développement. Par ailleurs, les efforts du Maroc et de la Tunisie ne sont pas à négliger même si la pratique du métier de CI s'apparente à celui bancaire.

¹ L'IBS est de l'ordre de 35 % en Tunisie.

Conclusion

Le capital investissement est la prise de risque réalisée par des investisseurs en capital qui acceptent de devenir actionnaires d'une société non cotée en bourse dont ils n'assurent pas la direction, mais qu'ils assistent de leurs compétences techniques et sur la gestion de laquelle ils exercent un contrôle plus ou moins important, en vue de réaliser, à terme, un profit sous la forme d'une plus-value sur la cession de leurs participations (Bouatouata K-E, 2005).

Pour les professionnels de capital investissement, cette activité n'est pas un phénomène nouveau, mais elle remonte à très loin. Il suffit de se rapporter aux grandes étapes de l'histoire économique pour trouver des exemples d'aventures industrielles qui n'auraient pas pu voir le jour sans l'aide des capital investisseurs. L'origine historique incontournable consiste dans le financement par Isabelle et Ferdinand d'Espagne de l'aventure de Christophe Colomb. En effet, un certain nombre d'éléments du capital investissement actuel sont déjà réunis : le temps, l'argent, l'absence de garantie, l'importance de la réputation du « capitaine » et la motivation tirée de la perspective de résultats extraordinaires. Aujourd'hui, pour le grand public, cette technique de financement est associée aux nouvelles technologies de l'information et de la communication et aux « success stories » : Apple, Intel, Microsoft. Elle est devenue l'affaire de spécialistes qui reçoivent d'autres acteurs financiers, les investisseurs institutionnels, un mandat pour apporter des capitaux à de jeunes entreprises innovantes. A partir des années 1980, le capital investissement est devenu un instrument privilégié du financement des PMI/PME dans certains pays développés, à la recherche de ressources nécessaires pour faciliter leur création, leur développement ou leur transmission.

Il s'agit d'une dynamique de mise à niveau continue impliquée dans la création et le développement des PME. Il n'est pas un simple phénomène mutationnel à caractères ponctuels. Il s'agit d'un mode de financement original qui met en relation trois types d'opérateurs : les investisseurs institutionnels, les sociétés de capital-investissement (SCI) et les entreprises financées. Le renforcement de l'innovation des entreprises exige la conjonction des efforts des banques, marché financier et l'Etat pour proposer des innovations spécifiques aux PME. A ce niveau, le système est appelé à proliférer le capital investissement et le rendre plus adapté, plus rapide et plus accessible. Ce capital se présente comme l'outil financier le plus adapté à ces entreprises sous-capitalisées et surendettées. Ainsi le soutien et la promotion de l'industrie du capital investissement en Algérie deviennent prioritaires et nécessaires car elle représente une nouvelle alternative financière aux nouveaux promoteurs et aux PME dont la surface financière est très réduite, voire absente et ne disposent pas de garanties suffisantes et tangibles, permettant de consolider leurs fonds propres.

La souplesse de cet instrument et sa maniabilité en font la technique de financement la plus à même de s'adapter à chaque phase du cycle de vie de la firme. Mais à trop se fier à ces considérations, on risquerait d'omettre les limites qui demeurent imposées et qui entravent encore la prolifération de cette activité. Le capital investissement ne se limite pas en fait à un simple crédit participatif.



CHAPITRE II
L'analyse de la relation CI/E
à la lumière des théories de
la firme

Introduction

La grande majorité des travaux traitant de la relation capital investisseur/dirigeant s'intéressent aux mécanismes spécifiques de contrôle et d'évaluation dans le cadre de la théorie de l'agence. Cette dernière définit l'individu comme étant opportuniste, non fiable et recherchant seulement le gain financier. Cependant, la réduction de la relation capital-investisseur/dirigeant à une simple relation d'agence peut conduire à l'occultation des opportunités de création de valeur.

Le capital investisseur est un intermédiaire financier original qui interpelle les sciences économiques et de gestion. Il n'offre pas seulement un champ d'application beaucoup investi par les théoriciens de l'agence, c'est aussi un acteur financier dont les pratiques spécifiques suscitent et devraient susciter d'autres questionnements théoriques. Par exemple, le découpage des apports de capitaux en tour de table et l'investissement graduel sont autant de procédés qui invitent le chercheur à quitter le cadre classique pour analyser la décision d'investissement en incertitude comme un processus séquentiel et dynamique. En apportant des capitaux à des entreprises qui ne sont pas encore rentables, ce mode de financement montre les limites du cadre analytique usuel d'aide à la décision et la nécessité de s'inscrire dans une autre problématique.

Dans cette logique, les théories relationnelles (les théories de l'intendance, des conventions et de la justice procédurale) mettent l'accent sur les mécanismes non marchands qui expliquent la régulation de la relation capital-investisseur/entrepreneur. Pour la théorie de l'intendance, les actionnaires (capital-investisseurs) et les dirigeants trouvent un avantage mutuel dans la coopération. La principale critique adressée à la théorie de l'agence est qu'elle considère la relation entre les contractants comme étant antagoniste. Néanmoins, cette relation peut être coopérative. La théorie de la justice procédurale s'intéresse à l'évaluation du niveau de confiance du capital investisseur pour connaître l'efficacité du niveau de contrôle mis en place dans l'entreprise financée. Toutefois, ces deux théories ne permettent pas d'étudier la relation dans son intégralité puisqu'elles ne trouvent leur champ d'application qu'à partir du moment où la relation est déjà effective et occulte donc l'ensemble de la relation pré-investissement, là où les conflits d'intérêts sont les plus importants. La théorie des conventions s'est axée à expliquer le rôle des conventions collectives dans l'explication des comportements individuelles. Ces trois théories ont pour limite commune la non prise en compte des mécanismes de la création de la valeur.

Pour dépasser cette limite, et pour mieux comprendre la relation CI/E, les théories cognitives s'intéressent aux connaissances et compétences apportées par l'actionnaire, et leur complémentarité avec celles du dirigeant opérationnel.

Nous mettrons en évidence la particularité de la gouvernance de cette relation en mettant l'accent sur les mérites et les limites de l'apport de chacun de ces corpus théoriques.

Pour se faire et dans le but d'atteindre les objectifs précédemment cités, nous traiterons des sections suivantes :

Section I : La relation CI/E à la lumière de la théorie de l'agence.

Section II : La justice procédurale, l'intendance et les conventions : de nouvelles approches pour la compréhension de la relation CI/E.

Section III : La relation CI/E à la lumière de la gouvernance cognitive.

Section I : La relation CI/E à la lumière de la théorie de l'agence

I.1-La relation d'agence

Le point de départ de la théorie de l'agence est donné par un texte publié en 1976 par Jensen et Meckling dans le Journal of Financial Economics. Pour ces deux auteurs, il existe dans toutes les firmes managériales une divergence d'intérêt potentielle entre les actionnaires et les managers non propriétaires. Les deux parties étant liées par une relation d'agence.

Pour Jensen et Meckling, « il existe une relation d'agence lorsqu'une personne (le principal) a recours aux services d'une autre personne (l'agent) en vue d'accomplir en son nom une tâche quelconque ». Dans le cadre de la relation d'agence actionnaire/dirigeant, le principal (l'actionnaire) va confier l'usus de son droit de propriété à un agent (le dirigeant), à charge pour ce dernier de gérer conformément aux intérêts de son principal. Comme le précise la théorie des contrats, chacune des deux parties a en fait intérêt à participer à l'échange car les actionnaires ont besoin du capital humain possédé par les dirigeants et ces derniers ont besoin des capitaux que détiennent les actionnaires. Dans le cas d'un financement par CI, le rôle du principal est joué par le capital investisseur et celui de l'agent par l'entrepreneur.

La théorie positive de l'agence présente l'entreprise comme un nœud de contrats implicites et explicites entre les acteurs économiques (dirigeants, actionnaires, créanciers, salariés...). Cette théorie est fondée sur les bases de la théorie économique néoclassique. Chaque acteur est supposé rationnel, cherchant à maximiser son utilité dans le cadre de ces contrats. Cela peut créer des conflits potentiels entre les acteurs vu que les intérêts peuvent diverger.

Deux conditions sont nécessaires à la constitution d'une relation d'agence : 1) la divergence d'intérêt entre le principal et l'agent, 2) l'information imparfaite et asymétrique entre les deux parties concernées (Kharbouche H, 2006). Le conflit d'intérêt qui surgit entre le principal et l'agent peut être expliqué par le fait que chacun possède une fonction d'utilité qu'il cherche à maximiser dans une logique de rationalisation néoclassique. Toutefois, il serait possible de rédiger un contrat qui oblige l'agent à sauvegarder les intérêts du principal, ce qui rend nécessaire la deuxième condition qui est l'asymétrie informationnelle pour fonder cette relation d'agence.

Dans la même logique, Chérif Mondher (1999) affirme que les problèmes qu'étudie la théorie de l'agence n'apparaissent que dans la mesure où :

- Les intérêts entre les deux parties peuvent diverger ;
- Dans les cas où il y a information imparfaite, relativement à l'état de la nature et aux comportements des agents, et asymétrie d'information entre ces parties, ce qui est la situation la plus fréquente : l'agent en sait normalement plus que le principal sur la tâche qu'il a à accomplir.

1.1-La divergence d'intérêts entre le principal et l'agent

Selon la théorie de l'agence, il y a peu de chance que les intérêts des parties soient convergents et donc que l'agent agisse spontanément conformément aux intérêts du principal. En effet, les conflits d'intérêts entre le dirigeant (l'agent) et le capital investisseur (le principal) sont récurrents. D'après les auteurs de la théorie de l'agence, ces conflits proviennent de trois principaux éléments essentiels :

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

❖ **L'opportunisme** : Dans un financement par CI, deux sortes de comportements opportunistes peuvent être distinguées (Barney et al., 1994) : l'opportunisme « *managérial* », qui est la résultante d'actions conduites par les dirigeants, et l'opportunisme « *compétitif* », qui peut se mettre à l'évidence, à titre d'illustration, par la possibilité détenue par le dirigeant de quitter l'entreprise et de lancer sa propre boîte. En effet, les dirigeants peuvent chercher à accroître leurs richesses et leurs positions prestigieuses au détriment des intérêts des actionnaires. Les dirigeants peuvent classiquement tenter de tirer des avantages annexes de leurs fonctions de gestionnaires. Comme hommes d'affaires ayant des activités multiples, on leur reproche davantage de favoriser au sein de la société leurs propres intérêts comme banquiers, fournisseurs ou clients. De plus, en raison d'une législation sur les sociétés très laxiste ^(*), les actionnaires-dirigeants disposent de moyens nombreux (et pas même illégaux) pour s'approprier une part de la valeur de l'entreprise plus grande que celle à laquelle ils ont droit (Pierre et Cyrille Hautcœur, 1999).

❖ **Le temps** : en principe, les dirigeants privilégient la rentabilité à court terme. Ils vont donc prendre des décisions d'investissement qui respectent ce critère au lieu de celles qui créent la valeur à long terme. Dans le cas d'un financement par CI, l'investisseur a un horizon d'investissement à court terme (trois ans à sept ans au maximum). Il cherche à orienter la politique de l'entreprise dans ce sens au détriment d'un objectif de création de valeur à long terme. A titre d'illustration, citons le cours d'économie politique du professeur Jean Marchal (1967) ^(**) : « Sans aucun doute, les actionnaires ont souvent des vues étroites et mesquines et se soucient plus de leurs intérêts immédiats que de ceux de l'entreprise. Pour d'autres économistes, cités dans le même cours, la déchéance des actionnaires était inévitable : « tôt ou tard, ils seront réduits à la situation de simples obligataires car la propriété de l'actionnaire est malsaine ».

❖ **Le risque** : c'est une variable fondamentale de toute opération en finance, il est inhérent à toute prise de décision en CI. La référence à la notion de risque correspond ; au sens de F. Knight, à la probabilité d'une perte qui peut survenir à cause des paramètres suivants : l'asymétrie informationnelle, l'importance des montants mis en jeu, l'illiquidité. Les dirigeants mettent toutes leurs richesses dans l'entreprise (capital humain, capital financier). Ils ont donc une aversion au risque qui les incite à prendre des mesures de protection et d'enracinement au lieu de chercher à maximiser la richesse des actionnaires. Un exemple concret est celui de la diversification excessive des actifs de l'entreprise. En effet, selon les tenants de la théorie de portefeuille, cette diversification est inutile car les actionnaires peuvent eux-mêmes diversifier leurs richesses dans un portefeuille.

Contrairement aux créanciers, qui en échange de leur concours financier obtiennent une rémunération contractuelle (l'intérêt), indépendante de l'activité de la firme, la rémunération de l'actionnaire est incertaine et résiduelle, et dépend de la performance de l'entreprise et de sa politique de distribution de dividendes.

* - La loi impose peu d'obligations d'information aux entreprises dans plusieurs pays. Les inégalités dans l'accès aux renseignements concernant les sociétés sont donc considérables. Les actionnaires (au moins ceux qui n'ont pas accès au conseil d'administration) se trouvent en général dans l'impossibilité d'évaluer la valeur des sociétés, et donc celle des titres qu'ils possèdent. De plus, les commissaires aux comptes ne garantissent aucunement la sincérité des bilans qui leur sont présentés, car aucune condition de capacité ou d'indépendance n'est imposée pour leur nomination.

** - ALBOUY M., L'actionnaire comme apporteur de ressources financières, Revue Française de Gestion, n°141, 2002/5.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Tandis que les autres parties prenantes de l'entreprise (salariés, fournisseurs, créanciers) n'ont à se préoccuper que de la bonne exécution des termes de leur contrat, l'actionnaire (capital-investisseur) doit, à travers le dirigeant (son agent), veiller à la « bonne marche globale de la firme » : équilibre financier, rentabilité, perspectives de croissance, etc. Sa rémunération dépend en effet de l'exécution de l'ensemble des contrats explicites ou implicites passés entre l'entreprise et ses différentes parties prenantes encore appelées « *stackholders* ». En cas de faillite, il est le dernier à être indemnisé et souvent dans ce cas il ne reste plus rien de son capital initial.

1.2-L'asymétrie informationnelle

La théorie de l'agence est originale au sens où elle repose sur une hypothèse forte concernant la nature de l'information : celle d'imperfection ou d'asymétrie de l'information. Cette hypothèse signifie que ne disposant pas de toute l'information les agents n'ont aucune certitude sur le comportement à attendre des autres.

Il y a asymétrie informationnelle sur un marché lorsque il ya une différence de qualité (mais aussi de quantité) d'information sur les biens et services échangés entre les producteurs et les consommateurs (C. Marchand, 1999). L'incertitude qui pèse sur le principal (le capital-investisseur) augmente le risque de défaut auquel il doit faire face. L'asymétrie d'informations peut être de nature :

❖ **Pré-contractuelle** : lors d'une opération de financement, une partie est mieux informée que l'autre ou détient des informations privées avant la signature du contrat. Par exemple, les dirigeants qui recherchent un financement de leurs entreprises innovantes possèdent des informations spécifiques sur le projet à financer et ils connaissent mieux les caractéristiques de leur projet candidat au financement. Dans cette forme d'asymétrie appelée « *sélection adverse* »¹, les investisseurs potentiels ne peuvent connaître parfaitement les caractéristiques réelles du projet, ce qui fait que des projets attrayants ne trouvent pas grâce aux yeux de ces professionnels de la finance. Autrement dit, le problème de sélection adverse reflète une situation dans laquelle, avant de signer le contrat, un des contractants a dissimulé certaines informations à l'autre partie.

❖ **Post-contractuelle** : une fois le contrat conclu entre les deux parties, le dirigeant peut tenter d'échapper à l'exécution partielle ou totale du contrat ; on parle d'une asymétrie qui aboutit au « risque moral » ou « aléa moral ». Il s'agit d'un problème de hasard moral car le comportement d'un des contractants peut différer de ce qu'il s'était engagé à faire dans le contrat. Cette forme émerge lorsque l'apporteur de capitaux (capital investisseur) ne peut contrôler le comportement du gestionnaire (Entrepreneur). Ainsi, par exemple, les dirigeants peuvent engager des dépenses inutiles à la croissance de la firme, causant par la même la diminution des montants destinés à la rémunération du capital investisseur. Pour Milgrom et Roberts (1997), l'aléa ou le hasard moral traduit « un opportunisme post-contractuel qui naît du fait que certaines actions requises ou souhaités par un contrat ne sont pas directement observables ».

¹ Ce problème de sélection adverse est mis en évidence initialement par Akerlof hors du champ de la finance concernant le marché des voitures d'occasion (Guilhon B et Monchaud S, 2008). Milgrom et Roberts (1997) la définissent comme étant « un problème précontractuel. Il se pose, d'une part, lorsque, dans une transaction, une des deux parties détient des informations privées sur des éléments susceptibles d'affecter les bénéfices nets que l'autre partie peut tirer du contrat et d'autre part, lorsque seuls ceux qui détiennent des informations privées susceptibles de désavantager considérablement l'autre partie acceptent de contrer ».

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Donc, les contrats sont par nature imparfaits et incomplets. De plus, les actionnaires (les capital-investisseurs) n'ont pas toujours la capacité et le temps leur permettant d'évaluer et de contrôler l'action, les résultats et l'intensité des efforts des dirigeants. Ils sont même dépendants des dirigeants pour l'acquisition des informations essentielles touchant aux performances financières de l'entreprise.

L'asymétrie d'information et les divergences d'intérêts sont les deux fondements de l'analyse développée par la théorie de l'agence qui vise à expliciter les formes de contrat dans le contexte d'asymétrie d'information¹. La genèse de ce développement théorique repose sur le fait que la relation de financement est perçue dans sa nature contractuelle. Par conséquent, l'entreprise est considérée comme un nœud de contrats qui lie les trois catégories d'agents qui sont les actionnaires, les créanciers et les dirigeants de l'entreprise : ceci est le fondement de la théorie de l'agence. Ainsi, Jensen et Meckling (1976) distinguent deux situations d'agence : 1) Les conflits entre actionnaires et dirigeants, 2) Les conflits entre actionnaires et créanciers.

L'application des contrats entre le principal et l'agent a peu de chances que les intérêts des parties soient convergents et donc que le mandataire agisse dans l'intérêt du mandant. Cet état des faits oblige le principal à mettre en place un système d'animation et motivation adéquat pour maîtriser les agissements aberrants de l'agent. Mais dans un contexte d'asymétrie informationnelle, cela ne peut pas se faire sans supporter des coûts dits « coûts d'agence ». Ces derniers résultent de l'anticipation par les capital-investisseurs de comportements dangereux de la part des dirigeants. Jensen et Meckling ont proposé une typologie de ces coûts monétaires et non monétaires (Jensen et Meckling, 1976) :

➤ **Les coûts de surveillance (monitoring costs) et d'incitation** : ce sont les dépenses consenties par le principal pour mettre en place les procédures de contrôle ou les mécanismes incitatifs (par exemple un intéressement à l'accroissement de la valeur de la firme) permettant de s'assurer que le dirigeant gère la firme de façon optimale.

➤ **Les coûts de justification (bounding costs) ou les coûts d'obligation** : Selon Fama (1980), ces coûts sont engagés par l'agent pour rassurer le principal sur la qualité de la gestion de la firme. Ils sont assumés par l'agent pour prouver sa bonne foi et garantir qu'il ne fera pas certaines actions opposées aux intérêts du principal, ou sa disposition à le dédommager le cas échéant (par exemple, il peut prendre en charge les frais d'un avocat ou les coûts d'un audit).

➤ **Les coûts résiduels ou coûts d'opportunité (residual costs)** : la perte résiduelle correspond à l'écart, inévitable, entre le résultat de l'action de l'agent pour le principal et ce qu'aurait donné un comportement conduisant à une maximisation effective du bien être du principal (Coriat et Weinstein, 1995). Les coûts résiduels sont supportés entièrement par le principal et correspondent à la baisse de la valeur de l'entreprise causée par les divergences d'intérêts non résolues. Ce n'est pas une dépense effective, mais il s'agit d'un coût d'opportunité.

¹ Selon Frank COCHOY (1999) : « La théorie de l'agence entend renforcer l'axiome d'information afin d'assurer la bonne exécution des rapports (agence) de mandant (principal) à mandataire (agent). L'idée est ici de réinjecter le marché dans l'organisation via l'extraction et la communication d'informations dans et sur l'entreprise, ceci afin de limiter l'opportunisme des acteurs. Il s'agit de faire en sorte que, pour chacun, le respect des engagements mutuels soit plus rationnel que leur trahison (par exemple, on brandit le marché du travail comme menace ou comme récompense vis-à-vis des salariés respectivement fautifs ou modèles) ».

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Ces coûts d'agence surviennent dans toute situation impliquant une coopération coûteuse en effort entre deux parties ou plus (Jensen et Meckling, 1976). Stéphany (2003) rajoutent une quatrième catégorie de coûts d'agence :

➤ **Les coûts de coopération** : ils sont constitués de la même façon que les coûts d'agence habituels et sont évalués d'une manière symétrique.

I.2-L'analyse de la relation CI/entrepreneur par la théorie de l'agence

La théorie de l'agence a été considérée comme la théorie dominante dans la littérature sur l'entrepreneuriat (Sahlman, 1990 ; Sapienza et Gupta, 1994). Selon Fama (1983), la théorie de l'agence est une théorie organisationnelle permettant l'analyse de la petite et la grande entreprise. La théorie de l'agence trouve des applications intéressantes lorsqu'il s'agit de traiter les PME innovantes. Pour Mondher (2000), la théorie de l'agence constitue un cadre théorique cohérent de formalisation financière de la PME innovante. Gabrie et Jacquier (1994) considèrent que cette théorie présente plusieurs avantages à la compréhension de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur. L'entreprise est définie comme un nœud de contrats. La comparaison des contrats permet d'analyser les formes d'organisation et d'opter pour la plus efficiente d'entre elles.

Lorsqu'ils étudient l'opportunité de financer le démarrage ou le développement d'une entreprise, les Capital Investisseurs sont soumis à un risque de sélection adverse dans la mesure où il leur est difficile d'évaluer aussi bien les capacités et la performance des managers que l'efficacité de leur contrôle après l'opération. La nature et l'importance de ce risque varient selon la catégorie ou le stade (démarrage, expansion, leveraged buy-out, rachat de participation), le montant et le secteur des projets à financer.

2.1-La genèse de la relation d'agence dans le contrat de CI

La relation d'agence commence lorsque l'entrepreneur engage un capital-investisseur pour le financement d'un nouveau projet, traduisant ainsi une séparation entre la propriété « *l'usus* » et le contrôle (*le fructus*) susceptible d'engendrer des conflits d'intérêts entre les intervenants. Cette relation est marquée par une asymétrie informationnelle importante. En fait, le financement des PME innovantes se caractérise par une information imparfaite et asymétrique (Geoffron, 1991). D'un côté les PME ne sont pas obligées de divulguer les informations à l'extérieur contrairement aux sociétés qui font appel à l'épargne publique (Paranque, 2001). D'un autre côté, la nature même du projet et la concurrence intense les obligent à diffuser le minimum d'informations à leur environnement.

A cela s'ajoute la réticence des entrepreneurs à communiquer les informations nécessaires à la décision des partenaires extérieurs de l'entreprise. Cette situation engendre des conflits, dans la mesure où les parties prenantes (stakeholders) ne partagent pas nécessairement les mêmes objectifs, et que les actions des délégués ne sont pas nécessairement observables par l'entreprise. Donc, chaque acteur va tenter de maximiser sa propre utilité. Le contrat mis en place est par nature incomplet ce qui risque d'engendrer des conflits potentiels entre les deux parties, il en résulte donc un comportement opportuniste.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

2.2-Les mérites de la théorie d'agence

La théorie de l'agence présente plusieurs intérêts pour l'exploration de la relation CI/E (Stéphany E, 2003) :

❖ C'est une théorie explicative, elle dépasse la théorie financière classique qui elle est normative, donc pertinente seulement dans le cas où l'entreprise cherche à maximiser la richesse des actionnaires, alors que l'entreprise poursuit d'autres objectifs ;

❖ C'est une théorie qui combine organisation et finance ;

❖ C'est un cadre qui permet d'expliquer les comportements financiers des petites et grandes entreprises ainsi que les innovations financières actuelles ;

❖ La théorie financière classique considère l'entreprise comme une boîte noire alors que la théorie de l'agence la présente comme une architecture de relations contractuelles qui résulte d'un processus d'équilibre complexe (Jensen et Meckling, 1976).

Gabrie et Jacquier (1994) stipulent que cette théorie présente trois volets essentiels :

▪ Un concept de firme : l'entreprise se définit comme une architecture de relations contractuelles ;

▪ Une méthode d'analyse et de comparaison des formes d'organisation à partir des caractéristiques des contrats ;

▪ Un principe de sélection des formes organisationnelles en termes d'efficience.

Toutefois, la relation Capital Investisseur/Entrepreneur évolue au fil des différentes étapes du développement de leur projet. Ainsi, la théorie de l'agence trouve toute sa puissance dans l'explication de la phase du pré-investissement (capital-amorçage et capital-risque) de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur (Arthurs et Busenitz, 2003).

I.3-Les moyens de coercition des CI : la gouvernance de la relation CI/E

La gouvernance peut être définie comme « l'ensemble des mécanismes qui ont comme effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire » (Charreaux, 1997). La recherche financière explique classiquement l'existence de ces mécanismes par leur capacité à gérer les conflits d'intérêts entre le dirigeant et les bailleurs de fonds en réduisant l'asymétrie d'informations.

La théorie néo-classique considère que l'objectif de l'entreprise est de maximiser la richesse de l'actionnaire considéré comme un créancier résiduel de l'entreprise. Il supporte donc un grand risque dans le cas où les résultats sont catastrophiques (*risque de faillite*). Dans ce registre, les mécanismes de gouvernance sont censés protéger les intérêts des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Selon les enseignements de la théorie de l'agence, le CI est un mécanisme qui gère bien les risques et atténue les effets liés à l'asymétrie d'information. En effet, le capital-investisseur met en place des mécanismes de contrôle qui obligent le dirigeant à mieux gérer ses intérêts. Il essaie toujours d'obtenir le maximum d'informations sur l'entreprise financée (son premier souci). Pour cela il va mettre en place des systèmes qui réduisent l'asymétrie informationnelle.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Les CI sont souvent considérés comme des bâtisseurs en matière de gouvernance des entreprises. Ils ont contribué à la diffusion des pratiques qui se sont répandues par la suite dans les entreprises cotées en bourse, telles que l'actionnariat des dirigeants, le rôle actif du CA dans le contrôle des dirigeants, le rôle de la dette dans la discipline des dirigeants (le cas des *Leverage Buy Out* « LBO ») et la création de la valeur pour les actionnaires. L'analyse théorique de l'agence a identifié un ensemble de mécanismes de contrôle et d'incitation. Charreaux (1997) propose de classer les mécanismes de gouvernance d'entreprise en fonction de deux critères, leur degré de spécificité et leur degré d'intentionnalité (*Tableau n° 7*) :

- *La spécificité du levier* : Selon les auteurs de la théorie des coûts de transaction, un levier est considéré comme spécifique s'il est propre à l'organisation et qu'il est difficilement « redéployable » sur le marché.
- *L'intentionnalité du levier* : Un mécanisme de contrôle sera dit « intentionnel » lorsqu'il aura été mis en place de façon volontaire. C'est le cas, par exemple, d'une loi ou d'une réglementation de caractère général s'appliquant à toutes les entreprises (la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques « NRE » ^(*)) ou d'un règlement intérieur mis en place « intentionnellement » dans une seule entreprise.

Tableau n°7 : Les mécanismes de la gouvernance de la relation CI/Entrepreneur

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes Intentionnels	Assemblée des actionnaires Conseil d'administration Système de rémunération Clauses du pacte d'actionnaires Nature du suivi	Environnement légal et réglementaire Syndicats nationaux Associations de consommateurs
Mécanismes Spontanés	Réseau de confiance informel Culture d'entreprise Réputation auprès des salariés Etc.	Marchés des biens et services Marchés financiers Marché du travail Intermédiation Environnement médiatique Culture des affaires

Source : Charreaux. G : « Le gouvernement d'entreprise », Ed. Economica, 1997.

Charreaux (1997) rappelle que la présence et le rôle de ces leviers sont contingents à la nature juridique et à la taille de l'entreprise¹. La composition et le fonctionnement du système de gouvernance varient de manière significative en fonction de la nationalité. Compte tenu de la spécificité des PME financées par le CI, l'application des mécanismes externes (non spécifiques) est très limitée. La pratique de la relation CI /E repose sur la combinaison de plusieurs leviers de contrôle selon le niveau de risque. Ces leviers peuvent être regroupée en deux catégories ; en l'occurrence ; les leviers juridiques et les leviers financiers dont les plus répandus sont :

* - C'est une loi française publiée en 2001. Elle a modifié de manière substantielle le droit des sociétés sur trois points principaux : 1) Une plus grande liberté dans les modes de gouvernance des sociétés, 2) L'exigence d'une plus grande transparence quant aux rémunérations versées et aux mandats occupés, 3) Le renforcement des droits des actionnaires et du comité d'entreprise.

¹ Les travaux menés sur le sujet présentent un système de gouvernement d'entreprise comme étant efficace si celui-ci est préventif et capable d'apporter les solutions adéquates en cas de survenance de conflits (Charreaux, 1997). Les travaux menés par Korda (1998) posent le débat sur la question stratégique du « hands-on », interventionniste ou du « hands-off », méthode du laisser-faire. Cette question rappelle étrangement les politiques économiques générales et le débat sur le libéralisme ou l'étatisme. Et comme au niveau macro-économique, le CI se pose la question de savoir si son efficacité est accrue s'il augmente son degré d'implication dans la gestion de l'entreprise.

3.1-Les leviers juridiques

3.1.1-Le pacte d'actionnaires

On entend par pacte d'actionnaires le document principal qui détermine les modalités et la nature des relations entre le capital investisseur et l'entrepreneur ; il définit les modalités d'entrée du capital comme les clauses juridiques et les types de support financier (actions, titres hybrides...). Au sens plus large, il détermine le *modus vivendi* de la relation, et peut aussi plus rarement définir le moment de sortie du capital. Dans la relation CI/E, le pacte d'actionnaires est en général censé cadrer juridiquement les incertitudes de la réussite du projet issu de l'asymétrie de l'information entre l'entrepreneur, celui qui possède l'information, et le capital investisseur, celui à qui il la transmet (peut-être pas en entier). Cette forme de gouvernance que constitue le pacte d'actionnaires est considérée comme une pré-condition pour le financement de l'entreprise (Bouatouata, K-E, 2005).

On distingue généralement deux familles de dispositions contractuelles dans un pacte d'actionnaires : les clauses relatives à l'organisation et au contrôle de la stratégie mise en œuvre par les managers, et les clauses relatives à la composition et l'évolution de l'actionnariat de la société.

Parmi les clauses relatives au contrôle de la stratégie du management, on peut citer :

- **La clause d'audit** : le capital-investisseur se réserve en général le droit de faire procéder à tout moment à un audit approfondi des comptes de la société.
- **La clause relative au comité consultatif** : le pacte d'actionnaires prévoit la mise en place d'un comité consultatif composé du chef d'entreprise, de certains cadres supérieurs, de représentants des capital-investisseurs (parfois même d'administrateurs indépendants).
- **La clause de non concurrence** : cette clause signifie l'interdiction faite à l'entrepreneur de lancer une autre affaire directement concurrente de la première, et ceci pendant toute la durée de la présence du capital-investisseur dans le capital.
- **La clause d'information (reporting)** : le capital-investisseur recourt à cette clause dans le but de réduire l'asymétrie informationnelle puisque celle-ci oblige les managers à fournir régulièrement des informations sur les états financiers (bilan, compte de résultats, etc.).

Les clauses relatives à la composition et l'évolution de l'actionnariat sont les suivantes :

- **La clause anti-dilution** : elle permet à l'entrepreneur d'obtenir l'engagement des autres actionnaires de lui céder le nombre d'actions nécessaires pour maintenir son pourcentage de capital détenu avant l'opération.
- **La clause de liquidation préférentielle** : stipule que le capital-investisseur est prioritaire, en cas de cession de l'entreprise, dans la récupération de son investissement initial par rapport aux autres actionnaires.
- **La clause de « earn out »** : c'est un contrat financier dans lequel une partie du prix d'achat d'une société est à payer dans le futur, sous condition de réalisation des revenus prévisionnels.

- **La clause « ratchet » et l'ajustement du prix de souscription** : c'est une clause de gage de valeur apparue après la sévère correction à la baisse des valeurs de ce qu'on est appelé la nouvelle économie.

3.1.2-Le conseil d'administration

Le conseil d'administration est censé assurer plusieurs fonctions : l'administration de l'entreprise, qui recouvre certes les rôles de surveillance et de contrôle des dirigeants, mais également une part dans la détermination et la mise en œuvre de la stratégie, ainsi qu'une contribution à l'établissement de liens entre l'entreprise et son environnement et à la captation de ressources externes, qui passent par des fonctions de conseil aux dirigeants. La théorie de l'agence examine la relation entre la structure et les fonctions du conseil et le risque. Elle prescrit que le conseil doit être indépendant de la gestion et doit contrôler les activités du management. En fait, elle considère que le rôle du CA dans une firme managériale est le contrôle de l'activité des entrepreneurs. Il s'agit d'un mécanisme interne de contrôle en plus des systèmes d'intéressement, de rémunération, de surveillance mutuelle, ainsi que de contrôle hiérarchique et de vote des actionnaires.

Autrement dit, les structures d'administration fournissent une autre voie, plus coercitive, pour l'exercice d'un contrôle interne. La définition de la composition du conseil d'administration et d'autres organes associés (les différents comités), de leurs attributions et de leur mode de fonctionnement permet d'orienter les décisions prises par les dirigeants. Evidemment, la capacité de ce mode de contrôle à réduire les conflits d'agence dépend du poids que les actionnaires peuvent et veulent avoir dans l'administration de l'entreprise. Lorsque les actionnaires ont à la fois la volonté et le poids suffisants pour faire entendre leur voix, il leur est même possible d'influer les choix des dirigeants par des moyens plus informels : contacts directs, prises de position assorties éventuellement de la menace latente d'activer d'autres modes de contrôle.

Les capital-investisseurs font généralement partie du conseil d'administration de l'entreprise financée, ou, le cas échéant, font rentrer des personnes de confiance en tant qu'administrateur externe (chargé d'affaires) selon le statut de l'OCI. Gabrielsson et Huse (2002) montrent que les conseils d'administration au sein desquels siège le capital-investisseur sont plus actifs que les autres. Fried et al. (1998) précisent que l'efficacité de cette intervention active est soumise à plusieurs conditions : une présence d'administrateurs extérieurs ou indépendants, une taille réduite du CA (5 à 6 membres), et une forte spécialisation des capital-investisseurs sur les métiers de l'entreprise. Stéphany (2003) considère que le suivi actif, en raison du risque élevé, réduit la présence des administrateurs spécialisés et internes.

Cependant, le capital-investisseur, lorsqu'il passe du temps dans les réunions du conseil d'administration, à vérifier les informations fournies par la société ou encore à définir la meilleure stratégie à adopter pour la société, se prive d'opportunités d'investissement. En effet, les organes de contrôle qu'il met en place dans la société porteuse de projet, s'ils sont utiles en tant que garde fou, représentent un fort coût d'opportunité. Cela représente du temps en moins pour étudier le financement d'un nouveau projet, du temps en moins à lever des fonds. En conséquence, cette stratégie preneuse de temps doit porter ses fruits en termes de rentabilité et ne pas conduire à une destruction de valeur.

3.1.3-La convention d'investissement

Elle fixe les modalités de participation au capital de la start-up des actionnaires entrants et réagit via la signature d'un protocole d'accord des relations entre l'entrepreneur fondateur de la firme et les capital risqueurs du démarrage jusqu'au closing. A la fin de ce protocole, les capital-investisseurs s'engagent à souscrire à un certain nombre de titres lors d'une future augmentation de capital. Les deux parties impliquées dans l'affaire décident des instruments financiers à utiliser : actions ordinaires (*common shares*), actions ordinaires assorties de bons de souscription autonomes (BSA), actions préférentielles (*preferred shares*), ou encore obligations convertibles, etc.

3.2-Les instruments financiers

3.2.1-Le financement par étapes

La réduction du risque d'asymétrie informationnelle s'effectue grâce à un financement par étapes. Dans la majeure partie des cas, les capital investisseurs financent rarement d'un seul coup (*up front financing*), mais plutôt par étapes. Cette technique réduit les risques et permet aux investisseurs de se retirer en cas d'échec et de résultats médiocres de l'étape précédente (option d'abandon) ou de continuer dans le cas où les objectifs fixés dans le plan de développement sont atteints.

Sahlman (1990) considère que le financement par étapes est le mécanisme le plus important pour le contrôle de l'entreprise financée. Lerner (1994) reporte aussi la même conclusion dans son étude sur l'industrie du lecteur disque. Gompers trouve que les capital-investisseurs utilisent le financement par étapes quand les actifs sont intangibles. Donc, le capital-investisseur financera le projet par étapes. A chaque nouveau stade dans le projet, le capital-investisseur se posera la question de savoir s'il doit continuer ou non à soutenir l'entreprise. Cette attitude aura pour conséquence de diminuer son risque de sinistralité et poussera le manager à respecter l'échéancier de départ pour bénéficier des fonds supplémentaires indispensables à la réalisation de l'étape suivante.

La théorie de l'agence retrouve ici une fois de plus tout son sens, si l'intérêt de l'entrepreneur est de se voir attribuer l'ensemble des fonds en un seul versement, favorisant ainsi la planification de ses interventions, les intérêts financiers de l'investisseur (ainsi que la prudence et la loyauté dont il se doit de faire preuve vis-à-vis de ses actionnaires) l'obligent à segmenter son intervention en plusieurs tours de table pour s'assurer de la bonne exécution du projet.

3.2.2-Les titres financiers hybrides

Les études ont montré le recours des capital-investisseurs aux titres financiers hybrides dans la formalisation des contrats. Dans le cas d'une incertitude sur le potentiel et le futur de l'entreprise à financer, le capital-investisseur préfère intégrer des clauses de conversion dans le contrat de financement. Comme le souligne Bascha (2000), c'est une spécificité de l'industrie du capital investissement. Trester (1998) considère ce recours comme une réponse aux problèmes d'asymétrie informationnelle. Gunning (2000) montre que le choix des titres est fonction du risque moral. Kaplan et Stromberg (2000) ont trouvé que les capital-investisseurs utilisent souvent les titres et les obligations convertibles dans le financement des entreprises entrepreneuriales.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Le capital-investisseur essaye d'éviter les échecs et de défendre ses intérêts par le biais de mécanismes juridiques très sophistiqués, fondés sur des Bons de Souscription d'Action (BSA), des Obligations à Bons de Souscription d'Actions (OBSA), etc. Par l'utilisation de ces mécanismes, le capital-investisseur poursuit un double objectif : éviter la dilution lors des tours de tables antérieurs et profiter d'une valorisation plus attrayante si les performances s'avèrent excellentes.

3.2.3-Le financement par syndication

C'est une technique de financement très prisée, en particulier lorsque les montants engagés dans l'affaire sont colossaux. Il s'agit d'un co-investissement impliquant le capital-investisseur leader ou chef de « file » (à qui le management a soumis le plan de développement) et des co-arrangeurs (dans l'écrasante partie des cas, des capital investisseurs de même expérience). Cette procédure permet au capital investisseur de se diversifier et de limiter les risques de sélection des mauvaises affaires (sélection adverse).

3.2.4-La rémunération de l'entrepreneur ou la motivation financière du management

Le capital-investisseur est habitué à intéresser financièrement les entrepreneurs aux résultats de l'entreprise, dans le but d'assurer le succès du projet et de motiver l'entrepreneur. En général, il s'agit de mécanismes permettant à l'entrepreneur d'accroître sa part de capital s'il atteint ou dépasse les objectifs prévus par le plan du développement. Techniquement, les formes de ce procédé sont diverses : Bons de Souscription d'Actions (BSA) au profit de l'actionnaire majoritaire, rétrocession à titre gracieux d'actions par le minoritaire, obligations convertibles à parité de conversion variable en fonction d'objectifs de rentabilité, ou encore par le biais d'obligations convertibles ou de stock-options (Cherif, 2003).

C'est un canal important d'exercice du contrôle interne, sous un mode incitatif. L'indexation de la rémunération sur les résultats de l'entreprise, ou mieux encore sur les performances mesurées à l'aune de sa valeur boursière, doivent logiquement faire converger les intérêts personnels des dirigeants avec ceux des actionnaires. C'est de cette logique que se comprend la pratique de distribution des stock-options aux dirigeants. L'efficacité de ce mode de contrôle ne doit pas cependant être exagérée : d'un côté, la performance- qui, dans sa dimension boursière notamment, ne dépend pas uniquement des choix des dirigeants- n'est le plus souvent qu'une composante secondaire de leur rémunération ; d'un autre côté, l'intéressement- surtout s'il s'accompagne d'une forme d'asymétrie entre les évolutions à la hausse ou à la baisse- peut induire des choix risqués qui ne coïncideront pas nécessairement avec les intérêts des actionnaires.

Pour récapituler, divers mécanismes peuvent être mis en œuvre pour atténuer les problèmes d'agence en régulant directement ou indirectement les décisions des dirigeants. (*Voir figure 5*). En plus des systèmes de rémunération des dirigeants et les structures d'administration de l'entreprise qui sont les deux principaux mécanismes de contrôle interne, il existe d'autres moyens de contrôle externe des dirigeants, à savoir, le marché des biens et services et le marché des capitaux.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

3.3-Les mécanismes externes

Ils reposent sur le jeu de contraintes ou de comportements en dehors de l'entreprise mais qui influencent de façon plus ou moins indirecte les choix de ses dirigeants : ces mécanismes peuvent être distingués selon qu'ils sont activés par le marché des biens et services ou par le marché financier.

3.3.1-Le marché des biens et services

Ce contrôle est indirect. L'idée en est que la concurrence sur ces marchés pousse les dirigeants à offrir leur production au meilleur rapport qualité/prix. S'ils ne le font pas, leur mauvaise gestion est sanctionnée par une diminution des résultats et des parts de marché de l'entreprise. Cette sanction du marché des biens et services signale une forme d'incompétence des dirigeants qui sont alors menacés dans la conservation de leur poste et dans leurs perspectives de retrouver ailleurs un emploi équivalent. Pour préserver la position de leur entreprise et, à travers elle, leur position personnelle, les dirigeants sont donc incités à réduire les coûts et notamment les dépenses (ostentatoires) qu'ils auraient été tentés de faire à leur avantage personnel.

Autrement dit, la pression concurrentielle limite les comportements à l'origine de conflits d'agence avec les actionnaires. L'efficacité de ce mode de régulation dépend directement de l'intensité de la concurrence à laquelle est soumise la firme. Si, du fait d'imperfections de concurrence (monopole, oligopole...) ou de rigidités de marché (de fortes barrières à l'entrée de nouveaux concurrents), le signal déclencheur du mécanisme disciplinaire ne se manifeste qu'avec retard, les dirigeants peuvent maintenir des orientations dont les conséquences dommageables pour l'entreprise et ses propriétaires n'apparaîtront peut-être que trop tard. Par ailleurs, la discipline qu'impose le marché n'est pas nécessairement celle que requiert la résolution du conflit d'agence entre actionnaires et dirigeants. En effet, une gestion efficace en termes de compétitivité sur les marchés des biens et services peut aller de pair avec une faible satisfaction des intérêts des actionnaires si les gains sont automatiquement utilisés à des emplois autres que des versements de dividendes.

3.3.2-Le marché financier

Les mécanismes qui passent par le marché des capitaux peuvent être classés en deux catégories. D'un côté, se trouvent les cadres réglementaires visant à obliger les dirigeants à respecter une certaine transparence, ou du moins à favoriser la diffusion et la communication de l'information : définition de standards, voire d'obligations légales en matière de publication périodique de rapports d'activité (généralement trimestriels), de bilans comptables, etc. L'efficacité de ces dispositifs pour éliminer le problème d'agence demeure cependant limitée. Certes, ils y participent en contribuant à réduire l'asymétrie d'information, mais leur objectif premier est davantage l'efficacité et la stabilité des marchés financiers que le bien-être des actionnaires qui y opèrent. L'expérience montre, que même dans cette dernière perspective, ces dispositifs se révèlent parfois inefficaces pour empêcher des comportements déviants et générateurs de crises.

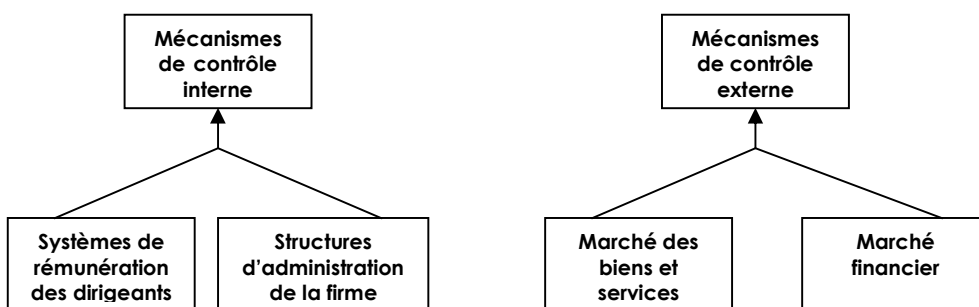
Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

De l'autre côté, il y a le jeu normal du marché financier sur lequel s'échangent les titres de propriété (les actions). La nature de ces échanges constitue une forme d'expression de la satisfaction ou de l'insatisfaction des actionnaires face au fonctionnement de l'entreprise et peut ainsi exercer un effet disciplinaire sur les dirigeants. Des actionnaires qui estiment que la gestion de l'entreprise leur est défavorable ou ne leur est pas suffisamment favorable sont incités à vendre leurs titres de propriété, c'est ce qui est appelé la stratégie « exit » ou vote par les pieds. La sortie des actionnaires de l'entreprise va provoquer une baisse de la valeur boursière qui signalera de manière manifeste la dégradation de la situation financière de celle-ci. Subséquemment, les conditions d'emploi des dirigeants risquent d'être remises en cause. Les dirigeants ont donc intérêt à octroyer aux actionnaires une certaine satisfaction minimale, pour espérer s'enraciner dans l'entreprise.

Mais, le poids de ce mécanisme reste faible parce qu'indirect, tant que les opérations financières constituent un phénomène dispersé, correspondant à des décisions non concertées de la part de petits actionnaires (les minoritaires). En revanche, ce même mécanisme de transactions sur le marché financier peut avoir une portée plus grande lorsqu'il prend la forme d'un phénomène concerté comme c'est le cas lors d'une opération de fusion ou d'acquisition (les Offres Publiques d'Achat « OPA »). Le transfert de titres de propriété s'inscrit alors dans le cadre d'une opération permettant à l'acheteur d'obtenir un pouvoir de contrôle et de décision sur l'entreprise cible.

A terme, l'exercice de ce contrôle par le marché financier se heurtera sans doute au problème d'agence inhérent à toute entreprise capitaliste ou managériale, mais on ne peut s'attendre à ce qu'il s'affirme initialement par une remise en cause de l'équipe dirigeante de la firme cible si sa gestion passée est considérée insuffisante par rapport aux intérêts des actionnaires.

Figure n°5 : Mécanismes de gouvernance de l'entreprise



Source : RAIMBOURG P., Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise, encyclopédie de gestion, article 11.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

I.4-Les limites de l'application de la théorie de l'agence à la relation CI/E

P. Y. Gomez (1996) adresse trois principales critiques au modèle contractualiste libéral : l'absence de la dimension créatrice du fait d'entreprendre (présenté comme exogène à l'organisation) ; la non prise en compte des solidarités inhérentes au collectif « entreprise » et l'évolution dynamique des organisations.

4.1-La remise en cause de la scientificité de la théorie de l'agence

Le caractère scientifique même de la théorie de l'agence est discutable (Christenson, 1983). Pour ce dernier, l'absence des coûts d'agence dans la pratique ne permet pas de tester sa réfutabilité selon la logique de Popper (*). Le comportement du dirigeant a été décrit comme opportuniste selon la théorie de l'agence. Cela est possible dans le cas d'une entreprise managériale où il ne présente qu'un simple facteur de travail, mais pas dans une PME innovatrice. Le dirigeant de la PME est souvent le propriétaire-créateur qui met ses ressources financières et son savoir-faire dans la création et le développement de l'entreprise dont il garde le contrôle même dans le cas d'un financement par capital investissement, puisque ce dernier est en principe un actionnaire minoritaire. En outre, même si le capital-investisseur envisage de prendre le contrôle, il se heurtera à la résistance de l'entrepreneur qui déploie des stratégies d'enracinement (Schleifer et Vishny, 1997).

La réduction de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur à une simple relation agentielle, ainsi que la réduction parallèle des structures d'administration (notamment le conseil d'administration) à de simples mécanismes de contrôle des dirigeants peuvent conduire à une perte considérable des opportunités de création de valeur. Dans ce sens, Landstrom (1992) dans son étude sur l'interaction entre les investisseurs privés et les compagnies entrepreneuriales, remet en cause la capacité de la théorie de l'agence à expliquer les comportements financiers entre le capital-investisseur et l'entrepreneur (contrairement à Charreaux, (1985) et Chérif (2003)). Il justifie son point de vue par les raisons ci-dessous :

➤ La théorie de l'agence suppose que compte tenu d'une rationalité limitée, les entrepreneurs vont chercher à maximiser leur fonction d'utilité. Cela n'est pas le cas pour les PME, dont les dirigeants ne sont pas dans une logique rationnelle de maximisation économique individuelle.

➤ La théorie de l'agence se base encore sur la relation contradictoire entre les intérêts du principal et de l'agent. Cela n'est pas approuvé dans le cas d'un financement par CI,

➤ L'opportunisme de l'entrepreneur, qui est supposé un paramètre fondamental de la relation d'agence, est limité grâce aux négociations préalables à l'entrée d'une société de CI « due diligence » et au suivi actif des capital investisseurs. Chérif (1998) considère que les négociations préalables à l'entrée du capital investisseur seraient de nature à limiter les comportements opportunistes de l'entrepreneur. Ces négociations se concrétisent le plus souvent par des pactes d'actionnaires, dont certaines dispositions réduisent la probabilité d'apparition de conflits d'intérêts.

* - Selon K. Popper (1998), la science pour être considérée comme telle doit satisfaire une double condition : 1) La discipline, la théorie, doit construire des modèles, c'est-à-dire fournir des explications causales aux phénomènes qu'elle étudie, 2) Ces modèles doivent pouvoir être testés, soumis à une dimension critique.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Arthurs et Busenitz (2003) affirment que la description, faite par la théorie de l'agence de l'entrepreneur comme un malfaiteur, un opportuniste qui veut engranger des gains à court terme, n'est pas généralement indicative des entrepreneurs et de leurs implications intimes dans l'entreprise qu'ils fondent. Par conséquent, les explications de la théorie de l'agence de la relation CI/E, sont peu satisfaisantes après que le capital investisseur investit dans la nouvelle entreprise. Cable et Shane (1997) soulèvent qu'une telle approche est trop restrictive compte tenu du comportement opportuniste et non coopératif que peut adopter chacune des deux parties.

4.2-La non pertinence des informations cachées par l'entrepreneur

Malgré que le gestionnaire de la start-up détient des informations privées relatives à ses propres qualités et compétences, cet avantage n'est pas décisif pour les raisons suivantes : 1) il va de son propre intérêt de faire le maximum d'effort pour contribuer au succès de la firme, 2) le chercheur qui veut se lancer dans l'aventure ne sait pas ce qu'il donnera comme entrepreneur, 3) le jugement du capital-investisseur quant à la qualité du dirigeant est une condition décisive de son engagement auprès de la firme et, dans certains cas, le capital investisseur peut décider de nommer un autre dirigeant comme gestionnaire de start-up (Kharbouche, 2006,op.cit). Cependant, la perspective d'agence ne décrit la relation que dans une seule direction. Elle ignore le comportement opportuniste du capital investisseur (Shepherd et Zacharakis, 2001). En effet, le capital investisseur détient, lui aussi, des informations privées concernant, en particulier, le mode de sortie qu'il préfère promouvoir à la fin de l'échéance prévue, ce qui ne peut être pris en compte par l'asymétrie d'information.

4.3-L'occultation des mécanismes de la création de la valeur (la dynamique productive)

Une autre limite de la théorie de l'agence tient au fait qu'elle réduit le rôle des systèmes de gouvernance à la répartition de la valeur créée par la résolution des conflits d'intérêts. Elle ignore complètement la façon dont la valeur a été créée. D'autres approches issues de la théorie comportementale et cognitive ont essayé de combler cette lacune. En fait, ce nouveau courant tente d'expliquer la création de la valeur par l'échange, l'accumulation de connaissances dans les organisations, et par la confiance. En ce sens, si le lien entre les compétences et la rente organisationnelle est reconnu, la problématique reste fondée sur une conception statique et adaptative de l'efficacité. La valeur est maximisée à un instant donné, l'ensemble des opportunités d'investissement exogène est supposé connu au moins par les dirigeants et le choix des investissements se fait selon l'analogie du choix au sein d'un menu. Le problème principal reste la mise en place d'une répartition de la rente suffisamment incitative pour maximiser la création de valeur (Charreaux, 1997). Le processus de création de valeur n'est pas étudié.

Bonnet (2005) a étudié le rôle de la confiance entre capital investisseurs et dirigeants, ses conséquences comportementales et son influence sur la performance financière de l'entreprise. Stévenot (2006) a essayé de souligner l'existence de conflits d'ordre cognitif, psychologique et axiologique qui limitent la collaboration productive CI/E. Selon lui le rôle du conseil d'administration (CA), et le système de gouvernance en général, est de réduire les conflits cognitifs et de faciliter l'échange et la circulation des connaissances dans le but d'améliorer la performance.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Généralement, il apparaît que la notion sous-jacente de l'opportunisme de l'entrepreneur n'est pas nécessairement un bon postulat dans le cas d'un financement par capital investissement (Sapienza, 2001). Le capital investisseur peut choisir une stratégie défectueuse en privilégiant la dimension financière de la firme à travers son objectif de maximisation de la rentabilité des capitaux investis au détriment de la croissance de l'affaire (Sahlman, 1990).

Quand l'approche d'agence suppose que les activités de surveillance et d'incitation sont les mécanismes fondamentaux de gouvernance dans cette dyade (Sahlman, 1990, op.cit), d'autres études sont nécessaires pour comprendre le développement de la relation sociale (confiance et engagement) entre le capital investisseur et l'entrepreneur comme une clé de la coopération et du gain mutuel. La confiance est le concept que les théoriciens de l'agence ignorent et que quelques économistes rejettent explicitement (Williamson, 1975).

4.4-L'évolution de la relation

La théorie de l'agence s'impose comme un paradigme permettant d'expliquer la relation CI/E notamment parce qu'elle aborde les implications de la séparation de la propriété financière et du contrôle (Jensen et Meckling, 1976). La définition de la relation d'agence donnée par Ross (1973) pose que l'agent et le principal ont des fonctions d'utilité différentes et qu'ils agissent de façon à maximiser leurs utilités respectives. La nécessité d'aligner le comportement du dirigeant - sur les intérêts des actionnaires est induite par l'existence de coûts d'agence.

Cependant une hypothèse limite la pertinence de cette théorie comme explicative de cette relation. En effet il est admis que les objectifs de l'investisseur et l'entrepreneur sont divergents et que ce dernier doit être contrôlé pour être incité à agir pour le bien de l'entreprise de façon à maximiser les intérêts de l'investisseur. « L'entrepreneur serait alors un « flemmard » (*deadbeat*) ou un voleur potentiel et l'investisseur un policier chargé de faire respecter la loi » (Arthurs et Busenitz, 2003, op.cit). D'autre part, les coûts d'agence ne sont pas identiques à chaque étape de la création et du développement de l'entreprise. Nous distinguerons deux périodes : avant et après l'investissement. La probabilité d'avoir des coûts d'agence semble être plus importante dans la phase pré-investissement que dans la phase post-investissement.

4.4.1-Avant l'investissement

Durant cette période, les objectifs des deux parties peuvent être divergents; l'investisseur est centré sur le processus de « due diligence » (analyse approfondie du projet et des compétences de l'entrepreneur) pour ne pas se tromper et l'entrepreneur sur la réussite de sa firme.

Un investissement au capital d'une entreprise en création correspond à un investissement incertain (*). A ce stade le projet repose souvent sur un concept en phase de test, les ventes sont peu significatives car réalisées avec quelques clients « proches de l'entrepreneur qui souhaitent l'aider à démarrer son activité ». L'entrepreneur a formalisé son projet dans un business plan mais l'investisseur dispose de peu d'informations financières et commerciales qui lui permettraient de « probabiliser » la rentabilité et la possibilité de défaillance du projet. Il doit cependant évaluer une incertitude liée au marché, au produit et à l'entrepreneur (motivations et compétences managériales), dans une logique de maximisation de sa fonction d'utilité.

* - L'incertitude est de deux natures : celle qui est mesurable : le *risque* et celle qui ne l'est pas : l'*incertain* (Knight, 1921).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Les informations auxquelles il va avoir accès sont en majorité tacites et diffuses. Leur caractère informel les rendent fortement personnalisées dans la mesure où leur valeur est plus liée à la qualité de l'émetteur (ici l'entrepreneur) qu'à l'information elle-même. Plusieurs rencontres vont être nécessaires pour lui permettre d'apprécier les compétences et la personnalité de l'entrepreneur. Ce dernier peut, cependant, avoir conscience de l'incertitude à laquelle est confronté l'investisseur. Il peut, si cet investisseur est en mesure de lui apporter les ressources nécessaires, lui montrer sa volonté de collaborer pour le rassurer sur sa décision d'investir. Cela peut se traduire, par exemple, par une présentation de la façon dont il souhaite organiser et formaliser (voire contractualiser) la relation entre les deux parties. Il lui montre ainsi qu'il n'a pas l'intention d'adopter un comportement opportuniste notamment en cherchant à éviter les problèmes liés à l'asymétrie d'information.

4.4.2-Après l'investissement

A priori les risques d'agence sont plus limités durant cette phase. En effet, si le capital-investisseur a pris sa décision de financement c'est qu'il est persuadé que l'entrepreneur et le projet sont intéressants. Pour limiter les risques qu'il perçoit encore, il va mettre en place, notamment à travers le pacte d'actionnaires, des mécanismes et procédures de surveillance et d'incitation. Néanmoins, des problèmes ponctuels peuvent apparaître si l'entrepreneur modifie effectivement son comportement ou si l'investisseur perçoit une modification de son attitude, par exemple lors d'une décision stratégique (mode de croissance choisi) sur laquelle les deux parties ne sont pas d'accord.

Si la théorie de l'agence peut expliquer avec certaines limites la relation Capital-Investisseur/Entrepreneur avant l'investissement, son pouvoir explicatif nous semble être plus discutable dans la période post-investissement. En effet, la théorie de l'agence nous paraît être trop centrée sur l'investisseur et ne pas suffisamment prendre en considération les motivations et la vision qu'a l'entrepreneur de son projet. Ce dernier souhaite la réussite de son entreprise et peut vouloir coopérer et échanger avec l'investisseur. Il n'a aucun intérêt à adopter un comportement opportuniste qui va remettre en cause cette coopération et donc le succès de sa société.

Pour résumer, le rôle de l'opportunisme, considéré dans la théorie de l'agence comme une variable centrale, est surestimé pour deux raisons :

➤ Il renvoie à une conception régressive de l'individu qui rappelle celle de la théorie X de Mac Gregor. L'individu y apparaît égoïste, paresseux, passif, opportuniste et peu digne de confiance. Il poursuit avant tout son intérêt personnel et doit être contrôlé à travers la punition ou la récompense.

➤ Il ne reflète pas l'étendue et la diversité des comportements managériaux. Si la primeur est attribuée à l'opportunisme à court terme, les stratégies de coopération et de partenariat entre le capital investisseur et l'entrepreneur sont davantage profitables à long terme comme le témoigne la théorie des jeux.

Section II : La justice procédurale, l'intendance et les conventions : de nouvelles approches pour la compréhension de la relation CI/E

II.1-La théorie de la justice procédurale

La théorie de la justice organisationnelle est une approche sociale qui traite la notion de justice dans un contexte organisationnel, en mettant l'accent sur la perception de la justice par les acteurs. Devant une situation quelconque, les acteurs réagissent d'une manière différente selon la perception que fait chacun face à cette situation. Pour comprendre, prédire, et réagir, il convient de connaître les éléments contribuant à leurs perceptions de la justice.

1.1-L'importance de la justice procédurale

Pour développer son entreprise, l'entrepreneur a besoin de ressources et d'informations. Le CI est le moyen idéal qui crée la valeur et réduit le risque de faillite (Barney et al, 1996). La meilleure relation entre le capital investisseur et l'entrepreneur est celle qui, engendre les coûts d'échange de l'information les plus bas, et contribue à l'efficacité et la productivité de l'entreprise (Morgan et Hunt, 1994). Si l'entrepreneur ressent l'injustice dans son traitement par le capital-investisseur, cela détruira leurs relations d'échange et aboutira à la perte des deux parties de la relation. T. Froehlicher (1998) considère que l'extra-juridique est très important dans les affaires économiques¹. En effet, de nombreux actes de la vie économique sont situés socialement et ne peuvent être implémentés efficacement sans l'existence d'une confiance mutuelle, d'où l'intérêt d'une approche sociale pour comprendre la relation Capital Investisseur/Entrepreneur.

En d'autres termes, la théorie de la justice procédurale s'intéresse à l'étude de la réaction du capital-investisseur face à des décisions dans lesquelles il se retrouve impliqué mais pour lesquelles il n'a pas de contrôle entier ou direct. Elle explore les conséquences de la prise de décision sur la relation d'échange entre le capital-investisseur et le dirigeant. La procédure de prise de décision sera considérée comme juste par le capital-investisseur si celle-ci permet de préserver ses intérêts sur le long terme. Cette théorie permet de dépasser certaines des hypothèses simplificatrices des modélisations théoriques formelles des problèmes d'agence, à l'image de celles se rapportant à la révélation ou non de l'information.

1.2-L'application de la justice procédurale à la relation CI/E

La théorie de la justice procédurale est susceptible d'offrir des développements complémentaires à la théorie principal-agent associée aux problèmes contractuels (Sapienza et Korsgaard, 1996). La justice procédurale est concernée par les relations d'affaires dans lesquelles une partie n'a pas le contrôle sur les décisions (Wright, 2002). Son argument essentiel est que de manière indépendante du résultat des décisions, les individus réagissent plus favorablement lorsqu'ils sentent que la procédure utilisée pour les prendre était équitable. On peut clairement établir un parallèle entre cette théorie et la situation rencontrée par l'implication indirecte des capital-investisseurs dans la gestion des firmes qu'ils financent.

¹ Pour ne pas hypothéquer des relations favorables dans le futur, les conflits se dénouent loin des tribunaux et des clauses contractuelles : « vous pouvez régler n'importe quel différent si vous gardez les avocats en dehors de l'affaire. Ils ne saisissent pas l'importance des concessions mutuelles dans les affaires » (S. Macaulay, 2002).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Bien que la contribution des capital investisseurs puisse être considérable, de part leur statut d'administrateur participant au conseil et via d'autres mécanismes de contrôle, ce sont les entrepreneurs qui contrôlent l'utilisation des ressources, développent les stratégies permettant d'atteindre la rentabilité requise par les financiers, et qui détiennent l'information interne quant à la gestion des activités. Le capital investisseur considéré comme le principal peut donc ne pas être en position de maîtriser la nature et le niveau de la gouvernance sur l'entrepreneur (l'agent).

On peut aussi considérer que la justice procédurale a une importante influence sur le développement de la confiance et de l'engagement financier dans les relations entre capital investisseurs et entrepreneurs. Cette perspective est reliée à la théorie de l'agence au sens où le développement de relations de confiance peut réduire l'incertitude et le besoin d'une surveillance coûteuse, puisqu'il diminue la nécessité de mécanismes formels de gestion des relations d'affaires et de contrôle scrupuleux de l'information diffusée. Cette relation peut être considérée en termes d'opportunité de diffusion d'informations par l'entrepreneur au Capital Investisseur contrôleur. L'absence d'information ou la persistance d'un délai de transmission de celle-ci peut être perçue par le Capital Investisseur comme une violation déloyale de l'accord relatif à l'investissement et détruire la confiance qu'il faisait à l'entrepreneur. Sapienza et Korsgaard (1996) utilisent la théorie de la justice procédurale pour étudier l'incidence de la gestion des flux d'informations par l'entrepreneur sur ses relations avec le Capital Investisseur. Ils trouvent que plus les entrepreneurs partagent l'information, plus les investisseurs sont susceptibles de limiter leur contrôle, de croire à l'honnêteté des entrepreneurs et de soutenir leurs décisions, et de réinvestir dans la firme. Donc, le capital confiance permet la consolidation de la relation CI/E.

1.3-Les volets de la perception de la justice

Deux volets de la perception de la justice méritent d'être abordés. Le premier volet concerne la justice distributive qui s'intéresse à la distribution des ressources. C'est une extension de la théorie de l'équité (Adams, 1965). Une situation d'iniquité peut avoir un impact négatif voire même désastreux sur la performance. Le second volet de la justice organisationnelle est la justice procédurale qui met l'accent sur la procédure de prise de décision (*le processus*) plutôt que sur la décision elle-même (*le résultat*). Les individus ne se contentent pas seulement de la justice distributive mais s'intéressent aussi à la justice procédurale, c'est-à-dire on ne se contente pas de savoir qu'une décision a été prise en notre faveur ou en notre défaveur.

En effet, les individus s'attachent aussi aux procédures utilisées dans la prise de décisions. Une décision défavorable peut être facilement acceptée par le récepteur, s'il juge que la procédure, qui a aboutit à cette décision, est juste (Steiner 1999). Ce dernier affirme que la participation à la décision améliore la perception de la justice. Il ajoute que l'application des procédures identiques pour tout le monde, l'explication du pourquoi et comment la décision a été prise, et le traitement avec dignité et respect au moment de l'annonce de la décision, sont tous des facteurs qui participent à l'amélioration de la perception de la justice. Miller (2001) montre que les individus, impliqués dans une décision, ont besoin de posséder « la voix » pour juger une situation comme juste. C'est l'élément procédural le plus important. Il se traduit par la possibilité des individus de s'exprimer librement sur leurs inquiétudes et leurs espérances lors de la prise de décision. Il estime que le dirigeant doit prendre en compte cette voix pour prendre une décision.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Pour Leventhal (1976), six facteurs dans la procédure sont à l'origine de la perception de la justice :

- La procédure doit être appliquée à tout le monde et de la même façon,
- Le décideur ne doit pas imposer ses préférences personnelles dans la procédure,
- L'utilisation des informations exactes dans le processus décisionnel,
- L'adaptabilité de la décision en cas d'erreur,
- La procédure doit tenir compte de tous les éléments pertinents (représentativité),
- Elle est fondée sur l'éthique de l'entreprise.

Gilliand (1993) concluent que la justice procédurale se compose de trois principales dimensions : les caractéristiques formelles, l'éclaircissement par l'explication, et le traitement interpersonnel.

II.2-Les différentes facettes du concept de confiance dans les relations économiques

A l'image de nombreux économistes, Williamson (1993) réduit le concept de confiance au fait de prendre un risque calculé. Pour cet auteur la confiance est un acte rationnel et utilitaire. En revanche, d'autres théoriciens des organisations et quelques économistes ont une vision plus large de ce concept. En effet, la confiance peut avoir des sources d'ordre moral, ou tenant à l'identification entre individus, ou encore, dans les organisations, au rapport des individus avec l'autorité (Tyler et Kramer, 1996). D'ordre purement calculatoire au début d'une relation, elle est susceptible d'évoluer ensuite vers des formes basées sur la connaissance, puis sur l'identification (Lewicky et Bunker, 1996). Pour Charreaux (1998), la confiance est un mécanisme associé à toute forme de transaction et de coopération, qui accompagne et complète les mécanismes économiques traditionnels que sont le marché et la hiérarchie. En ce sens, elle fait partie raisonnablement des mécanismes de gouvernance des entreprises.

2.1-Aspects statiques et dynamiques de la confiance

Primo, la confiance peut être approchée dans une *perspective statique*, c'est-à-dire du point de vue d'un acteur donné et à une date précise. La confiance apparaît alors comme un actif relationnel, incorporel et difficilement évaluable par un marché et un prix. Elle remplit la fonction de réducteur des comportements opportunistes. Plus globalement, il s'agit d'un véritable capital social traduisant la capacité des acteurs au sein d'une communauté déterminée à développer cet actif, à se comporter sans contrainte apparente de manière prévisible, c'est-à-dire correspondant aux anticipations du partenaire sur la base des normes partagées. Dans cette logique, la confiance trouve du mal à s'établir entre partenaires appartenant à des groupes ethniques, religieux ou culturels différents.

Secundo, la confiance peut aussi être vue dans une *approche dynamique*. Il s'agit de concevoir la confiance du point de vue d'une multitude d'acteurs et de leur interaction sur plusieurs périodes successives. Cela revient à examiner les tirages successifs de type « confiance/non confiance » modélisés dans la théorie des jeux. En adoptant cette perspective, certaines caractéristiques de la relation de confiance émergent alors :

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

- La non symétrie (A (C) B mais B (non C) A) ;
- L'irrégularité du capital qui la constitue : la confiance se construit lentement et se détruit rapidement ;

2.2-Axiomatique de la confiance¹

La confiance repose sur trois principaux axiomes : l'inséparabilité de la confiance et de la défiance, la volatilité et la multiplicité de ses mécanismes.

2.2.1-L'inséparabilité de la confiance et de la défiance

Cela revient à dire que la confiance n'est pas en mesure d'éliminer le contrôle et le calcul, mais que contrat et confiance constituent des modes de régulation de la coopération non pas exclusifs mais inscrits dans une interdépendance dialogique. Ils contribuent mutuellement à la gestion de la coopération entre les deux parties (capital investisseur et entrepreneur). Le contrat promeut la confiance entre les partenaires au travers du processus de contractualisation et de l'intégration par les acteurs du référentiel partagé qu'il génère, alors que la confiance permet une contractualisation axée sur la coordination et le maintien de la pertinence du cadre commun dans lequel le jeu coopératif se déploie (P. Philippart, 2005). En ce sens, la confiance et contrat ne sont pas mutuellement exclusifs, ils évoluent avec la relation et bâtissent l'un sur l'autre (G. Koenig, 1999).

Autrement dit, la confiance naît d'une situation risquée. En effet, quelles que soient les transactions économiques en jeu, l'agent prend des décisions face à des situations d'incertitude. De nombreuses études reconnaissent que le risque est un fondement de la confiance.

2.2.2-La volatilité

La confiance est dite « volatile » car elle nécessite des conditions élémentaires, dont l'occurrence combinée est délicate à réunir, mais aussi parce que le capital qui la constitue est irrégulier.

2.2.3-La multiplicité de ses mécanismes

En plus d'intérêts purement économiques (*vision économique*) et de la collusion profonde entre les partenaires (*la vision psychologique*), la confiance s'appuie sur des moyens de médiation institutionnelle, basés sur des institutions souvent « invisibles » telles que : les normes de comportements, liens moraux entre membres de groupes humains et entre ces groupes, etc.

2.3-Les facteurs déterminants de la relation de confiance

En partant de la façon dont le concept de confiance a été exprimé dans diverses langues, Jean-Claude Usunier et Patrick Roger (1999) ont pu résumer les conditions nécessaires et suffisantes pour l'établissement de la confiance entre les agents économiques :

- La remise, partielle ou totale, de ses intérêts aux soins d'un tiers (concept de « trust »). selon le dictionnaire Collins, le concept de trust se traduit par « the reliance on and confidence in the truth, worth and reliability of a person or thing ».

¹ Une axiomatique fait référence à l'ensemble des éléments de base et les concepts fondamentaux qui servent à la modélisation et à la théorisation (L. Honoré, 1997).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

➤ « *Cum-fides* » ou le partage d'une foi, d'une appartenance ou de normes communes. La notion française de confiance est dérivée du latin *confidentia*, qui est un assemblage de *Cum* (avec, partagé) et *fides* (foi, croyance).

➤ Un mécanisme de transformation de la défiance en confiance (concept allemand de *vertrauen*). En réalité, les allemands font appel à deux verbes pour faire référence au concept de confiance, à savoir *trauen* et *vertrauen*. Le deuxième est le plus utilisé parce que le préfixe indique une action de transformation propre à la représentation allemande du concept de confiance.

➤ Une orientation sincère vers la tâche commune. En effet, le concept japonais de « *shin-yo* » est composé de deux mots, le premier signifie « sincérité » et le deuxième « quelque chose à faire ». Le concept de confiance signifie donc en japonais être sincère en affaires.

Ces deux auteurs ont recensé trois groupes de dimensions du concept de confiance :

- Le premier a trait à la prévisibilité du comportement du partenaire qui s'appuie sur une série de mécanismes tels la réputation, liens moraux et l'historique relationnel.
- Le deuxième concerne la contrôlabilité du partenaire qui est fonction de la nature du contrat, du respect de la parole donnée et le degré de peur de représailles.
- Le troisième et dernier consiste dans l'interdépendance des partenaires que se soit objective (intérêt pour les résultats de l'autre partie), ou subjective (perception que l'utilité est conjointe).

Le tableau ci-dessous résume les déterminants de la confiance dans les relations économiques :

Tableau n°8 : Facteurs déterminants de la relation de confiance

Prévisibilité	Réputation / information Similitude / appartenance / liens moraux Historique relationnel
Contrôlabilité	Contrat (observabilité, vérifiabilité) Serment (parole donnée) Représailles (tueur à gages ; otages)
Interdépendance	Intérêt pour les résultats de l'autre partie Perception que l'utilité est conjointe Asymétrie de la dépendance

Source : Jean-Claude Usunier et Patrick Roger : « Confiance et performance : le couple franco-allemand au sein de l'Europe », Revue Finance Contrôle Stratégie- Vol 2, N° 1, mars 1999, p 96.

De manière plus simple, la confiance se réfère aux présomptions d'une partie (A) vis-à-vis du comportement futur d'une autre partie (B). Plus A considère que B respectera ses engagements vis-à-vis de A, plus on peut dire que A fait confiance à B (Brockner et Siegel, 1996). La littérature en recherche organisationnelle et en marketing recense trois présomptions régulant le comportement futur de l'autre partie (Cummings et Bromiley, 1996 ; Ganesan et Hess, 1997) :

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

- *La bienveillance*¹ : il est supposé que l'autre partie agira de façon bienveillante, qu'elle s'efforcera de respecter ses engagements et ne cherchera pas à nous nuire;
- *La cohérence (ou prévisibilité)* : la confiance suppose que le comportement de l'autre partie soit suffisamment prévisible. Elle est liée à l'importance des considérations socioculturelles telles que la réputation², le capital historique, l'appartenance... ;
- *La compétence* : il est supposé que l'autre partie est dotée des qualités et des compétences nécessaires au respect de ses engagements. Le fait de connaître les gens et de reconnaître leurs compétences joue un rôle important dans la réduction des risques d'un engagement partenarial au plan économique (A. Larson, 1992, p. 85).

2.4-Les enjeux de la confiance dans le design du contrat de partenariat CI/entrepreneur

La volonté d'un suivi actif de la participation fait du capital investisseur un actionnaire spécifique. Les hypothèses d'asymétrie d'information, de comportements opportunistes, d'incertitude incitent l'investisseur à contrôler l'action de l'entrepreneur par différents leviers. Le système de gouvernance mis en place par l'investisseur est une combinaison plus ou moins exhaustive de ces mécanismes de contrôle. Une double démarche contractuelle lie l'investisseur et le dirigeant selon Wright (2002) : à côté d'un contrat explicite fondé sur différentes clauses juridiques et financières, s'établit un contrat implicite fondé sur une démarche plus informelle où les notions de confiance et de coopération sont au cœur du dispositif mis en place.

Le développement de la confiance entre les deux parties permet de régler des désaccords que le contrat n'a pu (voulu) anticiper. Le contrat est plus vu par le capital investisseur comme un cadre « coopératif » (où règne la confiance entre partenaires) notamment lorsqu'il est impliqué auprès de l'entrepreneur. La dimension relationnelle (qui englobe la confiance) l'emporte sur la dimension contractuelle (qui se caractérise par des systèmes de contrôle rigides).

Par la mise en place d'une confiance partenariale, l'investisseur modèle l'organisation de l'entreprise et l'inscrit dans un processus favorable à la création de valeur.

2.4.1-Nature explicite du contrat de partenariat : dimension contractuelle

Le design du contrat est une réponse aux situations de risques de conflits et d'asymétrie informationnelle. Le contrat se définit comme un ensemble de clauses visant d'une part, à protéger la participation du capital investisseur et d'autre part, à organiser sa sortie du capital de la PME. Il associe une combinaison de mécanismes de contrôle.

Deux types de travaux de recherches analysant la nature du contrôle du capital investisseur en étudiant le contrat mis en place entre les dirigeants et les investisseurs :

➤ *Les approches descriptives* : On retrouve ici les travaux de Sahlman (1990), Gompers (1996), et Kaplan & Stromberg (2000), dont l'objectif principal est de décrire les différents aspects des contrats de CR et la répartition des différents droits. Pour Gompers (1996), les clauses contenues dans les contrats allouent les droits de contrôle indépendamment des droits financiers.

¹ Au Japon, dans le cadre des relations sous-traitants/donneurs d'ordre, la bonne volonté envers les partenaires habituels est souvent considérée comme un devoir, une obligation morale qui rend possible une relation pérenne. Donc, la bienveillance est un devoir. Point à la ligne. C'est le sentiment du devoir – d'une obligation au-dessus et au-delà des termes d'un contrat écrit qui donne la certitude d'un retour et rend le contrat relationnel viable (R. Dore, 1983).

² Néanmoins, la confiance ne peut se réduire à la réputation car si cette dernière fait référence à la relation d'une partie A avec l'ensemble de son environnement, la confiance ne concerne que la relation privilégiée entre deux parties A et B.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Kaplan & Stromberg (2000) dans une étude sur 200 opérations de financement, considérant que la répartition des droits de contrôle et des droits financiers est liée à la performance observée. La concentration des actions entre les mains des investisseurs est d'autant plus importante que la situation de l'entreprise est mauvaise. Si la situation de l'entreprise est bonne alors les investisseurs vont renoncer à leurs droits de contrôle tout en maintenant leurs droits financiers.

➤ *Les approches normatives* : Généralement fondés sur la théorie des contrats incomplets, ces modèles cherchent à expliquer la répartition des droits de contrôle entre le dirigeant et le capital investisseur laquelle se traduit par un « hold up ». Ils s'inscrivent dans la recherche d'un contrat optimal dont l'évolution varie selon les hypothèses du modèle. Généralement, le niveau de contrôle détenu par le capital risqué est plus important que celui qu'il aurait obtenu avec la règle : une voix un vote. Plusieurs modélisations amènent un éclairage sur la nature de ce contrôle et apportent une justification au décalage dans la répartition des droits.

Chan (1990) a montré que le contrôle mis en place à travers le contrat, permettait de prendre une décision de production. Les travaux de Berglof (1994) proposent une optimisation du contrat par l'intégration de dettes convertibles. L'allocation des droits de contrôle permet de statuer sur la crédibilité de la firme vis-à-vis d'un acquéreur extérieur. Kaplan et Stromberg (2000) étudient l'importance du contrôle dans la relation capital investisseur/dirigeant et montrent que le capital investisseur peut vouloir le contrôle d'une part, pour mieux contribuer à ajouter de la valeur et d'autre part, pour préserver la valeur de liquidation sur les actifs. Hellmann et Puri (2002), définissent un contrat dans lequel la répartition des droits de contrôle s'entend comme la capacité pour l'investisseur de remplacer l'entrepreneur fondateur par un manager professionnel. La proportion de droits de contrôle détenue par le capital risqué est une réponse aux situations de sélection adverse. Elle affecte la taille de l'investissement, la répartition des risques entre les deux acteurs. Une allocation optimale des droits de contrôle passe par la mise en place d'un ensemble de différents mécanismes de contrôle (Charreaux, 1997), tels que le financement par étapes ; les options de conversion ; la politique de rémunération optimale ; le conseil d'administration,

2.4.2-Nature implicite du contrat : la confiance comme dimension relationnelle

La littérature suggère que les attentes d'équité et de confiance jouent un rôle important dans les échanges et permettent à différentes formes de coopération de s'instaurer entre les agents économiques. Ce qui peut être utilement étendu aux acteurs du processus du CI. La confiance et l'engagement de chacun des partenaires permettent à des comportements de répondre à des contrôles ou des normes.

Selon certains travaux, l'apport majeur du capital investisseur est d'ordre financier. Il s'agit en premier lieu d'un apport de fonds directement et indirectement grâce à un effet de signal jouant sur les prêteurs potentiels (Stéphany, 1994), en second lieu d'apports et conseils dans le domaine financier.

Inversement, selon l'étude de Rosenstein (1993), les entrepreneurs interrogés considèrent que la valeur apportée par les capital-investisseurs est plus importante lorsque ceux-ci ont une expérience opérationnelle que lorsqu'ils ne disposent que d'une expertise financière.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

D'autres travaux considèrent que l'apport principal des capital-investisseurs se trouve dans leur implication dans la formation de la stratégie de l'entreprise (Sapienza, 1996). Les compétences des capital investisseurs peuvent s'avérer plus limitées en ce qui concerne les aspects techniques de la production mais aussi pour certaines questions stratégiques qui nécessitent notamment une connaissance précise de l'environnement et du marché, ou concernant des domaines de gestion autres que financiers (GRH, Marketing, droit...). Pour ces questions, l'apport du capital investisseur peut être indirect et passer par l'intermédiaire de sociétés de conseil. Ça nécessite aussi un partenariat actif entre la PME et l'organisme de CI qui aura un impact positif sur le développement de celle-ci.

La confiance a été rapidement considérée comme un mode de coordination spécifique, alternatif au contrat. La littérature sur la confiance a eu l'immense avantage de souligner que la coordination ne peut se comprendre au travers des seuls aspects formels des contrats. Si une certaine confiance s'appuyant sur une convergence d'intérêts est nécessaire à la coordination interentreprises, il convient de la créer ou de la renforcer. L'un des moyens de le faire consiste à tisser des liens étroits entre les entreprises via la réalisation d'engagements crédibles « Credible Commitments ». La littérature empirique met plutôt l'accent sur leur très grande variété, sur la convergence d'intérêts qu'ils induisent et sur les gages d'une volonté coopérative qu'ils constituent.

Zucker (1986) distingue trois formes de confiance selon leur mode de production :

❖ « La confiance intuitu personae (*characteristic based trust*) qui est attachée à une personne en fonction de caractéristiques propres comme l'appartenance à une famille, une ethnie ou un groupe donné.

❖ La confiance relationnelle (*process based trust*) qui repose sur les échanges passés ou attendus en fonction de la réputation ou d'un don/contre don.

❖ La confiance institutionnelle (*institutional based trust*). Dans ce cas, la confiance est liée à une structure formelle qui garantit les attributs spécifiques d'un individu ou d'une organisation.

Ainsi, la littérature appliquée insiste sur le fait que, dans la réalité, la réussite de la coordination repose avant tout sur l'adoption de comportements coopératifs et non seulement sur la mise en oeuvre de dispositifs incitatifs.

2.4.3-Les avantages de l'instauration de la confiance entre capital investisseur et dirigeant

La confiance entre capital-investisseur et dirigeant émerge avec le temps et relègue ainsi le contrat à l'arrière-plan (P. Philippart, 2005). Elle offre les avantages suivants :

➤ *Favorisation de la coopération entre les deux parties* : Le niveau de la confiance accordée aux dirigeants a un effet sur la façon dont les capital investisseurs et dirigeants organisent leur travail en commun, en les incitant à investir dans la relation de partenariat un capital humain et financier sans cesse supérieur, réduisant par la même le risque de comportements opportunistes de part et d'autre (Charreaux, 1998).

➤ *Favorisation de la performance des groupes du travail* : Ceci est évident dans la confiance qu'accorde l'entrepreneur au capital investisseur.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

➤ *Réduction des coûts de contrôle* : les anticipations positives quant au comportement du partenaire propres à la relation de confiance accroissent la qualité des échanges d'informations et engendrent une plus forte implication des partenaires (capital investisseur et entrepreneur), ce qui permet aux firmes les plus dignes de confiance de réduire de façon importante le coût des mécanismes de contrôle. A titre d'exemple, l'intervention de la confiance dans la relation capital investisseur/entrepreneur, en réduisant l'importance des mécanismes formels de protection (*Audit ex-ante et ex-post*), se traduit par une diminution du taux de rentabilité interne « TRI » demandé. La confiance aboutirait ainsi à une baisse du coût du capital financier.

➤ *Réduction des coûts liés à l'enracinement des dirigeants*

La confiance instaurée entre les dirigeants et les capital-investisseurs facilite l'investissement en capital managérial spécifique et réduit les coûts liés à l'enracinement des dirigeants. Ainsi, un dirigeant dont la situation sera consolidée par la constitution d'un capital de confiance important aura moins de prédisposition à entreprendre des investissements d'enracinement visant uniquement à protéger le capital managérial et induisant une création de valeur inférieure.

➤ *Impact sur la création de valeur*

L'instauration de relations de confiance avec les différentes parties prenantes agirait sur la création de valeur en diminuant les coûts (coûts d'agence, coûts d'influence, coûts d'enracinement...) et en élargissant l'espace discrétionnaire des dirigeants, ce qui favoriserait la mise en œuvre d'une politique d'investissement plus rentable.

2.4.4-L'instauration de la confiance et les processus d'interaction

L'instauration de la confiance a un impact sur tous les processus d'interaction (reporting, conflits cognitifs, normes d'effort et utilisation des compétences) :

❖ *Confiance et fréquence d'interaction* : Les résultats de plusieurs travaux révèlent une corrélation positive entre la confiance accordée par les capital-investisseurs aux dirigeants et la fréquence d'interaction. En effet, il semble que la confiance aille de pair avec une plus grande implication des capital-investisseurs dans le suivi de l'entreprise.

❖ *Confiance et contenu du reporting ; confiance et respect des délais de reporting* : la confiance incite les partenaires à s'informer de façon ouverte et complète.

❖ *Confiance et conflits cognitifs* : la confiance semble favoriser l'émergence de conflits cognitifs. Elle incite les partenaires à exprimer leurs points de vue de manière ouverte même quand il y a désaccord sur une question ou sur la manière de la traiter.

❖ *Confiance et normes d'effort* : un travail plus conséquent est entrepris par les partenaires dans un climat de confiance. Donc, l'intensité de l'effort augmente avec l'instauration de la confiance, ce qui se répercute sur la performance de l'entreprise.

❖ *Confiance et utilisation des compétences* : l'instauration de la confiance incite chacun des partenaires à utiliser ses compétences et connaissances spécifiques sans rétention dans le travail commun.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

En résumant, l'instauration de relations de confiance entre les différents parties prenantes (en particulier entre les deux partenaires capital investisseur et entrepreneur) agirait favorablement sur la création de valeur en diminuant les différents coûts (coûts d'agence, coûts d'influence, coûts d'enracinement...) et en élargissant l'espace discrétionnaire des dirigeants, ce qui favoriserait la mise en œuvre d'une politique d'investissement plus rentable.

II.3-L'explication de l'instauration de la confiance dans la relation CI/E par la théorie de la justice procédurale

L'entrepreneur a besoin de ressources et d'informations pour développer son entreprise. Le CI est le meilleur moyen qui crée la valeur et réduit le risque de faillite. La meilleure relation entre le capital-investisseur et l'entrepreneur est celle qui engendre les coûts d'échange de l'information les plus bas, et contribue à l'efficacité et la productivité de l'entreprise. Si l'entrepreneur ressent l'injustice dans son traitement par le capital-investisseur, cela détruira leurs relations d'échange et aboutira à la perte des deux parties de la relation. En effet, une relation fondée sur un contrat social et économique a plus de chance de durer d'où l'intérêt d'une approche sociale pour comprendre la relation capital-investisseur/entrepreneur (T. Froehlicher, 1998).

3.1-Le modèle de KREPS

Le modèle de KREPS permet un éclairage pertinent à la fois sur la mise en place de la relation et son évolution. Selon ce modèle, le capital-investisseur se trouve face à deux alternatives, au terme de son évaluation :

- Une situation de référence (0,0) : le CI renonce à financer l'entreprise.
- Le CI finance l'entreprise, ce qui traduit une relation de confiance.

A ce niveau, c'est à l'entreprise de jouer : le respect de jeu par la réalisation d'un partenariat actif (situation 5,5), ou transgression du jeu de la confiance (par une politique de prélèvement, politique de sous-investissement, l'égoïsme l'opportunisme, l'asymétrie informationnelle..).

La figure ci-dessous nous renseigne parfaitement sur le jeu de la confiance selon le modèle de KREPS :

Figure n°6 : Modèle de KREPS



Source : Sapienza H et Korsgard M-A, « Procedural justice in entrepreneur /investor relations », Academy of management Journal, Vol 39, n°3, pp 544-574, 1996.

3.2-La coopération CI/E : Un processus socioéconomique

Sapienza et Korsgard (1996, op.cit) sont les deux premiers auteurs qui mettent l'accent sur les facteurs qui engendrent la confiance des investisseurs vis-à-vis des entrepreneurs. Ils ont proposé un modèle qui repose sur deux éléments du processus de décision qui influencent la perception de la justice procédurale. Il s'agit du feedback informationnel et l'influence du capital investisseur :

3.2.1-Le feedback informationnel

Une information unilatérale est une information morte, pour vivre, elle doit se transformer en communication, donner lieu à l'échange (Blanchet. J, 1992). Elle doit avoir un contenu important aussi bien en sens qu'en relation et permettre aux acteurs de communier dans une vision riche de la réalité.

La disponibilité de l'information pour chaque partenaire d'une relation de coopération est un catalyseur important pour la survie de cette relation. La répétition des feedbacks informationnels de l'entrepreneur est selon les penseurs de la justice procédurale un élément crucial dans la création d'un sens à la justice procédurale (Folger et Bies, 1989). Dans les différentes situations de décision, la fréquence des feedbacks améliore la perception de la justice procédurale même si les décisions sont défavorables (Folger et Konovsky, 1989). En outre, la fréquence des feedbacks informationnels engendre la confiance dans le pouvoir décisionnel et facilite l'acceptation des décisions (Folger et Konovsky, 1989, Op.cit). Selon Sapienza, les capital-investisseurs perçoivent la procédure de décision comme juste, si l'entrepreneur fournit une quantité suffisante d'informations. En effet, le capital investisseur juge la valeur symbolique et substantielle de l'information. En cas de satisfaction, il sera disposé à remplacer quelques mécanismes de contrôle par la confiance, et à réinvestir dans les futurs tours de table.

Sapienza a découvert que la confiance des capital-investisseurs dans le déroulement du processus décisionnel est affectée par la réticence des entrepreneurs à partager les informations. Ils perçoivent cette attitude comme une transgression des conditions du partenariat, et comme une menace de leurs intérêts. Au contraire, quand les dirigeants augmentent la fréquence des feedbacks informationnels, les capital-investisseurs voient cette attitude comme juste. Subséquemment, ils font confiance à la manière dont les entrepreneurs gèrent le flux d'informations. Pour Sapienza, cela aura un impact sur les activités de contrôle et de réinvestissement du capital investisseur. En effet, une bonne fréquence de feedback réduira d'un côté la fonction du contrôle exercé sur les entrepreneurs, et d'un autre côté l'incertitude du capital investisseur sur le futur de l'investissement le poussant à réinvestir dans un second tour.

Donc l'information et/ou la communication fait partie intégrante du processus et des échanges relationnels entre l'entrepreneur et le capital investisseur. La communication recouvre deux dimensions majeures : elle représente d'une part le partage réciproque de l'information entre partenaires d'échange et d'autre part, la validité et la qualité de l'information partagée. La plupart des chercheurs s'accordent à dire que la communication représente un aspect fondamental de la relation capital investisseur/entrepreneur. Toute mise en œuvre d'un partenariat de CI se doit, par conséquent, d'intégrer un processus de communication et d'échange d'information adapté.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

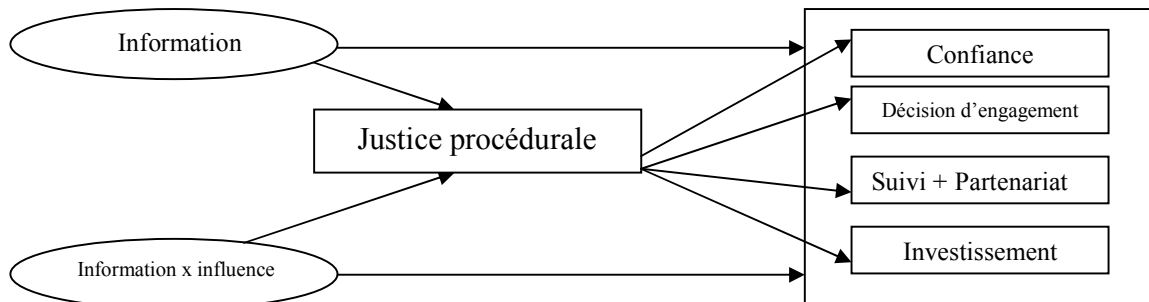
3.2.2-L'influence du capital-investisseur

Une panoplie d'études a constaté une influence des capital-investisseurs sur les choix stratégiques de l'entreprise financée (Desbrières 2001, Stéphany 1998). Leung (1990) affirme que le capital investisseur est sensible à la réaction des entrepreneurs aux suggestions et orientations stratégiques qu'il propose. Dans le cas où le dirigeant ignore ses conseils, le capital investisseur ressent la faiblesse de son pouvoir sur le déroulement de la décision, et à ce moment il se fixe sur le signal envoyé par les procédures décisionnelles. Plus l'influence est imparfaite, et plus le capital investisseur est vigilant par rapport à la procédure de décision. Dans ce cas, c'est la fréquence des feedbacks informationnels qui est importante pour la perception par le capital investisseur d'une justice procédurale dans sa relation avec l'entrepreneur (Sapienza et Korsgard, 1996).

Cette perception améliore en premier lieu la confiance dans la décision du dirigeant, en deuxième lieu le capital investisseur s'engage dans sa décision, en troisième lieu le niveau du contrôle sera réduit, et en quatrième lieu le capital investisseur sera motivé pour un réinvestissement futur.

Les différents déterminants de la justice procédurale sont récapitulés dans la figure ci-dessous :

Figure n°7 : Fondements de la confiance dans la relation CI/Entrepreneur



Source : Sapienza H et Korsgard M A, « Procedural justice in entrepreneur /investor relations », Academy of management Journal, Vol 39, n°3, pp 544-574, 1996, op.cit.

3.3-La perception par le CI de la justice procédurale

La Théorie de la Justice Procédurale « TJP » met l'accent sur la compréhension de l'impact des procédures de décision sur la relation intra-firme. Donc, le processus de décision affecte le comportement et les attitudes de ceux qui sont touchés par le résultat de la décision (Sheppard et al, 1992). Quand les individus ne peuvent exercer un contrôle direct sur le processus décisionnel, ils se focalisent sur les procédures de décision. Les individus jugent une procédure comme juste, si celle-ci protège leurs intérêts (Sapienza et Korsgard, 1996).

L'application de la théorie de justice procédurale dans la relation Capital Investisseur/Entrepreneur est intéressante pour plusieurs raisons :

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

➤ Elle permet de comprendre dans une relation, où une partie ne possède qu'un simple contrôle indirect (dans notre cas le capital investisseur), les mécanismes d'échange entre les deux parties (Gorman et Sahlman, 1989) ;

➤ Elle fournit les éléments de la procédure de décision qui permettent la perception de la justice procédurale. Ces éléments sont cruciaux pour la réussite de la relation capital investisseur/entrepreneur. Il s'agit de la fréquence des feedbacks informationnels, c'est-à-dire les informations utiles fournies par l'entrepreneur au capital investisseur pour le suivi de la performance de l'entreprise, et de l'influence de l'investisseur sur la prise de décision stratégique.

➤ Ces deux éléments sont présumés avoir un effet sur le comportement et les attitudes des investisseurs : la confiance dans l'entrepreneur, l'engagement dans leurs décisions stratégiques, la baisse du contrôle sur les entrepreneurs, et le réinvestissement dans les futurs tours.

3.4-La perception par l'entrepreneur de la justice procédurale

Sapienza (1989) considère qu'un grand niveau d'implication du capital-investisseur dans l'entreprise financée engendre une perception de la confiance chez l'entrepreneur. Barney et al (1998) ont appliqué les dimensions de la justice procédurale fournies par Gilliland (1993) pour déterminer les facteurs de la perception de justice chez les entrepreneurs dans leurs relations avec les capital-investisseurs. Ils ont identifié trois facteurs :

- la considération des capital-investisseurs des intérêts de l'entrepreneur dans la réalisation de la stratégie, ou ce qui est appelé « la représentativité » chez Gilliland (1993),
- les informations offertes par le capital-investisseur pour le développement de nouvelles idées (il s'agit de l'explication mesurée par la fréquence du feedback informationnel),
- la liberté des entrepreneurs à échanger les idées avec leurs capital-investisseurs (il s'agit du traitement interpersonnel mesuré par le respect).

Busenitz et Moesel (1998) ont identifié trois facteurs processuels qui sont à l'origine de la perception de la justice dans la relation capital-investisseur/entrepreneur : **1)** les mécanismes de gouvernance, **2)** les antécédents de l'entrepreneur, **3)** la santé financière de l'entreprise financée.

3.4.1-Les mécanismes de gouvernance

Les mécanismes de gouvernance dans l'approche de l'agence sont sensés protéger les intérêts du capital-investisseur en cas de conflit. Dans le cadre de la TJP, ces mécanismes sont susceptibles d'influencer la perception de la justice chez les entrepreneurs. Par exemple, en cas d'endurcissement de ces mécanismes, l'entrepreneur peut les considérer comme une punition ou bien comme une maltraitance (perception de la justice). En revanche, lorsque ces mécanismes sont allégés, la confiance de l'entrepreneur augmente.

3.4.2-Les antécédents de l'entrepreneur

En ce qui concerne les antécédents de l'entrepreneur, les auteurs avancent que l'expérience de l'entrepreneur et son apprentissage sont liées à sa perception de la justice procédurale.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Si le capital-investisseur ne prend pas en considération les intérêts de l'entrepreneur en élaborant sa décision, l'entrepreneur expérimenté est capable de détecter ce manque de considération, et peut sentir l'injustice dans cette décision « à acteur unique ».

3.4.3-Les conditions financières de l'entreprise

La santé financière de l'entreprise peut elle aussi influencer la perception de l'entrepreneur. En cas d'une bonne performance financière, l'entrepreneur sera confiant dans ses compétences et ses propres réseaux relationnels. Il va considérer l'intervention du capital-investisseur comme un superflu, et par conséquent, reçoit mal les avis et les suggestions du capital-investisseur. Par contre, en cas d'une mauvaise performance financière, l'entrepreneur recourt aux « bons conseils » du capital-investisseur et reçoit avec intérêt l'avis du celui-ci.

3.5-Les limites de l'étude de la relation CI/E par la TJP

3.5.1-Les lacunes conceptuelles

La justice procédurale présente de sérieuses lacunes conceptuelles (Kharbouche, 2006, op.cit). Les connaissances accumulées ne permettent pas de tirer des conclusions définitives quant aux éléments qui constituent la perception de la justice procédurale. En fait, elle comporte des aspects différents, et conséquemment, rend compte des réalités différentes selon la motivation du chercheur. La conceptualisation proposée par Sapienza ne saisit qu'un segment du concept, ce qui laisse planer certains doutes sur la validité de contenu (*content validity*). Le modèle théorique proposé par Leventhal ne présente qu'une collection de critères généraux, sans toutefois les identifier à des procédures particulières. Les études menées par Busenitz et Moesel mesurent la perception au moment du premier tour, ce qui ne permet pas une généralisation des résultats. De plus, ils ont observé leurs échantillons sans prendre en compte le critère de syndicalisation courant dans le CI.

Enfin, ce qui était oublié dans ces études est de savoir comment les membres à l'intérieur de la relation capital-investisseur/entrepreneur peuvent créer la valeur grâce à leur association.

3.5.2-La limite du champ d'application de la TJP

La TJP ne permet pas d'étudier la relation dans son intégralité puisqu'elle ne trouve son champ d'application qu'à partir du moment où la relation est déjà effective et occulte donc l'ensemble de la relation pré-investissement, là où les conflits d'intérêts, l'opportunisme, et l'asymétrie d'information sont les plus importants. C'est le cas par exemple du capital-amorçage et capital-risque. A ce stade, les multiples interactions sociales nécessaires à la réalisation de la coopération entre le financier et l'industriel ne sont pas encore réunies. La coopération qui en découle de ces phases de pré-investissement est décrite souvent comme un contrat discret. Par contre, la TJP retrouve toute son utilité dans les phases de post-investissement : le capital-développement et le capital-transmission. En effet, le lien qui s'établit entre les deux parties (capital investisseur et entrepreneur) à travers la manifestation d'une « bonne volonté » mutuelle conduit à la genèse de la confiance. Cette dernière apporte sa pierre à l'édifice en contribuant à faire perdurer les liens au-delà de l'exécution du contrat, et peut par conséquent être qualifié de « relationnel ».

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

La pratique de la coopération Capital Investisseur/Entrepreneur s'inscrit dans un contrat relationnel au sens de I. R. Mac Neil en opposition avec le contrat discret (Persais E, 2006). Alors que le contrat discret possède un commencement datable, une durée fixe et une échéance annoncée dès l'exécution du contrat, le contrat relationnel peut présupposer des relations antérieures, l'échange est plus long et continu. Les obligations du contrat discret dépendent des règles en vigueur, d'obligations standardisées, celles du contrat relationnel sont produites à travers la relation. C'est le jeu de la réciprocité (stratégie gagnant/gagnant ou « win/win »), c'est-à-dire d'un avantage octroyé qui produit une obligation de rendre dans le futur, qui assure la stabilité et la durabilité de la situation. L'information concernant la crédibilité et la fiabilité d'une entreprise en tant que partenaire, de ses opérations et opportunités suscite une confiance accrue dans l'entreprise-partenaire, simultanément, la probabilité d'un nouveau tour de financement va augmenter.

Donc, l'approche de la justice procédurale peut contribuer au dépassement de certaines des hypothèses simplificatrices des modélisations théoriques formelles des problèmes d'agence, comme celles ayant trait à la révélation ou non de l'information. Cependant, la théorie de la justice procédurale s'intéresse au processus et non au résultat (Wright, 2002). Donc, il peut y avoir une grande confiance entre les différents partenaires, mais la performance de l'entreprise peut être sous-optimale. En outre, les approches se référant à la justice procédurale n'ont pas intégré les résultats des travaux réalisés dans le cadre de la théorie de l'agence sur le lien existant entre les perceptions des compétences de l'entrepreneur et les modes de contrôle (Kharbouche, 2006).

II.4-La théorie de la coopération « Stewardship theory »

4.1-La genèse de la théorie de l'intendance

La théorie du stewardship a été développée pour la première fois dans la psychologie et la sociologie. Elle a été proposée, à partir de 1989, par Donaldson et Davis, pour étudier les situations dans lesquelles l'exécutif tels que l'intendant « le steward » est enthousiaste d'agir dans l'intérêt de son principal. Dans cette théorie, l'agent économique modèle est basé sur un intendant qui donne la primauté à l'intérêt général de l'organisation, aux intérêts collectifs, sur ses intérêts personnels. En effet, selon les hypothèses de la théorie de l'intendance, le steward est une personne qui affiche un comportement collectif au lieu d'un comportement individualiste (opportuniste). Il considère que sa réussite et son épanouissement sont tributaires de la réussite de l'organisation. Il tire donc sa satisfaction en agissant dans l'intérêt de l'organisation. Dans ses rapports avec les différentes parties prenantes de l'organisation, il développe un comportement coopératif au lieu d'une stratégie de désistement. En fait, il ne distingue pas ses propres intérêts des intérêts de l'organisation. Subséquemment, au cas où ses intérêts et ceux de ses partenaires divergent, il privilégie une stratégie de coopération et de partenariat. Ainsi, les différences et les divergences d'intérêts vont être le résultat d'un désagrément de bonne foi et non pas une sorte d'égoïsme (Bruton, 2000). Le steward a pour principal objectif la satisfaction des intérêts de tous les actionnaires en améliorant la performance de l'organisation.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Toutefois, cette explication ne signifie pas que le steward n'a pas des besoins de survie. Indubitablement, il doit avoir un revenu pour survivre. Pour lui, il s'agit de faire un arrangement entre ses propres besoins personnels et les objectifs de l'organisation (Il croit à l'intersection des deux).

Davis et Donaldson et Schoorman (1997) ont présenté un modèle suggérant les facteurs situationnels et psychologiques qui prédisposent les individus à une relation d'agence ou à une relation de *stewardship*. Si la théorie de l'agence apparaît particulièrement bien adaptée dans des situations où les cadres affichent des comportements individualistes et de maximisation de leur propre fonction d'utilité, la théorie du *stewardship* ne l'est pas moins pour des situations où l'entrepreneur donne la primauté à l'intérêt général. Les questions de l'appropriation et de la répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes ne sont donc pas primordiales dans la théorie du *stewardship* (Davis et Donaldson et Schoorman (1997)).

Dans de telles circonstances, la théorie de l'agence devient contre-productive, si l'on admet que certains systèmes de contrôle du dirigeant, mis en place dans une optique d'agence, peuvent ébranler le comportement pro-organisationnel du steward en diminuant sa motivation. La théorie du *stewardship* argue que la performance d'un steward est affectée par les structures de gouvernance mises en place. En fait, la latitude discrétionnaire du steward ne doit pas être systématiquement limitée, mais bien au contraire étendue (Davis et Donaldson, 1991). Selon Donaldson et Davis le dirigeant (entrepreneur) doit avoir de plus le poste du président du conseil d'administration. Ils confirment que, contrairement à la théorie de l'agence, cette dualité de fonction améliore la rentabilité des actionnaires (en termes du ROE). Ainsi, il faut encourager les structures qui unifient les commandes dans les mains d'une seule personne (cumul des fonctions). Dans cette perspective, les coûts d'agence sont réduits en raison de l'alignement des intérêts du principal et du steward.

4.2-La théorie de l'intendance comme alternative à la théorie de l'agence

Il est tentant d'essayer d'expliquer la relation Capital Investisseur/Entrepreneur en utilisant la théorie de l'intendance (Donaldson & Davis 1991) et de voir si elle comble les lacunes observées précédemment notamment dans la phase post-investissement. Elle représente une approche antithétique à la théorie de l'agence en présentant l'intendant un peu comme l'opposé de l'agent. Au lieu d'essayer de « trahir » le principal comme en est soupçonné l'agent, l'intendant adopte un comportement centré sur l'organisation cherchant à en améliorer les performances et à satisfaire le principal. Il peut privilégier les intérêts de l'entreprise et du principal au détriment de ses intérêts personnels. L'intendant (l'entrepreneur) maximise sa fonction d'utilité quand ses objectifs sont convergents avec ceux du principal (le capital investisseur).

La théorie de l'intendance est le cadre théorique le plus approprié pour comprendre la relation Capital Investisseur/Dirigeant de PME familiales. En effet, le dirigeant d'une entreprise familiale même si il fait appel à un capital investisseur, sera toujours indissociable de son projet étant donné que sa réussite dépend de la performance de l'entreprise. La fonction d'utilité de l'entrepreneur et celle du capital investisseur se rejoignent dans l'intérêt collectif de la performance de l'entreprise.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Dans ce sens, l'entrepreneur (surtout dans le cas des PME) a pour intérêt personnel que son entreprise réussisse. Néanmoins, même si les objectifs des deux parties sont convergents, il existe un conflit potentiel lié à la façon de les traduire en termes de décisions et d'orientations stratégiques. L'entrepreneur et le capital investisseur recherchent tous les deux la réussite de l'entreprise mais ils peuvent diverger sur la manière d'y parvenir.

Confronté au risque d'insatisfaction de la part du capital investisseur, le steward doit être toujours à l'écoute de celui-ci.

4.2.1-La relation capital-investisseur/entrepreneur à la lumière de la théorie du stewardship

Pour la théorie de la coopération, les actionnaires (capital investisseurs) et les dirigeants trouvent un avantage mutuel dans la coopération. La principale critique adressée à la théorie de l'agence est qu'elle considère la relation entre les contractants comme étant antagoniste. Néanmoins, cette relation peut être coopérative. Le contrôle et la surveillance dans ce cas sont basés sur la négociation et le consensus. Selon la stewardship theory, les relations de coopération peuvent permettre un contrôle efficace et non offensif des dirigeants (Donaldson, 1990). Dans le modèle du capital investissement, la relation traditionnelle d'agence entre mandant (capital investisseur) et mandataire (entrepreneur) se transforme en une relation de partenariat et de coopération. Le caractère flexible et amical du contrôle remplace ainsi son caractère offensif.

Autrement dit, pour comprendre les relations de surveillance entre les entrepreneurs et les capital-investisseurs, la théorie de l'agence requiert des adaptations étant donné les caractéristiques particulières du capital investissement. En général le cadre légal est à même de faciliter les relations d'affaires. Ainsi le droit des contrats spécifie-il un assemble d'arrangements dans le cadre desquels les biens et services peuvent être échangés contre de l'argent. La reconnaissance universelle de ces normes, soutenue par des sanctions, réduit le coût de rédaction des contrats complexes. La théorie de l'intendance est susceptible d'offrir des développements complémentaires à la théorie principal-agent associé aux problèmes contractuels. L'intendant cherche l'intérêt de l'organisation en se conformant aux clauses du contrat.

Dans le cadre de la théorie de l'intendance, la probabilité de la coopération entre le capital investisseur croit avec : le resserrement des contraintes de temps ; l'augmentation du rendement de la coopération ; l'augmentation de la qualité et de la fréquence de la communication ; la préexistence d'une relation sociale ou d'affaires positives ; des similitudes démographiques ; la congruence des valeurs sur le travail et l'égalité perçue quant au pouvoir ; la répartition des obligations entre les parties ; l'évaluation en plusieurs étapes de la performance ; le degré de générosité exprimé par une partie envers l'autre ; et le recours à des pénalités sanctionnant les comportements non coopératifs.

A la lumière de ces développements, il apparaît nécessaire d'élargir à un cadre multithéorique l'étude du processus de surveillance de l'entrepreneur par le capital investisseur. En effet, la théorie de l'agence, la théorie de la justice procédurale et la théorie du stewardship offrent des perspectives complémentaires et non antagonistes pour l'analyse de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

4.2.2-L'applicabilité de la théorie du *stewardship* à l'analyse de la relation Capital-Investisseur/Entrepreneur

La théorie de l'intendance a été proposée pour pallier les insuffisances théoriques et empiriques de la théorie de l'agence dans l'explication de la relation Capital-Investisseur/Entrepreneur. En effet, cette théorie se propose de fournir des explications approfondies de cette relation.

En d'autres termes, la théorie de l'intendance a été proposée comme une alternative à la théorie de l'agence pour donner des explications à la relation Capital-Investisseur/Entrepreneur une fois les objectifs du capital investisseur et de l'entrepreneur sont alignés (une fois dépassée la phase de création). Contrairement à la théorie de l'agence, la théorie de l'intendance suppose que les objectifs du principal et de l'agent sont alignés. L'individu est présenté comme étant attaché à son amour propre, recherchant la réalisation personnelle et le succès de l'organisation.

Cependant, les auteurs n'entrevoient cette théorie que lorsque les objectifs du *steward* (l'entrepreneur) sont calqués sur ceux du principal (capital-investisseur). Par conséquent, la théorie de *stewardship* ne peut être appliquée que lorsque les partenaires partagent des objectifs alignés, c'est-à-dire lorsque leur accord est signé et contractualisé par un pacte des actionnaires (Dans la phase de post-investissement).

Si des tendances de comportement d'agence avant que le capital-investisseur n'investisse dans l'entreprise (pour se prémunir du maximum de risque avant de prendre sa décision d'investissement) sont dénotées, la nature de leur relation semble évoluer une fois l'investissement opéré, tendant vers une vraie relation partenariale^(*). En fait, après l'investissement rien ne suppose une divergence des intérêts entre le capital-investisseur et l'entrepreneur.

De façon implicite, la théorie de l'intendance n'a pas la capacité d'expliquer le comportement affiché par l'entrepreneur avant que le capital-investisseur décide d'apporter son concours financier à l'entreprise car les intérêts des deux parties (le capital investisseur et l'entrepreneur) ne sont pas encore alignés, voire ils sont diamétralement opposés. En effet, avant d'investir dans le projet, l'objectif du capital-investisseur est d'éviter une mauvaise décision d'investissement (le choix du mauvais projet) ou ce qui est appelé dans le jargon de la théorie de l'agence « la sélection adverse ou l'anti-sélection », tandis que l'objectif de l'entrepreneur est d'assurer le succès de l'entreprise en sélectionnant le financement le plus adéquat (la meilleure structure financière) au développement de celle-ci. Les défenseurs de cette théorie reconnaissent qu'elle n'est pas applicable à la phase pré-investissement en raison de la divergence d'intérêt entre le capital investisseur et l'entrepreneur.

* - Le monde des affaires voit s'affronter deux modèles de gestion (supposés) antagonistes : le modèle de la *shareholder value* (valeur actionnariale) et celui de la *stakeholder value* (valeur partenariale). Charreaux et Desbrières (1998) démontrent que le premier modèle est trop restrictif pour bâtir une théorie pertinente de la gouvernance des entreprises. Selon eux, il est difficile d'identifier les véritables mécanismes de création de valeur en s'intéressant uniquement aux actionnaires (les capital-investisseurs) et aux modalités de contrôle qu'ils exercent sur les dirigeants. Les auteurs proposent donc d'abandonner ce modèle au profit du second plus à même de rendre compte des influences qui s'exercent au sein de l'organisation et qui aboutissent à la création de la valeur désormais entendue au sens large. La théorie de l'intendance s'inscrit beaucoup plus dans ce deuxième modèle qui cherche à créer de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise.

4.3-Les limites de l'apport de la théorie du stewardship à la compréhension de la relation capital investisseur/entrepreneur

Selon H. Kharbouche (2006), la théorie de l'intendance n'est pas la mieux indiquée pour analyser succinctement la relation Capital Investisseur/Entrepreneur. En effet, l'intendant est décrit de façon trop positive, des fois même utopique, toujours prêt à s'effacer devant les intérêts de l'entreprise et du principal.

Donc, les propositions de la théorie de l'intendance sont insuffisantes pour expliquer la dynamique de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur compte tenu des spécificités du capital investissement. Comme nous l'avons souligné dans le premier chapitre de ce mémoire, le capital investisseur est un actionnaire particulièrement impliqué auprès du dirigeant de l'entreprise à laquelle il a apporté son concours financier. Cette implication caractérise une situation dans laquelle peuvent se développer les connaissances et compétences apportées par le capital investisseur, par leur complémentarité avec celles du dirigeant opérationnel. La prise en considération de ces éléments constitue selon nous un élément riche d'explication de la dynamique de l'entrepreneuriat et du processus de création de valeur en vigueur dans le processus de financement par capital investissement.

L'explication de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur par la théorie du stewardship a deux principales limites : en premier lieu, une analyse trop focalisée sur le capital investisseur, et en deuxième lieu, l'idéalisation de l'entrepreneur (Kharbouche H, Op.cit, p. 12) 2006).

4.3.1-Une analyse focalisée sur le capital investisseur

En se basant sur des hypothèses comportementales différentes de celles de l'agence, la théorie du stewardship fait une description des situations dans lesquelles les managers (entrepreneurs) ne sont pas motivés par la poursuite de leurs intérêts personnels, plutôt que de définir les stewards qui ont des motivations identiques à celles de leur principal (Capital Investisseur). En ce sens, la théorie de l'agence est mieux indiquée pour déterminer les causes de l'alignement des objectifs des deux parties (Entrepreneur et Capital Investisseur) puisqu'elle reconnaît que chacune d'entre elles est motivée par des intérêts propres.

L'alignement des partenaires implique une subordination de l'entrepreneur à l'investisseur, puisqu'il sera son steward. Cependant, l'entrepreneur se comportera toujours comme un propriétaire de l'entreprise même s'il cède une partie de son patrimoine. En fait, il est une composante clé de la réussite de son projet ; c'est une valeur en lui-même, à considérer, car il est plus qu'un actionnaire dirigeant : il est le projet. Ainsi, toute subordination semble exclue par nature.

Autrement dit, la théorie du stewardship est centrée essentiellement sur la relation Capital Investisseur/Entrepreneur du point de vue du capital investisseur, alors que le premier acteur de ce projet est bien chronologiquement le porteur du projet, qui met son idée sur le papier avant de trouver le financement adéquat. Elle met l'accent seulement sur les intérêts du capital investisseur en oubliant ceux de l'entrepreneur, alors que dans la majorité des cas le dirigeant de la PME est son fondateur. Ce dernier ne va pas abandonner tout intérêt personnel.

4.3.2-L'idéalisation de l'entrepreneur

Une autre critique adressée la théorie du stewardship réside dans le fait qu'elle dessine une image rose, utopique de l'entrepreneur. Cette image renvoie à une conception progressive de l'individu qui rappelle celle de « la théorie Y » de Mac Gregor. L'individu y apparaît coopératif, actif, digne de confiance, alors qu'il est difficile de théoriser sur le fait que les capital-investisseurs et les entrepreneurs sont en permanence sur la même longueur d'onde, et ont donc le même objectif commun ; ces variables sont en effet extrêmement difficiles à théoriser, surtout avant la contractualisation du partenariat.

II.5-Le CI met en jeu plusieurs formes de coordination : Un essai d'analyse par la théorie des conventions

L'analyse historique du capital investissement, commentée dans le premier chapitre, et l'observation des pratiques de coordination des acteurs, dans ce chapitre, nous amène à analyser le capital investissement sous l'angle de la théorie des conventions. L'existence d'un creux bancaire montre les limites du système bancaire traditionnel. Les réponses proposées par le capital investissement compilent des dimensions marchandes et non marchandes. Face aux difficultés d'interprétations du capital investissement dans les cadres d'analyse classique et néoclassique, l'utilisation de la théorie des conventions semble pertinente pour interpréter cet objet. Nous proposerons quelques pistes de réflexion qui méritent d'aller plus loin dans d'autres recherches.

5.1-La genèse du courant conventionnaliste

Ce courant s'est développé, spécialement en France, à partir de la fin des années quatre-vingt. Ces principaux contributeurs sont A. Orléan, J. Tirole, O. Favereau et B. Montmorrillon. Le premier dans son introduction à l'ouvrage collectif « Analyse économique des conventions » (1993), propose le champ d'analyse de cette théorie : « il s'agit de développer une analyse des économies capitalistes qui reconnaît le rôle essentiel joué par les formes non marchandes de coordination, de production et d'allocation des ressources » (p. 13). J. Tirole, dans sa Théorie de l'organisation industrielle (1988, p.7), explique nettement son champ d'investigation : « je traite les entreprises comme des unités de décision individuelles qui maximisent leurs profits. (J'ai écarté les problèmes du contrôle des dirigeants d'entreprise par les actionnaires, les banques, ou les marchés financiers. La délégation et le contrôle au sein de l'entreprise sont également ignorés ».

5.2-Présentation de la théorie des conventions

5.2.1-Le concept de convention

La définition précise du concept de « convention » n'a pas été donné dès l'émergence de la théorie dans le numéro spécial de la Revue Economique (1989, p.142) : les uns parlent de sens commun, les autres de système de connaissance, de représentations, ou encore de structure d'informations. Cette diversité est due à la divergence et à la multiplicité des centres d'intérêts des auteurs fondateurs qui tantôt travaillent sur l'emploi, tantôt sur la qualité et tantôt sur la rationalité.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Cinq ans plus tard, dans l'ouvrage collectif déjà cité, le concept se précise. A. Orléan (1994, p. 2) s'appuie sur une définition de D. Lewis : « une convention est une régularité R dans le comportement des membres d'une population P, placés dans une situation récurrente S, si les six conditions suivantes sont satisfaites :

- Chacun se conforme à R,
- Chacun croit que les autres se conforment à R,
- Cette croyance ...donne à chacun une bonne et décisive raison de se conformer lui-même à R,
- Chacun préfère une conformité générale à R,
- R n'est pas la seule régularité possible satisfaisant les deux dernières conditions,
- Les conditions précédentes sont « connaissance commune ».

5.2.2-Hypothèses et postulats

L'école des conventions est une approche critique de la théorie dominante. Elle aspire à démontrer que la coordination marchande n'est pas capable d'expliquer seule le fonctionnement de l'économie. Une des hypothèses est que « l'accord entre des individus, même lorsqu'il se limite au contrat d'un échange marchand, n'est pas possible sans un cadre commun, sans une convention constitutive » (Dupuy et al., 1989, p. 142). En ce sens, la convention est un postulat dont la nécessité découle de l'incapacité de la logique marchande à rendre compte de plusieurs situations économiques caractérisées par l'interaction durable entre acteurs (indétermination concurrentielle, concurrence oligopolistique, coopération et hiérarchie) (G. Koenig, p. 179).

L'école des conventions rejette les hypothèses de la modélisation néoclassique, en premier lieu, l'abstraction de l'agent à une fonction d'utilité. L'introduction des rapports sociaux dans l'analyse économique a pour conséquence de questionner la qualité des modèles d'interprétation néo-classiques.

Les hypothèses centrales de l'école des conventions sont la rationalité limitée (Simon, 1976), l'incertitude de l'environnement et l'interdépendance des agents économiques (*). Face à l'hypothèse selon laquelle l'agent cherche à maximiser sa fonction d'utilité, H. A. Simon caractérise les agents comme des individus limités par leurs capacités cognitives. Par conséquent, il est possible de remettre en cause la capacité des agents à contracter librement des échanges, dans la mesure où les agents ne sont pas en mesure de traiter toute l'information disponible, ou totale. Basée sur les travaux de F. Knight, l'école des conventions suppose que les échanges s'organisent dans un environnement incertain. Cette incertitude remet en cause le caractère volontaire de l'échange dans le marché. Surmonter l'incertitude est possible par la construction de conventions collectives (Thévenot, 2003). La coordination, passe par des règles, des institutions et des normes. Dans cet environnement incertain l'agent utilise d'autres mécanismes que ceux du marché et des prix pour réaliser ces échanges.

* - Les auteurs du modèle conventionnaliste remettent en cause l'autonomie de l'acteur. Pour eux, les agents économiques ne sont pas comme des petits pois dans une marmite (Blanchet J, 1992). A partir du moment que le choix de l'ego est incertain (il dépend des comportements des uns et des autres en t+1), chacun donne la raison de son comportement d'après la convention qu'il mobilise, ce qui donne une pluralité de rationalités. L'entreprise se définit comme une « convention d'effort ».

5.2.3-Les composantes d'une convention

Dans une situation marquée par l'incertitude, la décision ne peut s'opérer par des calculs rationnels, ce qui nécessite de s'appuyer sur des repères : des énoncés, des personnes, des objets, et des repères spatiaux et temporels.

A l'origine d'une convention se trouve donc une situation marquée par l'incertitude, c'est-à-dire une situation complexe, qui comporte différentes composantes, différentes facettes dont les individus ne peuvent pas connaître avec exactitude l'évolution future (et pas plus d'ailleurs en recourant à des jugements de probabilité). Cette incertitude les met dans l'impossibilité de décider de manière rationnelle, c'est-à-dire de décider en définissant quels sont leurs intérêts, en procédant à un calcul des coûts et des bénéfices liés à chaque alternative possible, et en choisissant la plus avantageuse pour eux.

Dans ce contexte d'incertitude et face à cette difficulté de poser un choix rationnel, les individus ont forcément besoin de repères pour fonder leurs décisions. Des repères de différentes natures : des énoncés explicites mais aussi des repères liés à la présence de certaines personnes et aux comportements qu'elles adoptent, des repères liés à la présence de certains objets dans la situation et enfin des repères qui ont trait à l'organisation de l'espace et du temps.

5.3-Adéquation entre le cadre d'analyse, la théorie des conventions, et le CI

5.3.1-Le CI et la théorie des conventions

L'école des conventions se veut une théorie explicative du fonctionnement d'un groupe d'individus aux intérêts contradictoires et ceci « *afin de comprendre comment se constitue une logique collective et quelles ressources elle doit mobiliser pour se stabiliser.* » (Orléan, 1994). Cette contradiction d'intérêts dans la relation capital-investisseur/entrepreneur est soulignée par la théorie de l'agence. Il s'agit alors pour les participants à la convention de trouver une référence, un jugement commun dépassant ces enjeux contradictoires et les singularités de personnes.

Le CI a pour objet de répondre à des besoins de financement non satisfait par le secteur bancaire. Les financements accordés sont très risqués étant donné la fragilité de la situation économique des promoteurs de projet et la nature du projet. L'incertitude est forte, raison de désistement des banques commerciales. Le CI réduit cette incertitude par un service d'accompagnement dans lequel le porteur de projet et le l'OCI sont pro-actifs. La participation du capital investisseur est déterminante à la réussite du projet. Il existe de fortes interactions entre l'OCI et l'entreprise financée dans laquelle la dimension marchande s'amointrit au profit d'une dimension non marchande (confiance, valeurs partagées...).

Par ailleurs, l'activité de CI engendre des asymétries d'information qui ont un coût important. Les décisions des agents sont donc limitées à leurs capacités cognitives. Le CI met en place des stratégies qui réduisent ces coûts et offrent une information de meilleure qualité. Ces stratégies sont basées sur des notions de confiance, de partenariats. Par ailleurs, l'observation des acteurs fait apparaître l'importance de la notion de service (gestion active) dans le CI. Ce service se caractérise par une participation du financeur et l'importance de la relation entre les deux parties.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Face à l'insuffisance du marché bancaire traditionnel, le CI propose une alternative à la coordination concurrentielle, qui prend en compte les dimensions marchande et non marchande de l'échange. La théorie des conventions propose un cadre d'analyse qui met en lumière la pluralité des formes de coordination.

Venons-en aux composantes de la convention et commençant par les caractéristiques des objets. Certains sont très spécifiques : on remarque notamment que lors de la prise de décision d'octroi d'un financement à un entrepreneur, le comité de décision se réfère certes à un business plan contenant une série d'informations qu'il a récoltées lors des entretiens avec l'intéressé, mais le métier du CI s'appuie sur les hommes et les idées innovatrices plutôt que sur l'analyse statistique et l'analyse des ratios. En d'autres termes, le métier de CI est fondé sur des critères qualitatifs. Les concours en fonds propres s'opposent aux prêts bancaires, en ce sens qu'ils ne sont pas assortis de garanties. Les meilleures, et uniques garanties, sont la qualité de l'équipe dirigeante et la qualité du projet à financer.

Les objets sont eux aussi tantôt plus « grands » tantôt plus « petits ». Ainsi, une visite aux locaux de l'entreprise cible en présence de ses propriétaires est plus grande qu'un éventuel logiciel qui permet d'encoder des données envoyées par ce même client. Les objets ont entre eux certains liens : ainsi, le formulaire, qui consigne des informations plus objectives est complémentaire avec la visite des locaux de l'entreprise candidate qui permet de prendre en compte des impressions plus subjectives.

Du point de vue de l'espace, nous intéressons à la manière dont l'OCI conçoit et organise l'espace externe (on pourrait aussi s'interroger sur la manière dont il organise son espace interne), en revenant sur la question des filiales. Au début, l'OCI fonctionne au départ d'un seul bureau, il cherche ensuite à ouvrir des succursales dans quatre d'autres régions du pays. Cette création de filiales manifeste une conception relativement large de l'espace (à la mesure sans doute de la « largeur » du problème du financement des PME auquel le capital investisseur essaie d'apporter des remèdes).

Pour ce qui est du temps, on s'intéressera au rapport au temps très particulier qui est impliqué dans la technique de capital investissement. Les OCI recourt en effet généralement à ce qu'on appelle le financement par étapes. Dans la majeure partie des cas, les capital investisseurs financent rarement d'un seul coup (*up front financing*), mais plutôt par étapes. Cette technique réduit le risque d'asymétrie d'information et permet aux investisseurs de se retirer en cas d'échec et de résultats médiocres de l'étape précédente (option d'abandon) ou de continuer dans le cas où les objectifs du plan de développement sont atteints. En effet, l'OCI acquiert d'abord une participation minoritaire. Celle-ci permet à l'OCI de se faire une idée du comportement de l'entrepreneur. En cas de résultats probants, des fonds plus importants sont ensuite accordés, etc. Cette technique devrait également permettre à l'entrepreneur de se familiariser progressivement avec le capital investisseur et avec ses exigences de rentabilité ; elle devrait enfin lui apprendre à faire des projections dans le temps (même si ceci est loin d'être toujours le cas). On voit toute la conception du temps qui est engagée dans cette technique de financement : accent mis sur la durée, appui sur les actions présentes pour structurer progressivement des opérations futures, etc.

5.3.2-Les principales règles conventionnelles du marché du capital investissement

Les intermédiaires non financiers du marché du CI participent à la mise en place de règles conventionnelles en fournissant des conseils, qui se transforment en règles qui structurent ou « formatent » la demande. Ainsi le rôle des avocats d'affaires dans l'organisation des échanges sur le marché du CI est de diriger les entreprises en démarrage vers les organismes de CI appropriées. Ce faisant, ces conciliateurs construisent des typologies de demandeurs de CI et encouragent ceux qui cherchent des financements à se conformer à ces modèles. Cet arbitrage structure l'ensemble de l'information, non seulement en présélectionnant les participants, en leur communiquant les normes à suivre mais aussi en sanctionnant les comportements déviants.

Parmi ces conventions, l'établissement d'un business plan selon des critères standard bien établis est une condition sine qua non à l'entrée sur le marché du CI. La pratique de l'investissement graduel, c'est-à-dire par apport séquentiel de capitaux, participe au formatage de la demande : à chaque phase, de nouveaux fonds sont alloués seulement si certains objectifs intermédiaires (*milestones*) sont atteints. En conséquence, les entrepreneurs ajustent leur comportement stratégique selon les critères des investisseurs. Les conventions du marché du CI amènent l'entrepreneur à envoyer des signaux objectifs de qualité. Par exemple, dans le secteur des biotechnologies, les entrepreneurs sont amenés à publier, déposer des brevets et établir des contrats avec les grandes entreprises pharmaceutiques. Ces signaux réduisent l'incertitude et facilitent la coordination dans la mesure où ils orientent les attentes des acteurs concernant les innovations et les objectifs de l'entreprise et, en conséquence, favorise leur convergence.

5.3.3-Enjeux sur les formes de coordination du capital investissement

Le CI préfigure d'un changement dans le secteur bancaire classique par une remise en cause des règles établies. Dans ce sens, il est possible d'émettre des pistes de réflexion sur les stratégies mises en œuvre par le capital investisseur. Au-delà des critères de solvabilité, le capital investisseur accorde des financements en fonction d'une relation interpersonnelle CI/E, dont l'existence augmente la probabilité de l'établissement d'accord de financement. Cette relation repose sur une confiance organisationnelle formelle ou informelle, selon les structures, surtout dans les phases qui dépasse celle de la création (développement, transmission...). Cette confiance est endogène au processus et se construit dans le temps. Cette relation permet de prendre en compte des critères de sélection extra-économiques sur le porteur de projet, l'utilité sociale du projet ou la protection de l'environnement.

L'acteur suit la régularité non pas parce qu'il y croit mais parce qu'elle est suivie par les autres. Dès lors, s'établit deux types de mimétismes des investisseurs (Orléan, 2001). D'une part, le « mimétisme normatif » traduit l'acceptation par un investisseur de l'opinion majoritaire de ses pairs, il s'agit de se conformer aux normes reconnues par le groupe majoritaire. Lavigne (2004) en donne l'illustration avec les décisions d'investissement opérées dans le secteur de la « nouvelle économie » en 1999-2000 : « *il s'agit d'investir dans ce secteur d'activité car tout le monde y investit et ce faisant le mouvement d'achat provoque une hausse du cours des titres et conforte l'attitude mimétique des investisseurs* ».

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

D'autre part, le « mimétisme informationnel » est la résultante d'un processus d'imitation des autres investisseurs car ceux-ci disposent d'un avantage informationnel, ce qui entraîne l'adoption du même comportement d'investissement que celui du groupe supposé être mieux informé.

5.3.4-La confiance sous le regard des conventions

Les approches conventionnalistes apportent un éclairage sur cette notion de collectif partagé : la confiance n'est plus seulement le fruit d'un calcul ou de la nécessité bien comprise par des acteurs rationnels de coopérer, mais elle tient à l'existence de normes collectives qui permettent le maintien des échanges (Fray A. M et J. Y Saulquin, 2005).

Un savoir partagé réduit l'incertitude sur les comportements et permet d'accorder une confiance a priori nécessaire aux échanges, compte tenu de la rationalité limitée et du caractère incomplet des contrats (Baudry B, 1994).

L'économie des conventions insiste sur les conditions de réalisation des processus d'apprentissage collectifs (Favereau, op.cit). La notion de coopération, autour d'un objectif partagé est alors mise en avant.

Dans les organisations, les sources de confiance peuvent se traduire concrètement par :

- Une confiance dans les valeurs partagées (Gomez P-Y, 1996), dans un projet commun ;
- Des règles de gestion du personnel qui favorisent l'instauration de la confiance par la perception d'une justice procédurale ;
- Des mécanismes formels (indicateurs de qualité du travail, points périodiques de performance).

5.4-Les mérites de la théorie des conventions

P Y Gomez ne cherche pas à condamner le modèle libéral, mais il est en faveur d'un mode de pensée alternatif ; en l'occurrence ; le modèle conventionnaliste de l'entreprise. F. Cochoy (1999) reconnaît à la théorie des conventions les apports et les mérites suivants :

- La définition endogène de l'entrepreneur comme créateur et animateur de la dynamique conventionnelle.
- L'information est dépendante du cadre conventionnaliste. Les conventions fonctionnent comme « écrans information »^(*). Il n'y a plus d'information neutre et homogène ; l'information est toujours enchâssée dans un cadre conventionnel.
- La compréhension des solidarités humaines dans l'entreprise autour de la mobilisation individuelle de conventions partagées. A l'intérieur de la firme la coordination des activités au moyen de l'ajustement classique par les prix est suspendue au profit d'un management par les conventions communes.
- La notion d'interdépendance entre les acteurs. Autrement dit, la notion de confiance n'est pas un comportement (coopération), ni un choix (prise de risque), mais une condition psychologique sous-jacente à de telles actions.

* - Cadres cognitifs présélectionnant les informations pertinentes et évitant aux acteurs le coût d'une évaluation exhaustive de tous les éléments susceptibles d'être pris en compte pour choisir (Cochoy, 1999, op.cit).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

➤ Une explication de la dynamique des organisations, grâce à la double prise en compte des mécanismes qui affectent en interne, leur force de conviction, et de la confrontation historique que l'on observe, en externe, entre conventions alternatives.

5.5-Les limites de la théorie des conventions

La modélisation fournie par la théorie des conventions est une démarche subjective de la prise de décision. Elle s'intéresse beaucoup plus au comportement collectif (notion de collectif partagé) qu'à l'analyse individualiste et objective. En effet, pour la théorie des conventions la confiance n'est plus seulement le fruit d'un calcul ou de la nécessité bien comprise par des acteurs rationnels de coopérer, mais elle tient à l'existence de normes collectives qui permettent le maintien des échanges. Cette démarche peut être justifiée par le souci de réduire les coûts de transaction chers à Williamson.

Ce comportement collectif peut engendrer des surestimations de valeur qui échappent aux réalités fondamentales du projet à investir. C'est ce qui s'est passé pendant la bulle Internet des années 2000, où beaucoup de capital investisseurs se sont rués vers les valeurs de la nouvelle économie par mimétisme. Les valeurs de la nouvelle économie s'éloignaient de la réalité des affaires aux Etats-Unis à ce moment là. Pour J. M. Keynes : « il vaut mieux avoir tort avec le marché que d'avoir raison tout seul ». Toutefois, le modèle mimétique est insuffisant pour rendre compte de la genèse et de la dynamique des conventions.

Une autre limite de la théorie des conventions est que celle-ci ne trouve sa justification pour l'étude de la relation capital investisseur/entrepreneur qu'une fois dépassée la phase de la création très incertaine sauf dans le cas d'un investissement à intérêt public. Elle ne prend pas en compte les comportements de « first mover », c'est-à-dire d'initiateur.

De plus, la théorie des conventions considère le modèle contractualiste comme une convention particulière, soumise au modèle conventionnaliste général. Elle occulte la création et/ou l'usage opportuniste et/ou stratégique des conventions.

Section III : La relation CI/E à la lumière de la gouvernance cognitive

Traditionnellement, la recherche financière s'est peu intéressée à l'hétérogénéité et à l'aspect dynamique des capacités cognitives des investisseurs. Une exception récente notable est le travail de Noe, Rebello et Wang (2003), qui s'inspire très explicitement de la théorie évolutionniste de Nelson et Winter (1982).

III.1-La genèse de l'approche cognitive

Le développement d'une approche cognitive de la gouvernance, expliquant le lien entre les ressources et la création de la valeur, répond aux insuffisances de la vision contractuelle qui ignore pour l'essentiel la dynamique productive et montre des lacunes dans l'explication de certains phénomènes organisationnels et notamment dans la modélisation de la gouvernance.

En effet, afin d'appréhender ce processus, il est nécessaire de faire appel aux théories cognitives de la firme. Cette approche se distingue de l'approche contractuelle et en est complémentaire pour l'explication d'un nombre important de phénomènes organisationnels. Tout d'abord, la connaissance, représentée comme l'aboutissement d'un processus d'apprentissage est distinguée de l'information alors que ces deux notions sont confondues dans la vision contractuelle.

En bref, à la différence de l'approche contractuelle, c'est la connaissance, et non plus l'information, qui est l'enjeu de la relation CI/dirigeant. On passe de la conception de la firme comme « processeur d'information » à la conception de la firme comme « processeur de connaissances » (P. Cohendet et P. Llerena, 1999). La connaissance se trouve en amont de l'information qui constitue un ensemble de données qui ont un sens qui dépend lui-même des modèles cognitifs, des schémas d'interprétation individuels (Reix, 2004). A son tour, l'information peut modifier la connaissance et amener les schémas cognitifs de l'individu à évoluer et à s'adapter au travers d'un processus d'apprentissage. Ceci conduit les adeptes de l'approche cognitive à affirmer que le vrai rôle de la gouvernance est « *la coordination qualitative, l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation* » (Charreaux, 2003).

1.1.-Les évolutions cognitives dans l'analyse de la firme

La vision cognitive s'attachera davantage à expliquer le processus d'apprentissage et d'accumulation de connaissances et de compétences. La firme n'est plus seulement analysée sur sa capacité à « économiser la connaissance », mais également sur sa capacité à créer de la connaissance et des compétences.

Un autre point d'évolution important est celui de la conception même de la rationalité limitée et calculatoire des agents, l'hypothèse de rationalité calculatrice sous contraintes cognitives est rejetée au profit de la rationalité procédurale : la rationalité ne s'apprécie plus sur la base des conséquences des décisions, mais des processus décisionnels.

Cette évolution permet de fournir une explication relativement nouvelle du processus de création de valeur. D'une part la connaissance de changements organisationnels endogènes, c'est-à-dire la capacité des firmes à créer leurs propres opportunités. D'autre part la reconnaissance des capacités des firmes à innover et à créer du différentiel.

1.2-La création de valeur et les théories cognitives

Les théories cognitives de la firme, comme leur nom l'indique, accordent une importance primordiale à la création interne de la connaissance, issue de l'apprentissage organisationnel, ainsi qu'aux phénomènes de vision et d'attention. Les travaux de Prahalad et Hamel (1990), sont centrés sur la construction de compétences, sur la capacité des firmes à innover, à créer leurs opportunités d'investissements et à modifier leur environnement.

Contrairement aux théories contractuelles où la création de valeur est essentiellement appréhendée en termes d'économie de coût et où l'analyse est concentrée sur les problèmes de répartition de la valeur créée et la résolution des conflits d'intérêt, les théories cognitives se concentrent sur l'analyse du processus de création de valeur. La firme peut notamment créer de la valeur en agissant sur son environnement, en créant des opportunités, en apprenant, en innovant et en créant du différentiel. Donc, la clé de la performance se situe davantage dans l'aptitude du management à imaginer, percevoir de nouvelles opportunités (Prahalad, 1994) que dans sa capacité à restructurer les processus actuels ou à reconfigurer le portefeuille d'activités en réponse aux évolutions de l'environnement.

Cette vision engendre une interprétation différente des mécanismes de gouvernance qui ne joue plus prioritairement un rôle de résolution des conflits mais un rôle proactif. Plus particulièrement, Lazonick et O'sullivan (1998), dans le cadre de leur réflexion sur la firme innovatrice, analysent le système de gouvernance en fonction de sa capacité à encourager les stratégies de développement de l'apprentissage organisationnel.

III.2-La gouvernance cognitive des entreprises financées par CI

Les théories cognitives de la gouvernance considèrent que l'enjeu de la gouvernance dépasse la dimension disciplinaire et qu'il se trouve dans la création même de valeur. Ainsi les récents travaux considèrent l'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives (Charreaux, 2002) et porteur d'une vision stratégique (Martinet, 2002). En particulier, la relation étroite et personnelle entre le capital investisseur et le dirigeant semble favorable à un échange et une participation conjointe à l'élaboration de la stratégie, ce qui est peut-être plus difficile dans la situation des firmes managériales dans lesquelles les actionnaires sont nombreux et lointains.

Au-delà de la logique coercitive, l'influence des investisseurs sur les décisions et les pratiques de GRH, Marketing... peut également passer par l'échange de ressources cognitives au cours des interactions avec les dirigeants.

2.1-La collaboration productive entre l'actionnaire et le dirigeant

Dans une approche cognitive, le gouvernement d'entreprise est « *l'ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation* » (Charreaux, 2003, p. 638). Alors que les théories juridico-financières confèrent à la firme un rôle essentiellement disciplinaire, l'approche cognitive considère la firme comme un processeur et un répertoire de connaissances. Elle s'inscrit dans une logique procédurale et non plus substantive, c'est-à-dire qu'elle s'intéresse aux processus qui mènent à la création de valeur, non plus exclusivement à la répartition de la valeur créée.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

En d'autres termes, la rationalité est appréciée sur la base des processus décisionnels, et non plus sur des conséquences des décisions. Dans les interactions entre l'actionnaire et le dirigeant se forment les décisions et se jouent la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux. L'enjeu de la gouvernance cognitive est alors l'échange et la création des ressources cognitives, ensemble d'informations, de connaissances, de capacités théoriques et pratiques, susceptibles de procurer au décideur et à l'entreprise un avantage concurrentiel durable et par conséquent de créer de la valeur (Hoarau, Teller, 2001). Il s'agit non seulement de cognitions créées au sein du groupe décisionnel considéré et utilisées en interne, pour formuler la stratégie et gérer l'entreprise, mais aussi de cognitions, informations, signaux, adressés par l'entreprise et son dirigeant à leur environnement, c'est-à-dire aux partenaires financiers, économiques, ainsi qu'aux salariés de l'entreprise.

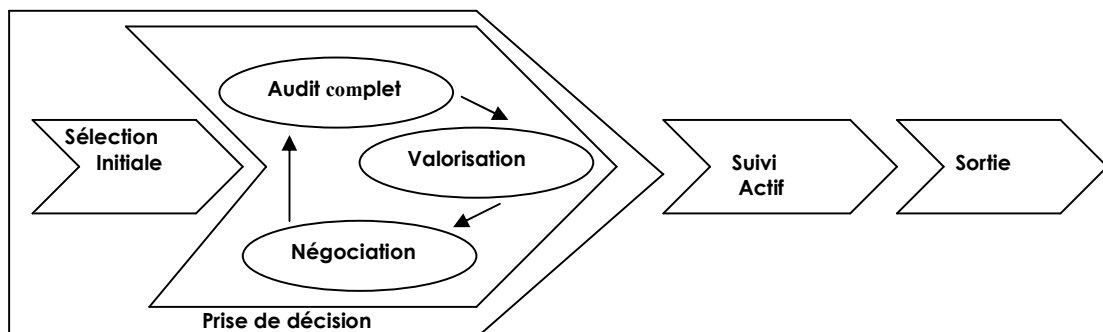
Desbrières (2005) considère en particulier dans le cas de la relation capital investisseur/entrepreneur que l'enjeu est la création de connaissances à la base de l'innovation et de l'ensemble des opportunités d'investissement. L'investisseur développe la capacité du dirigeant et de l'entreprise à détecter, voire imaginer et construire de nouvelles capacités d'investissement. Il doit par ailleurs protéger et même valoriser la base de ressources cognitives de l'entreprise et du dirigeant (connaissances, compétences, réputation...).

2.2-Coopération et création de valeur : d'une vision financière de la gouvernance à une approche élargie

La question de la création de la valeur est, depuis toujours, centrale dans les différents courants théoriques qui ont marqué le développement du champ de la stratégie. La fameuse « chaîne de la valeur » proposée par Porter (1985) en est l'une des expressions les plus évidentes.

Néanmoins, ce n'est qu'avec l'intérêt suscité par le concept de valeur ajoutée économique (ou EVA « Economic Value Added ») au début des années 90 que l'on a commencé à fortement s'intéresser à la valeur créée principalement pour l'actionnaire. Comme le souligne Wacheux (2002) le concept de valeur a deux acceptions : « ce qui peut être mesuré » et « ce qui a une utilité », la finance s'inscrit dans la première tandis que la GRH s'ancre dans la seconde. Dans cette perspective, il est facile de comprendre pourquoi les points de vue sont difficilement réconciliables et ceci d'autant plus que l'attention portée à l'actionnaire s'inscrit dans le mouvement plus global du gouvernement des entreprises ou « corporate governance ».

Figure n°8 : Processus d'investissement et chaîne de valeur du capital investissement



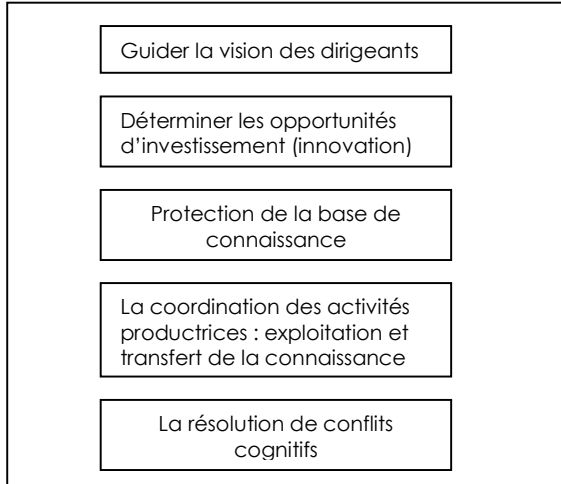
Source : Chérif M et Dubreuille S: « Création de valeur et capital investissement », Ed. Banque stratégie, Paris, 2003.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

2.3-L'intervention de la connaissance

Selon Charreaux, la connaissance interviendrait à cinq niveaux (Voir Figure ci-dessous).

Figure n°9 : Les niveaux d'intervention de la connaissance



Source : Charreaux, G., *Le gouvernement d'entreprise*, Ed, Economica, Paris, 1997.

2.4-Le rôle cognitif de l'actionnaire-accompagnant

Le terme de « modèle cognitif de la gouvernance » est emprunté à Charreaux (2002). Il désigne un axe de recherche en gouvernement d'entreprise qui s'éloigne sensiblement du modèle classique, en considérant que l'entreprise n'est pas un nœud de contrats mais un « répertoire de connaissances »¹. L'analyse du gouvernement d'entreprise doit alors porter un intérêt essentiel à la construction de compétences, d'innovations, de connaissances, à la perception des nouvelles opportunités d'investissement et de création de valeur. Nous allons essayer de montrer en quoi ce modèle apporte un nouvel éclairage pour l'analyse de la relation capital investisseur/entrepreneur.

Dans ce modèle², le gouvernement d'entreprise consacre une part importante de son rôle à développer la capacité de l'entreprise à innover, créer des opportunités d'investissement et à réduire les conflits cognitifs dans l'entreprise. Ce dernier terme mérite des précisions : la réduction des conflits d'intérêts, chère au modèle classique, évolue ici vers un alignement qualitatif des modèles cognitifs des acteurs de l'organisation, une coordination de leurs schémas cognitifs et de leurs savoirs (*notamment tacites*)^(*).

¹ Pour Hodgson, la firme n'est pas seulement une réponse organisationnelle aux problèmes informationnels, mais surtout un répertoire de connaissances, c'est-à-dire que l'attribut essentiel de la firme est constitué par ses « compétences » ou « capacités organisationnelles » (Charreaux, G., 1997). Ces capacités qui se construisent avec le temps et qui rendent compte de ce que la firme est capable de « bien » faire avec confiance selon l'expression de Nelson (1994), invitent à placer au cœur de la constitution des firmes, la création et la circulation de connaissances communes et les procédures d'apprentissage. Donc, selon ses approches, la firme est ainsi essentiellement conçue comme un lieu d'agencement, de construction, de sélection et d'entretien des compétences (P. Cohendet et P. Llerena, 1999).

² Selon Charreaux (2002), le modèle cognitif du gouvernement d'entreprise tire ses racines dans un ensemble relativement composite de théories, qui regroupe la théorie comportementale de la firme, la théorie évolutionniste, les théories de l'apprentissage organisationnel et les théories des ressources et des compétences.

* - Les savoirs et connaissances dans l'entreprise sont très souvent *tacites* et *partagés* (c'est-à-dire mobilisés par une action faisant intervenir plusieurs personnes – donc nécessitant une coordination qualitative – et non possédés par un acteur seul de l'organisation) (Ibid, p. 207).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Dans le processus de création de valeur, le modèle cognitif du gouvernement d'entreprise accorde une place importante à la capacité du management à coordonner les schémas cognitifs des différentes parties prenantes, à faciliter la coordination des acteurs dans la perception et la construction des nouvelles opportunités. Une part essentielle de la création de valeur repose donc sur la capacité du dirigeant à construire un objectif commun et cohérent pour les parties prenantes (actionnaires, créanciers et dirigeants...), et une identité partagée et cohérente à travers l'ensemble des compétences de la firme¹. Ce modèle rejoint la préoccupation des organisations pour comprendre comment intégrer dans le gouvernement d'entreprise l'importance croissante prise par le management des connaissances et de l'innovation.

La recherche en gouvernement d'entreprise se voit en effet questionnée sur sa capacité à intégrer dans l'analyse de la création de valeur ce qui est parfois regroupé sous le terme d'« *intellectual capital* » à travers la création, la gestion et le partage des savoirs et des compétences de l'entreprise. Pour Teece, Rumelt et al. (1994), c'est d'ailleurs la construction d'une cohérence entre les compétences et des objectifs des parties prenantes qui permet à l'entreprise de créer de la valeur de façon durable.

Dès lors, l'actionnaire accroît la valeur de son investissement dans l'entreprise financée, en réduisant les conflits cognitifs possibles entre lui-même et le dirigeant, ce qui inclut par exemple la recherche d'une meilleure coordination par le dirigeant des ressources apportées, des compétences et connaissances communes du dirigeant et de l'actionnaire, la réduction des divergences de représentation sur les objectifs à atteindre.

Comme l'évoque Charreaux (2002, p. 25), les actionnaires peuvent eux-mêmes créer des conflits cognitifs en raison des contraintes qu'ils imposent au dirigeant quant à la conception ou la mise en œuvre de la stratégie choisie. Il existe donc bien, au-delà des coûts d'agence bien connus dans la littérature économique et financière classique, des *coûts cognitifs*, que l'actionnaire doit contrôler et minimiser également afin de maximiser la valeur de son investissement. Cette conception fait donc entrer dans l'analyse de la relation CI/E le rôle joué par l'expertise, les savoirs, les connaissances, les représentations de l'actionnaire lui-même. La nécessité d'une meilleure coordination entre ces éléments, dont l'actionnaire est le vecteur, et le management opérationnel du dirigeant de l'entreprise accompagnée, projette donc un regard nouveau sur la problématique de l'accompagnement.

2.5- Une contribution à la création de la valeur fondée sur un apport du CI en ressources cognitives

Au cours de l'interaction entre la jeune entreprise et le capital investisseur, ce dernier accumule de l'expérience et approfondit sa compréhension, initialement très « intuitive », des schémas de raisonnement à la base du projet d'entreprise ainsi que des compétences-clés ou de la start-up.

De cette façon, la connaissance spécifique de l'entreprise financée devient pour le capital investisseur de plus en plus « manifeste ». L'intensité des communications entre un bailleur de fonds compétent et une entreprise en développement tend ainsi à réduire les coûts cognitifs. Ces communications ont lieu, entre autres, au sein d'instances comme le conseil d'administration.

¹ Charreaux (2002, Op.cit).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

En fait, dans la mesure où la communication capital investisseur/entrepreneur n'est pas à sens unique, il en résulte vraisemblablement un apprentissage réciproque. C'est-à-dire que la réduction progressive d'éventuels conflits cognitifs ne résulte pas d'un rapprochement unilatéral de la structure mentale de l'investisseur vers celle de l'entrepreneur, mais également d'un changement des connaissances et capacités managériales possédées par l'équipe dirigeante. Dans une étude empirique portant sur les start-ups de la Silicon Valley, Hellmann et Puri (2002) montrent que les capital risqueurs contribuent significativement à la « professionnalisation » des jeunes entreprises financées.

Grosso modo, on peut dire que l'entreprise en développement acquiert, à son tour, une connaissance approfondie des exigences de ses bailleurs de fonds et est ainsi en mesure de développer des routines (ou compétences) spécifiques liées à l'interaction avec ceux-ci, de façon à réduire davantage les éventuelles divergences cognitives. Cet apprentissage mutuel est facilité par une approche de la gouvernance explicitement tournée vers le monitoring (Jensen et Meckling, 1976), aidant à rapprocher les structures cognitives des dirigeants de celles des autres parties prenantes, permettant de surmonter d'éventuelles résistances au changement.

Il en ressort que le poids respectif des coûts cognitifs et des coûts d'agence managériaux évolue au cours du temps. Les différents stades de développement appellent donc différents types de compétences de la part des actionnaires soucieux d'optimiser la création de valeur. Notamment, leur utilisation des mécanismes de gouvernance à travers lesquels ils peuvent influencer le comportement des dirigeants dépendra de leurs compétences spécifiques. Tantôt la gouvernance peut servir de mécanisme de surveillance pour assurer l'exploitation optimale d'un ensemble d'opportunités connues, tantôt elle peut servir de levier à la résolution des conflits cognitifs (Charreaux, 2002) en vue de la création d'opportunités nouvelles, voire d'interface pour l'injection de capacités organisationnelles et managériales.

2.5.1-Les dimensions de l'intervention des capital investisseurs

MacMillan et al. (1988) et Sapienza et al. (1996) ont été les premiers à détailler les dimensions de l'intervention des capital-investisseurs au-delà de l'aspect disciplinaire, s'en suivent alors plusieurs études. Les capital-investisseurs contribueraient à la création de la valeur par des apports stratégiques et organisationnels, au-delà de l'apport financier lui-même, (Sapienza, 1992). Ils agissent en effet sur plusieurs vecteurs de création de valeur que sont le développement d'avantages concurrentiels et de compétences distinctives durables, les stratégies de création de valeur financière et l'amélioration de la valeur perçue (Stévenot, 2005). Les dirigeants estiment que l'exigence et les conseils financiers des capital-investisseurs ainsi que les conseils en termes de stratégie apparaissent comme les deux principaux apports favorisant la création de valeur. Ils considèrent également l'encouragement au développement externe et l'apport de contacts commerciaux et de marchés comme des facteurs importants. L'intervention productive des capital-investisseurs consiste en une influence sur les processus de prise de décisions, sur la réflexion stratégique, plus formalisée, systématique et régulière (Sapienza, 1996 ; Stéphany, 1998).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

En plus d'une influence sur l'élaboration de la stratégie, les capital-investisseurs peuvent participer dans l'organisation, selon une dimension opérationnelle (Sapienza, 1994), par l'embauche de cadres expérimentés (Rosenstein et al., 1993), l'appel à des conseils extérieurs ou encore par la mise en place d'un système d'information comptable et financier systématique (Stéphany, 1998). Une influence des capital-investisseurs sur le contenu même des choix stratégiques de l'entreprise mérite d'être signalée. Desbrières (2001) montre que les capital-investisseurs ont un impact sur la politique d'investissement de l'entreprise par leur implication dans l'évaluation et la décision. Desbrières (2002) montre aussi que les capital-investisseurs encouragent la mise en place d'une stratégie de croissance externe, en agissant par le biais des OPA.

Même si les compétences des capital-investisseurs peuvent s'avérer plus limitées en ce qui concerne certaines questions stratégiques nécessitant une connaissance précise de l'environnement et du marché ou concernant des domaines de gestion autres que financiers (GRH, marketing, droit...), son apport dans ce cas peut être indirect et passer par l'intermédiaire de sociétés de conseil. Le capital-investisseur introduit dans l'entreprise des conseils extérieurs non seulement durant la phase de négociation mais aussi après l'octroi du financement, tout au long de la relation avec l'entreprise, pour apporter précisément une aide ponctuelle au dirigeant. Les travaux de Stéphany (1994, 1998) montrent que l'appel à des entreprises de conseil fait partie des changements apportés par l'arrivée du capital-investisseur dans les entreprises. Par exemple, en ce qui concerne la GRH, les capital-investisseurs incitent à sa professionnalisation en recourant aux entreprises de conseils qui imprègnent une plus grande diversité et formalisation du processus de recrutement.

A cela s'ajoutent des apports en termes de réputation et d'image soulignés par Fried et Hisrich (1995). L'entreprise peut espérer bénéficier d'une meilleure visibilité grâce à la présence des capital-investisseurs. La présence d'un investisseur dans le capital de l'entreprise est une garantie concernant la viabilité du projet et le potentiel de l'entreprise qui peut tirer indirectement les bénéfices de ce capital réputation. Il s'agit en effet d'un signal pour les différents stakeholders (clients, fournisseurs, banques...) qui, plus confiants, peuvent se montrer moins sévères et assouplir les contraintes financières qu'ils font peser sur l'entreprise. Ceci vaut en particulier pour les banques. Donc, la présence d'un capital-investisseur permettrait à l'entreprise de lever de nouvelles ressources auxquelles elle n'avait pas accès auparavant (Sapienza et al, 1996, op.cit).

Les résultats concernant les aspects et l'importance de l'intervention des capital-investisseurs ne sont toutefois pas unanimes. Ceci s'explique notamment par l'importance de nombreux facteurs de contingence (Sapienza et al., 1996). En effet, l'apport en ressources cognitives serait d'autant plus conséquent que l'entreprise financée est jeune et les dirigeants peu expérimentés, que les contacts entre dirigeant et investisseur sont fréquents et informels et que l'entreprise est performante. Il dépend aussi du fait que le capital-investisseur est majoritaire ou non au capital ou encore des caractéristiques de l'entrepreneur.

Le tableau de la page ci-après donne une vue succincte des différents apports effectués par les capital-investisseurs :

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Tableau n°9 : Typologie des apports d'un capital-investisseur

Domaine	Apport
Finance	-l'obtention de nouvelles ressources financières (dettes...); -l'organisation d'un nouveau tour de financement avec d'autres financiers; -la politique de minimisation du coût du capital; -la structuration de la fonction financière; ...
Marketing	-la redéfinition de la stratégie commerciale de l'entreprise; -le développement des produits actuels; -la recherche de nouveaux marchés pour l'entreprise; -la recherche de nouveaux distributeurs; - le management par la valeur; ...
Gestion des ressources humaines	-le recrutement de nouveaux cadres (directeur financier, contrôleur de gestion...); -le remplacement éventuel de membres de l'équipe managériale; -la mise en place de nouvelles politiques de rémunération;
Systèmes d'information comptables	-l'établissement de reporting; -le développement de budgets; -la mise en place de nouvelles méthodes d'informations;
Production	-la réalisation de nouveaux produits; -le développement de nouvelles méthodes de production; -l'optimisation de la recherche et développement; -l'émergence de nouveaux fournisseurs;
Organisation et pilotage	-la formulation de la stratégie; -la mise en place de nouveaux objectifs.

Source : E. Stéphany : « La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques », Ed. De Boeck, Bruxelles, 2003, p. 166.

2.5.2-L'influence des capital investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprise financées

La création de valeur ne peut être durable que si elle se fonde sur un avantage concurrentiel difficilement imitable par les concurrents (Charreaux & Desbrières, 1998). Or selon Ulrich (1996), les seules armes compétitives qui restent désormais aux entreprises sont leur organisation interne et leurs ressources humaines, en ce sens que les autres variables susceptibles de constituer le socle d'un avantage compétitif peuvent être copiés à plus ou moins court terme (coût, technologie, fabrication, distribution, caractéristiques des produits). Il s'agit donc de caractéristiques organisationnelles telles que la flexibilité, la capacité d'apprentissage ou d'innovation.

Concernant les modalités d'influence, on relève en théorie plusieurs mécanismes. On distingue :

- les mécanismes coercitifs, par lesquels les investisseurs qui ont le contrôle financier imposent aux dirigeants de suivre des comportements correspondant à leurs intérêts (Voir la section I).

- Les mécanismes cognitifs, suivant des logiques informatives et normatives, peuvent également expliquer la diffusion des représentations des investisseurs.

III.3-Les conflits cognitifs dans la relation CI/Entrepreneur

3.1-Contexte d'apparition des conflits cognitifs

Les théories cognitives de la gouvernance ne prétendent pas nier l'existence des conflits d'agence, ni des coûts qu'ils entraînent en raison des asymétries d'information ou du comportement opportuniste du dirigeant tels qu'ils sont évoqués dans la conception classique du gouvernement d'entreprise. Mais elles ambitionnent de montrer qu'au-delà des coûts d'agence qui peuvent exister dans la relation capital-investisseur/entrepreneur, il existe également des coûts cognitifs, liés à la conception cognitive du gouvernement d'entreprise, qui enrichissent la problématique de l'accompagnement en situation entrepreneuriale et l'analyse du rôle de l'actionnariat dans cette situation.

Pour comprendre l'originalité du financement par CI, il faut mettre l'accent sur les connaissances et les compétences apportées par l'actionnaire, et leur complémentarité avec celles du dirigeant opérationnel. L'existence de conflits cognitifs à ce niveau peut expliquer notamment le remplacement du dirigeant opérationnel par l'actionnaire, pour éviter la destruction de valeur entraînée par des coûts cognitifs jugés trop importants.

Les conflits cognitifs naissent dans les interactions sociales au sein du groupe décisionnel, composé dans le cas de l'industrie du capital-investissement, du dirigeant et du capital investisseur. Le conflit sociocognitif apparaît lorsque plusieurs alternatives ou idées incompatibles sont proposées au sein d'un groupe de décideurs chargés de la formulation d'un choix (A. G. Stévenot, 2006).

Certains auteurs tels que Byrd, Parrino et Pritsch (1998) distinguent quatre types de conflit d'intérêt entre les actionnaires (principal) et les dirigeants (agent).

3.1.1-Le problème de l'effort

Il provient du fait que l'effort fourni par les dirigeants n'est pas forcément celui attendu par les actionnaires, qui ont pour unique objectif la maximisation de la valeur de leur entreprise. L'opportunisme des dirigeants prend la forme d'une expropriation indirecte des fonds investis par les actionnaires. Jensen et Meckling (1976) soulignent qu'au fur et à mesure que le pourcentage du capital action détenu par les dirigeants augmente l'écart par rapport à la maximisation de la valeur de l'entreprise diminue.

3.1.2-Le problème de l'horizon temporel

Il résulte de la différence d'horizon de planification entre les dirigeants et les actionnaires. En effet, les dirigeants ont des obligations de résultats sur de courts horizons, soit la période pendant laquelle ils dirigent la firme. En revanche, les actionnaires s'intéressent à la valeur actualisée de tous les flux des revenus futurs. Leur horizon est de ce fait plus long, du fait de la durée de vie infinie de l'entreprise. L'impact le plus direct de ce type de conflit apparaît dans les décisions d'investissement en recherche et développement et en publicité. Les dirigeants sont moins enclins à investir dans ces postes car les sorties des fonds y afférents font baisser les bénéfices de l'année d'investissement, pour des avantages qui sont plus à long terme. Dechow et Sloan (1991) soutiennent que cette différence d'horizon est amplifiée dans d'autres pays tels qu'aux Etats-Unis par l'octroi aux dirigeants des contrats incitatifs basés sur des pourcentages de bénéfices (stock options).

3.1.3-Le problème de différentiel d'aversion au risque

Ce problème est lié au fait que le degré d'aversion au risque des actionnaires et des dirigeants n'est pas le même. En effet, les actionnaires sont prêts à supporter un niveau de risque plus élevé que celui des dirigeants, du fait de la diversification de leur portefeuille. Or, les dirigeants ont tendance à éviter les projets risqués dont les retombées peuvent s'avérer néfastes pendant leur carrière (salir leur réputation sur le marché du travail).

3.1.4-Le problème de la mauvaise utilisation des actifs de l'entreprise

L'utilisation par les dirigeants des actifs de l'entreprise à des fins personnelles engendre inéluctablement des coûts d'agence. En effet, ceux-ci abusent parfois du pouvoir que leur accorde l'entreprise en allouant des fonds investis par les actionnaires dans de dépenses ostentatoires et des investissements qui leur profitent directement, mais diminuent la valeur de l'entreprise.

3.2-Les origines des conflits cognitifs entre capital-investisseur et l'entrepreneur

Les principales origines de conflits cognitifs sont la stratégie et le calendrier de croissance (*conflits sur les objectifs*), d'une part. D'autre part, les pratiques de management et la politique de financement (*conflits sur les moyens*). De plus, une autre source de conflit est soulignée par le modèle politique de la prise de décision et la littérature sur les jeux d'acteurs organisationnels. Il s'agit de la contestation de l'acquis et des territoires de pouvoir entre investisseur et dirigeant tout au long de la relation (Mintzberg, 1986). En effet, les dirigeants de PME attachent une importance primordiale à leur autonomie, ce qui fait qu'ils se préoccupent beaucoup de leur pouvoir qui est un objectif ou un moyen d'atteindre leurs objectifs. En ce sens, ils sont retissant à ouvrir le capital de leur entreprise, de peur de perdre le pouvoir comme l'illustre bien le titre de l'ouvrage de Delecourt (1993) : « *Ouvrir son capital et garder le pouvoir* ».

Tout au long de leur vie en commun, investisseur et entrepreneur peuvent rencontrer un certain nombre de problèmes auxquels il faudra trouver une solution. Pour remédier aux divers problèmes, ci-après cités, le capital investisseur devra mettre en place un mécanisme de gestion des conflits afin d'éviter l'option radicale de la mort de la participation.

3.2.1-Une différence d'interprétation d'une clause d'un protocole

En cas de divergence dans l'interprétation des clauses, notamment celles du pacte des actionnaires, précédemment signé, les parties feront, d'abord recours aux juristes qui ont contribué à l'élaboration du texte en question, dans une tentative de règlement à l'amiable. Si le conflit persiste, ils auront à faire recours à l'arbitrage des instances juridiques compétentes.

3.2.2-Un reporting peu fiable

Le reporting constitue la base de dialogue entre les managers opérationnels et le capital investisseur, il est fondé sur la sincérité du détail d'information attestant de la situation de l'entreprise permettant à l'investisseur de mesurer les efforts, de cerner les difficultés et d'anticiper sur l'avenir.

Les conflits relatifs au reporting débutent souvent par une dégradation de la situation de l'entreprise. Les gestionnaires loin de réaliser les objectifs antérieurement énoncés dans le business plan, enjolivent le reporting afin d'altérer l'appréciation du capital investisseur.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

L'investisseur devra dans ce cas, intervenir pour déterminer les causes exactes de cette dégradation en essayant d'obtenir les données réelles de l'entreprise. Il peut même être amené à changer sa politique de monitoring, passant ainsi d'une relation souple basée sur la confiance à une autre plus stricte.

Il faut signaler que, dans le but de rendre des comptes à ses investisseurs, le capital investisseur est tenu de mesurer la performance de son portefeuille périodiquement. Il est donc important que la somme des reportings périodiques reflète la situation annuelle sans écarts à l'arrivée.

3.2.3-Les divergences d'opinions stratégiques

La divergence d'opinions entre l'investisseur et l'entrepreneur au sujet de stratégies à adopter (acquisition, ouverture de nouveaux marchés, développement de nouveaux produits, changement d'orientation stratégique...) est, le plus souvent, réglée par recours aux clauses du pacte d'actionnaires, celles-ci précisent en effet, le cas où l'investisseur disposerait d'un droit de veto.

Les conflits d'intérêts souvent à l'origine de cette divergence sont très dangereux, et doivent être traités avec délicatesse afin de trouver un compromis entre les divers partenaires et éviter, ainsi, l'éclatement du partenariat. Toutefois, la meilleure solution est celle privilégiant le dialogue par la multiplication des réunions et l'examen en commun des opportunités.

3.2.4-Le remplacement des dirigeants

La défaillance de l'équipe dirigeante pousse le capital investisseur à exprimer le besoin de la remplacer. Une telle situation peut être débloquée de deux façons. La première, préconise de résoudre le problème à l'amiable et la négociation avant d'opter pour la deuxième jugée coûteuse, longue et préjudiciable pour l'entreprise, et qui consiste à recourir aux voix juridiques. Outre les mesures de règlement à l'amiable, le capital investisseur peut intervenir de deux façons différentes qu'il soit actionnaire majoritaire ou minoritaire.

S'il est minoritaire et estime que l'équipe dirigeante a failli sans espoir d'amélioration, il peut recourir aux instances juridiques compétentes et demander une expertise de gestion ou entreprendre une action en abus de majorité. Par contre, s'il est majoritaire, il a le droit, voir le devoir, de remplacer l'équipe dirigeante s'il estime que cette procédure serait bénéfique à l'entreprise.

3.3-La vision positive des conflits cognitifs

Les conflits cognitifs ne sont pas nécessairement néfastes pour plusieurs raisons. Primo, la divergence des schémas cognitifs peut être une source d'innovation et de construction de nouvelles idées grâce à la confrontation de plusieurs opinions et points de vue. Secundo, les conflits cognitifs peuvent être un stimulant pour ce que Doise et Mugny (1981) appellent le progrès cognitif.

D'après Charreaux (2002), la philosophie cognitive de la gouvernance n'entend pas de supprimer les conflits cognitifs en alignant les schémas mentaux des différentes parties prenantes, mais au contraire elle ambitionne de faciliter la coordination et l'échange entre les différents schémas cognitifs.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Nous concluons ce point en mettant l'action sur le dynamisme de l'économie qui fait qu'il est, en général, impossible pour un projet de suivre les traits qui lui ont été dessinés dans le business plan, dès lors, chacune des parties doit faire des concessions sur ces propres intérêts.

III.4-La représentation cognitive du système de gouvernance

4.1-Les mécanismes de la gouvernance cognitive

L'approche cognitive de la gouvernance conduit à analyser les systèmes de gouvernance en fonction de leur influence sur les dimensions cognitives de la création de valeur, la perception des opportunités de croissance, la coordination cognitive, l'apprentissage organisationnel. Ces différentes dimensions dépassent largement les seules relations entre les actionnaires et les dirigeants, en prenant en compte l'apport cognitif de chaque partie ignoré par l'approche disciplinaire de la gouvernance, qui réduit l'actionnaire à un simple apporteur de ressources financières.

Cette extension de la gouvernance aux dimensions cognitives, notamment dans l'analyse du rôle des actionnaires, ne doit pas, pour autant, laisser penser que les dimensions relatives aux conflits d'intérêt, à l'appropriabilité doivent être négligées. Au contraire, les théories cognitives peuvent enrichir, en complément (et non en opposition) les théories contractuelles, l'explication des phénomènes financiers. Comme le suggèrent les contributions de Charreaux et Desbrières (1998), l'analyse séparée des questions d'appropriabilité et de la contribution des différents agents économiques à la création de valeur est difficile à réaliser. En ce sens, la rencontre des deux dimensions (financière et cognitive) conduit vers une théorie synthétique de la gouvernance (Charreaux, 2002) où ces deux approches de la firme sont bien davantage complémentaires que substituables (P. Cohendet et P Llerena, 1999).

Les mécanismes de la gouvernance cognitive sont récapitulés dans le tableau ci-après :

Tableau n°10 : Les mécanismes de la gouvernance cognitive

	Mécanismes spécifiques à la firme	Mécanismes non spécifiques
Mécanismes intentionnels	Systemes formels influençant la perception des opportunités, l'apprentissage organisationnel et la coordination cognitive (par exemple : le rôle cognitif du conseil d'administration)	Environnement légal et réglementaire à travers son influence sur les aspects cognitifs
Mécanismes spontanés	Les mécanismes informels influençant la perception des opportunités, l'apprentissage organisationnel et la coordination cognitive (par exemple : les aspects cognitifs de la culture d'entreprise).	Les marchés appréhendés à travers leurs dimensions cognitives (échange et acquisition de connaissances).

Source : G. Charreaux : « L'actionnaire comme apporteur de ressources financières », revue française de gestion 2002/5, n° 141, p. 102.

4.2-La politique de financement dans l'optique de la gouvernance cognitive

La politique de financement est intimement liée à la notion de structure optimale. Cette dernière serait dénuée de pertinence si elle est établie en termes marginalistes. Le financement optimal serait plutôt celui qui permet le meilleur développement du répertoire de connaissance. Effectivement, la meilleure politique de financement est celle qui conduit les dirigeants à orienter la firme, à découvrir et à entreprendre les opportunités créatrices de valeur, à les protéger, à bien coordonner les connaissances dans la production et enfin à résoudre au mieux les conflits (G. Charreaux, 2002, op.cit).

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

4.2.1-Les fonds propres externes (Exemple du capital investisseur)

La prise en compte des aspects cognitifs conduit à une vision élargie du rôle et de la composition de l'actionnariat et des fonds propres externes. Ces aspects cognitifs portent notamment sur :

- L'influence de l'actionnariat sur l'élaboration de la vision stratégique.
- Le rôle des actionnaires lors de la proposition de certaines opportunités d'investissement : apport de compétences et de savoirs. Les fonds propres externes permettent ainsi d'étendre la base de connaissances.
- Le rôle des parties prenantes dans la protection de la base de connaissances. L'accès à l'actionnariat (lors de l'entrée d'un capital investisseur, par exemple) peut avoir des conséquences différentes sur la base de connaissances selon qu'il s'agit de porteur minoritaire ou d'un actionnariat majoritaire.

4.2.2-L'autofinancement

Selon Charreaux le rôle de l'autofinancement s'est particulièrement renforcé dans la pratique malgré la position négative qui lui est associée dans la théorie (gaspillage, enracinement). Deux caractéristiques permettent d'expliquer ce renforcement : d'une part, il est constitué de façon continue après la rémunération des différents partenaires ; d'autre part, son niveau résulte principalement des arbitrages entre latitude financière et partage immédiat de la rente.

L'autofinancement permet au dirigeant de mieux développer et valoriser son capital humain par un enracinement positif. Le degré d'autofinancement d'un projet, en bonne logique, devrait constituer un signal favorable au lieu d'un signal défavorable.

En définitive et dans une logique cognitive, l'autofinancement doit permettre d'éviter d'une part la diffusion du modèle cognitif des dirigeants, de mettre en danger une opportunité de croissance non perçue par les concurrents et d'autre part les conflits cognitifs (entre dirigeants et financeurs en général, entre dirigeant et capital investisseur dans notre cas) dus à l'insuffisance de la connaissance du métier.

Il doit par ailleurs jouer un rôle positif dans la consolidation et l'élargissement de la base de connaissances à travers le slack accumulé. Cette opération passe inéluctablement par :

- La limitation des risques de rupture brutale du réseau d'investissements spécifiques et poursuivre l'apprentissage organisationnel ;
 - La proposition de nouveaux projets d'investissement ;
 - Le développement du capital humain spécifique ;
 - L'acquisition de nouvelles compétences en finançant les opérations de croissance externe.

4.2.3-La dette financière

La dette peut participer au développement de la base de connaissance de l'entreprise en adhérant ou en enrichissant la vision et le modèle cognitif des dirigeants en développant des compétences spécifiques à l'entreprise. Toutefois, cette démarche n'est pas sans risques, puisque elle augmente la dépendance de l'entreprise vis-à-vis des établissements de crédit.

4.3-L'interprétation du rôle du conseil d'administration dans la gouvernance cognitive

Le rôle du conseil d'administration, exclusivement disciplinaire dans la perspective actionnariale, s'enrichit dans la conception cognitive pour prendre en compte non seulement son utilité pour sauvegarder les intérêts des autres parties prenantes, mais surtout sa fonction cognitive et, au travers des administrateurs, de réseau social permettant d'accéder à des ressources et d'aider le dirigeant à élaborer de nouvelles stratégies.

Deux principales implications peuvent être avancées à ce niveau concernant le rôle du conseil d'administration. Ce dernier doit permettre d'une part d'encourager les stratégies de développement de l'apprentissage organisationnel pour l'innovation et d'autre part d'harmoniser les schémas cognitifs. Ce ne sont plus l'indépendance et/ou l'expertise en matière de contrôle qui priment mais c'est surtout la contribution cognitive de l'administrateur. Les administrateurs aident le dirigeant à construire sa vision et à détecter des opportunités de croissance.

Cette relecture à partir des modèles non financiers permet de mieux comprendre le rôle et la composition des conseils d'administration, et de présenter le conseil d'administration comme un organe collectif chargé de protéger la création de valeur et d'assurer une redistribution équitable entre l'ensemble des partenaires. Pour assumer un rôle de médiateur, d'arbitre, entre le capital financier et le capital humain, le conseil d'administration, organe indépendant des membres de la coalition productive, se voit attribuer les droits décisionnels sur la firme, entité légale (Blair, 2002). Il intervient comme organe hiérarchique qui, outre son rôle d'arbitre dans le partage de la rente, doit encourager le travail en équipe par la résolution des conflits cognitifs.

4.4-Impact sur les mécanismes de prise de contrôle

Ce caractère contingent de l'interprétation des mécanismes de gouvernance ne concerne pas le seul conseil d'administration. Si on adopte une vision stratégique fondée sur les compétences et les ressources, les analyses traditionnelles des prises de contrôle s'en trouvent également transformées. Loin d'être des outils permettant de discipliner les dirigeants des entreprises inefficaces ou, inversement, des vecteurs d'enracinement, elles peuvent s'interpréter comme des vecteurs d'acquisition de compétences.

4.5-Les implications pour l'équipe dirigeante

Les implications pour l'équipe dirigeante concernent à la fois l'enracinement et les investissements idiosyncrasiques. Tout en contestant l'hypothèse d'un enracinement négatif, Charreaux affirme que l'enracinement constitue un préalable nécessaire pour que le dirigeant soit motivé à construire un capital humain spécifique à la firme à l'origine des rentes managériales.

En ce qui concerne les investissements idiosyncrasiques, ceux-ci n'ont pas pour but de rendre l'éviction du dirigeant plus coûteuse mais plutôt de contribuer à la rente.

4.6-Une analogie entre la gouvernance disciplinaire et la gouvernance cognitive

Le tableau de la page suivante met en exergue l'opposition conceptuelle qui sépare les théories de la gouvernance disciplinaire et les théories cognitives. A l'opposé des théories contractuelles qui seraient rattachées à l'asymétrie d'information et où tous les acteurs partageaient les mêmes schémas cognitifs, les théories cognitives mettent l'accent sur le concept de connaissance. Cette dernière représente un élément ouvert, subjectif, résultat de

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

l'interprétation de l'information par les individus et contingent à leurs modèles cognitifs (Hirgoyen G et Sfaxi H-N, 2005).

Tableau n°11 : Deux approches complémentaires du capital-investissement

Problèmes et cadre d'analyse	Gouvernance disciplinaire	Gouvernance cognitive
Origines des difficultés de la transaction	Les divergences d'intérêt.	Les divergences des schémas cognitifs.
Distribution de l'information	La détention d'information privée par chacune des parties confère un avantage à l'une ou à l'autre des parties.	Complémentarité des informations et des compétences. Aucune partie n'a un avantage décisif, chacune s'attend à une réorientation du projet innovant.
Répartition du pouvoir	Un pouvoir de décision (de nuisance) est donné au dirigeant.	Le capital-investisseur a un pouvoir hiérarchique dans un contexte de dépendance mutuelle.
Les acteurs-clés	L'entrepreneur et le capital-investisseur.	Un réseau d'acteurs.
Les fondements de la relation CI/E : la clé de la performance	Un contrat optimal (surveillance/incitation/sanction) préserve de l'opportunisme de chaque partie.	Le contrat comme « garde fous » et un ensemble de pratiques spécifiques (institutions) réduisent l'incertitude et favorisent la création de la valeur.
Objectif	Gains d'efficience en réduisant au maximum les conséquences des conflits d'intérêt.	Les gains d'efficience issus de la réduction des conflits cognitifs.
Niveau d'intervention des conflits	Le choix d'un niveau ou d'un type d'investissement sous optimal dans l'ensemble des opportunités d'investissement.	La construction et l'évaluation de la pertinence stratégique des opportunités d'investissement.

Source : Adapté d'après E. Dubocage : « L'organisation des échanges sur le marché du capital-risque », revue d'économie industrielle, n°104, 4^{ème} trimestre 2002.

D'après le tableau ci-dessus, le cadre analytique de l'agence est pertinent pour rendre compte de la nature de la coordination entre capital-risqueur et les entrepreneurs. Arthurs et Busenitz (2003) suggèrent que la relation capital-investisseur évolue au fil des différentes étapes du développement de leur projet. Ainsi, la théorie de l'agence trouve toute sa puissance dans l'explication de la phase du pré-investissement de la relation de CI/E. A la vision contractuelle qui fait largement consensus, on peut opposer une autre, qualifiée dans le tableau, d'interprétation à partir de la gouvernance partagée.

Dans ce nouveau cadre, le déficit d'information est bilatéral et aucune des deux parties n'a un avantage décisif sur l'autre, la question des informations et des actions cachées de l'entrepreneur n'étant pas pertinente. Les informations et connaissances détenues par l'une et l'autre parties sont plutôt complémentaires.

De plus, dans cette nouvelle vision, le contrat perd le rôle central que lui attribue la théorie de l'agence. En ce sens, le pacte d'actionnaires a une fonction de garde-fou, en particulier dans le moment critique que constitue le désengagement du capital investisseur. Toutefois, personne ne s'attend à ce que le contrat et les documents présentés par l'entrepreneur à l'appui de sa demande ne soient respectés à la lettre.

Cette nouvelle problématique invite à se pencher sur des pratiques spécifiques au CI qui permettent la coordination entre offreur et demandeur de capital, dans un contexte de forte incertitude.

Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E à la lumière des théories de la firme

Au sein de ce courant, la source d'efficacité n'est plus disciplinaire, mais cognitive. Ce qui fonde en premier l'efficacité d'une firme, son aptitude à créer de la valeur, c'est sa capacité à réduire les conséquences des conflits cognitifs et à innover. Le fondement de l'efficacité n'est plus de type distributif et statique -la meilleure utilisation possible des ressources- mais de type productif, adaptatif et dynamique. L'objectif est d'assurer une création de valeur durable en particulier via la construction des opportunités de croissance par l'imagination de nouvelles façons de faire les choses ou de nouvelles choses à faire dans une perspective volontariste (Ferrier, 2000).

Pour récapituler, la relation entre les capital-investisseurs et les entreprises financées ne se limite pas à la vision restrictive du modèle contractuel, mais elle peut être abordée en référence à l'approche basée sur les ressources nécessaires au succès de l'entreprise (Guilhon B et Montchaud S, 2008).

Ces deux auteurs nous offrent une présentation synthétique des deux visions de la gouvernance, à savoir la gouvernance cognitive et la gouvernance coopérative :

Tableau n°12 : Les deux visions du processus d'implication à étapes des capital-investisseurs

Type de modèle	Modèle contractuel	Modèle cognitif
Cadre d'analyse	Asymétries informationnelles Théorie de l'agence	Approche basée sur les ressources Complémentarité
Principales caractéristiques	Contrat Mécanismes d'incitation Monitoring (contrôle)	Monitoring (activités à valeur ajoutée)
Perception du financement par étapes	Le financement par étapes comme un moyen de contrôle	Le financement par étape comme un moyen de suivi
Représentation de l'entreprise	L'entreprise comme un nœud de contrats	L'entreprise comme un pool de ressources
Type de coordination	Coordination orientée par les connaissances interprétatives (capital-investisseurs)	Coordination orientée par les connaissances instrumentales (entrepreneurs et capital investisseurs)
Type de gouvernance	Gouvernance conflictuelle	Gouvernance coopérative
Nature de la division du travail cognitif	Division du travail cognitif limitée (prééminence des capital-investisseurs)	Division du travail cognitif forte (basée sur une coopération entre les entrepreneurs et les capital-investisseurs)

Source : Guilhon B et Montchaud S : « Le capital risque : mécanisme de financement de l'innovation » ; Ed. Lavoisier, Paris, 2008, pp 116.

Dans la logique contractuelle, la firme est un instrument de contrôle permettant de profiter au mieux des gains associés aux synergies dues à la production jointe en équipe en luttant contre les effets de la triche due à l'asymétrie informationnelle et l'opportunisme.

En revanche, dans la logique cognitive la firme est un instrument permettant de profiter au mieux des gains associés aux synergies dues à la production jointe en équipe en luttant contre les effets de la divergence des schémas cognitifs.

Bien qu'elles soient multiples et hétérogènes, les approches de l'entreprise fondées sur le savoir présentent certains points communs :

- ❖ Elles remettent en cause la conception du savoir comme une donnée.
- ❖ Elles mettent l'accent sur les aspects de l'échange plutôt qu'aux aspects de la production.
- ❖ Elles accordent une grande importance à l'analyse de la gouvernance.

III.5-Les limites des théories cognitives

5.1-Limites générales du modèle cognitif

La conceptualisation de la firme comme un répertoire de savoirs productifs semble représenter une alternative à l'approche contractuelle. Néanmoins, ce courant cognitif présente lui aussi certaines limites qui sont les suivantes :

5.1.1-L'ambiguïté du corpus théorique

Contrairement aux théories contractuelles (*), qui peuvent s'interpréter comme des prolongements du modèle économique classique, les théories cognitives sont multiples et hétérogènes. Elles émanent de différentes approches de l'entreprise : le courant comportementaliste (Simon, March et Cyert), la théorie évolutionniste (Nelson et Winter), les théories fondées sur les ressources et les compétences (Penrose...), et les travaux portants sur l'apprentissage organisationnel (Argyris...).

Dans ce sens, le corpus théorique sur lequel repose ses nouvelles approches demeure ambigu. Les problèmes qu'ils tentent de résoudre ne constituent de réels problèmes que compte tenu ce cadre de référence.

5.1.2-La non intégration de l'évolution des frontières de la firme

L'analyse des frontières de l'entreprise est statique puisque de rares travaux ont analysé leur évolution en fonction de l'apprentissage organisationnel. Quel serait par exemple l'impact des ressources cognitives apportées par les capital-investisseurs sur les frontières de la firme ?

5.1.3-Le marché est aussi producteur de connaissance

Selon les théories fondées sur la connaissance, les firmes existent car elles parviennent plus efficacement que le marché à produire, sauvegarder et utiliser les capacités. Cette argumentation a été instrumentalisée de la même manière par Hayek (1945) pour expliquer la supériorité du marché quant à ses capacités d'apprentissage.

5.1.4-La connaissance n'est pas exogène

Les approches initiales fondées sur les ressources considèrent que la distribution de celles-ci est exogène, alors qu'il n'y a pas de connaissance déconnectée des personnes : elle naît entre les deux oreilles des individus. En ce sens, une information unilatérale est une information morte, pour vivre, elle doit se transformer en communication, donner lieu à l'échange (Blanchet. J, 1992). Elle doit avoir un contenu important aussi bien en sens qu'en relation et permettre aux acteurs de communier dans une conception riche de la réalité.

* - Dans les théories contractuelles, la firme est vue comme un centre contractant, un noeud de contrats, regroupant les contrats établis entre le dirigeant de la firme et les apporteurs de ressources et les clients. En raison des conflits d'intérêts entre les différents cocontractants, des asymétries de l'information et de l'impossibilité d'établir des contrats complets (permettant de prévoir toutes les éventualités), l'organisation de l'activité économique (intra-firme et inter-firmes) est sous optimale en ce sens qu'elle ne permet pas d'atteindre le niveau de création de valeur permis par la coopération, celui qui aurait été obtenu dans l'« économie du Nirvana », dans un monde parfait sans conflits d'intérêts ni inégalités informationnelles et où les droits de propriété sur les actifs seraient parfaitement délimités et protégés. Selon la théorie considérée (théorie de l'agence, théorie des coûts de transaction, théorie des droits de propriété), ces pertes de valeur s'analysent comme des coûts d'agence, de transactions ou comme sous valorisation des droits de propriété. Le système de gouvernance d'entreprise, selon la perspective contractuelle, s'explique par son aptitude à réduire ces pertes de valeur.

5.1.5-La non identification des moyens développant les capacités dynamiques

Même si la littérature est riche en prescriptions quant au développement des capacités dynamiques¹, le secret plane sur les moyens permettant de les développer et les améliorer. Les capacités sont une boîte noire « black box »^(*). En réalité, peu de mécanismes intentionnels sont véritablement efficaces pour résoudre les conflits cognitifs. Seule, la confiance, en particulier le respect de la justice procédurale et interactionnelle, par la transparence, la fidélité aux discours initiaux et le respect du pacte d'actionnaires, permettent de renouer avec les fondements de la coopération et de réduire la complexité sociocognitive du groupe (Stévenot A, 2006).

5.2-Les limites de l'influence des CI sur la GRH : un état de réactance et un enracinement du dirigeant forts

On relève plusieurs limites à l'influence des capital-investisseurs sur la GRH de la firme. Un premier type de limite vient de l'attitude des CI qui reconnaissent ne pas avoir de compétences spécifiques pour ces dimensions de la gestion de l'entreprise et qui craignent d'engager leur responsabilité. Le second type de limite est lié à l'état de réactance du dirigeant particulièrement vif en ce qui concerne l'intervention des investisseurs dans la GRH de la firme.

5.2.1-Le manque de compétences spécifiques et la crainte d'engager leur responsabilité

Les capital investisseurs manquent parfois de compétences spécifiques et ainsi de légitimité pour conseiller de manière précise et intervenir dans la GRH de l'entreprise. Ceci relève de la compétence du dirigeant.

Au-delà du manque de compétences spécifiques, les capital-investisseurs n'ont pas toujours une volonté pour s'impliquer trop dans la direction de l'entreprise, pour ne pas engager leurs responsabilités et être condamnés en cas de difficultés.

5.2.2-Une attitude méfiante et défensive des dirigeants : la réactance psychologique

Les concours des CI dans la GRH de l'entreprise sont souvent délicats, car ils peuvent être vécus comme une ingérence de la part de l'entrepreneur. Selon les prédictions de la théorie de la réactance psychologique, la réactance est plus forte chez les dirigeants minoritaires face aux investisseurs majoritaires qui exercent une contrainte réelle ou menace plus importante.

5.2.3-L'enracinement du dirigeant : l'importance des contrats implicites avec les salariés

La maîtrise des Ressources Humaines constitue un enjeu de pouvoir en cas de conflit entre le capital investisseur et le dirigeant au-delà des seules questions de GRH. L'importance du dirigeant pour ses salariés lui confère une possibilité d'enracinement. La force des contrats implicites qui lient le dirigeant aux salariés limite ainsi la capacité du capital investisseur à intervenir dans ces relations et dans la GRH de l'entreprise.

¹ Il s'agit d'aptitudes collectives de l'organisation à s'adapter son environnement en créant, réorganisant, apprenant, négociant, communiquant..., grâce à son capital humain, seul véritable gisement de valeur durable de l'entreprise. Le potentiel de création de valeur repose sur des facteurs immatériels composés d'intelligence collective, de capital relationnel, organisationnel, de capacité à mobiliser des talents, d'image de marque...

* - Ce concept de boîte noire représente un concept cher aux théoriciens classiques et néoclassiques. Utilisé par ces derniers pour décrire la firme, qui ne représente pour eux qu'un point dans l'espace réduite à un agent mécanique dont la fonction principale consiste à produire des biens et/ou services et dont l'organisation n'a pas été prise en considération.

Conclusion

Ce chapitre a passé en revue les travaux mettant en évidence la nature de la relation Capital Investisseur/Entrepreneur. La majorité des études sur le capital investissement se sont basées ces dernières années sur les hypothèses du paradigme dominant ; en l'occurrence, la théorie de l'agence. Elles se sont focalisées sur les mécanismes de contrôle qui permettent d'aligner les objectifs de l'entrepreneur, supposé opportuniste, avec ceux du capital-investisseur. Toutefois, cette approche présente plusieurs lacunes théoriques et empiriques qui empêchent de décrire fidèlement la nature de la relation capital-investisseur/entrepreneur.

Il reste un certain nombre de voies de recherche prometteuses. En ce sens, les théories de la TJP, du *stewardship*, et des conventions mettent l'accent sur la confiance considérée comme le vecteur clé de la réussite de partenariat entre le financier (Capital Investisseur) et l'industriel (Entrepreneur), celle-ci varie en fonction de la procédure de décision. Ces théories se focalisent sur les facteurs qui permettent la perception de la confiance dans la relation capital investisseur/entrepreneur. De plus il faut comprendre comment des facteurs tels que l'implication du capital investisseur et la compétitivité de l'environnement modèrent la perception durant la totalité de la relation.

Sapienza et De Clercq (2001) adoptent une approche basée sur la théorie de l'apprentissage organisationnel et la théorie des ressources pour expliquer comment créer une rente relationnelle. Au lieu de se focaliser sur la relation principal/agent dans laquelle l'implication du capital investisseur est vue comme une manière de surveiller l'entrepreneur, les recherches doivent tenir compte de l'implication du capital investisseur comme une forme de collaboration productive. En effet, le capital-investisseur apporte des fonds propres aux entreprises qu'ils accompagnent en qualité d'actionnaire pendant une durée limitée à quelques années. Étant donné que la rentabilité de son investissement dépend de la valeur prise par l'entreprise entre l'entrée et la sortie, le capital investisseur entend par son implication active contribuer à la création de valeur. Il s'agit d'étudier les enjeux en termes d'échange et de création de ressources cognitives susceptibles d'apporter une valeur ajoutée, puisque le capital investisseur apporte son aide aux dirigeants dans plusieurs domaines : stratégie, gestion...

Ce chapitre nous a permis de monter aussi dans quelle mesure l'introduction de la dimension cognitive permet de construire un modèle explicatif différent des structures d'actionnariat et comment cette analyse de l'actionnaire prend place à l'intérieur d'une vision différente et plus large de la gouvernance. En effet, la prise en compte du rôle cognitif d'orientation et d'apport de compétences que jouent les capital-investisseurs permet de modifier, d'une part, l'analyse traditionnelle de la structure de propriété, d'autre part, la vision juridico-financière de la gouvernance.

Enfin, il faut signaler que d'autres approches sont envisageables pour la compréhension de cette relation. Par exemple; Cable et Shane (1997) affirment que la relation capital investisseur/entrepreneur doit être étudiée comme le dilemme du prisonnier plutôt qu'une relation principal-agent. Ils identifient les facteurs qui promeuvent une coopération à long terme, au lieu d'un gain personnel à court terme.

Conclusion de la première partie

L'analyse mise en œuvre dans cette partie a permis d'identifier les déterminants du capital investissement, mais aussi de cerner les facteurs constitutifs de la supériorité américaine dans cette activité. En effet, les théories qui se sont intéressées à l'analyse du capital investissement sont diverses. La majorité de ces travaux modélisent l'interaction entre les investisseurs et l'entrepreneur par une relation d'agence où l'entrepreneur est identifié à l'agent et l'investisseur au principal. Dans ce cadre d'analyse, la qualité de la relation entre les deux partenaires est organisée par un contrat. Plus ce contrat sera complet, plus la qualité de cette relation sera bonne. Mais, la rédaction d'un tel contrat est coûteuse et l'investissement dépend grandement de la capacité du capital investisseur à gérer le conflit d'agence patent entre lui et l'entrepreneur. Si les deux parties ont comme objectif commun la croissance de l'entreprise, il existe une asymétrie d'information importante entre les deux parties, l'entrepreneur étant considéré comme la partie la plus informée. Alors que le cadre institutionnel fournit aux acteurs le cadre de jeu des acteurs, l'efficacité du CI se construit au niveau microéconomique. Elle dépend de l'implication des individus, des mécanismes de supervision et de contrôle mis en place par les différentes parties. La réputation et les signaux envoyés par les différentes parties prenantes sont donc déterminants pour la réussite du projet.

En d'autres termes, dans la représentation financière de la gouvernance la firme se réduit à un nœud de contrats incluant les dirigeants et les investisseurs financiers. Les conflits opposent soit les actionnaires aux dirigeants, soit les créanciers financiers (banques, obligataires...) aux actionnaires et l'efficacité du système de gouvernance se mesure par sa capacité à réduire les pertes de richesse pour les actionnaires. Dans cette perspective, ouverte par Jensen et Meckling (1976) et par Fama (1980), le système, dans l'objectif de réduire les conséquences des conflits entre actionnaires et dirigeants, est composé de mécanismes construits, « intentionnels » - le droit de vote, le conseil d'administration, les systèmes de rémunération ou encore les audits comptables -, et de mécanismes « spontanés », liés au fonctionnement des marchés, par exemple le marché des dirigeants ou le marché des prises de contrôle. Les conflits avec les créanciers se règlent par des mécanismes comme les garanties contractuelles, les procédures légales de règlement judiciaire, le marché de l'information financière (analystes financiers), voire des mécanismes informels, tels que la réputation. Ces différents mécanismes, non indépendants, ne jouent pas forcément un rôle équivalent vu leur contingence à la nature de l'organisation et de l'activité (Charreaux, 1997).

L'analyse mise en œuvre dans cette partie a permis aussi de montrer que la relation CI/Entrepreneur nécessite la combinaison des approches contractuelles et relationnelles. En effet, nonobstant le fait qu'il est admis, quasiment comme un dogme, que l'intermédiation financière assurée par le capital investisseur fournit l'illustration la plus aboutie de la théorie de l'agence, néanmoins, cette théorie contractuelle est incapable de rendre compte de la coordination productive entre le capital investisseur et l'entrepreneur. En ce sens, Les théories néo-institutionnelles sociologiques (relationnelles) pourraient constituer des voies de recherches prometteuses pour l'analyse de la relation CI/E. Elles sont basées sur une logique de gouvernance cognitive s'intéressant à la création de la valeur et non pas à sa répartition comme c'est le cas pour les théories fondées sur une logique disciplinaire. L'analyse cognitive de la gouvernance des entreprises financées par le CI met l'accent sur l'implication et la participation de l'investisseur en termes d'aide à la stratégie et à la gestion.

Cependant, cette analyse laisse dans l'ombre la possibilité d'apparition de conflits cognitifs entre les partenaires, puisque elle se focalise sur la dimension consensuelle de la relation. Ces conflits portent sur les objectifs ou les moyens à mettre en œuvre pour les atteindre et sont issus de la contestation de l'acquis et des territoires de pouvoir (Charreaux, 2002). Le cercle vicieux de conflit est alimenté par les réactions psychologiques, notamment la réactance psychologique des dirigeants, qui freine l'échange et incite au développement de stratégies d'enracinement. La résolution des conflits cognitifs et l'alignement des schémas mentaux nécessitent de porter une attention particulière à la dimension psycho-sociale qui instaure la confiance entre le capital-investisseur et le dirigeant. Cette dimension psycho-sociale a trait au respect de la justice procédurale par la transparence, aux relations fréquentes informelles et à l'autonomie accordée au dirigeant.



PARTIE II
Problématique et atouts du
capital investissement en
Algérie

Introduction de la deuxième partie

Comme tout travail de recherche, la mise en œuvre et la validation empirique des propositions exploratoires et hypothèses de la recherche, nécessite le passage à une étude sur le terrain permettant d'apporter des éléments de réponse aux questions posées dans la problématique, car la théorie ne saurait prendre un sens que si elle est accompagnée d'un cas pratique. Par conséquent, nous avons vu utile de nous intéresser au traitement d'un cas réel de prise de participation extrait du portefeuille de la SOFINANCE. Nous essayerons d'adapter ce cas à la logique d'intervention du capital investissement étant donné qu'il s'agit d'un cas de prise de participation. Aussi nous aborderons dans ce chapitre un cas réel de financement par capital investissement recueilli auprès de la FINALEP. Notre choix d'introduire un cas réel de financement pris du portefeuille de la FINALEP, a été motivé par le fait que c'est le seul organisme dédié spécialement à ce mode de financement, et par l'expérience caractérisant cette société d'investissement dans le domaine par rapport aux autres intervenants sur le marché algérien.

La réussite de l'expérience américaine a sensiblement motivé les pays européens et plus particulièrement la Grande Bretagne et la France qui ont créé à leur tour leur première Sociétés de Capital Investissement respectivement, en 1962 et en 1965. Certes, né pour la première fois, en 1945, aux Etats-Unis, le capital investissement permet d'orienter vers les jeunes entreprises à haut potentiel de croissance, les capitaux que les individus ou les institutions acceptent d'investir avec un risque en général très élevé. L'introduction de ce nouveau produit s'est faite graduellement pendant les 15 premières années avant de connaître un développement rapide dans les années 1960 et 1970. Son explosion effective date de la fin des années 1970 et son développement, surtout, dans la « Silicon Valley », fut lié notamment à la naissance de la micro-informatique et des nouveaux secteurs économiques qui se sont créés autour d'elle. Aussi, le succès du capital investissement aux Etats-Unis s'explique par l'énorme capacité d'investissement des fonds de pensions américains qui alimentent le venture capital. Là aussi, il a fallu attendre plus d'une quinzaine d'années avant d'assister à une véritable percée du capital risque dans les années 1985-1990.

En Algérie, le financement considéré souvent sous un angle étroit comme un simple facteur de production, se trouve aujourd'hui au centre des préoccupations, particulièrement pour aborder les secteurs hors-rente (hors hydrocarbures) et pour appuyer des activités liées à la nouvelle économie et les PME. Considéré comme un moyen d'encouragement de l'investissement et de redéploiement du système financier, ce financement constitue une condition essentielle à l'impulsion de toute dynamique de croissance. Le capital investissement en Algérie doit prendre de l'ampleur face aux besoins d'une économie en transformation, confrontée chaque jour aux défis de la mondialisation et à une ouverture plus grande de ses marchés.

Partie II : Problématiques et atouts du capital investissement en Algérie

Cette deuxième partie aura donc pour objectif, de présenter l'étendue de la pratique du capital investissement en Algérie et son degré de compatibilité avec la théorie. Nous prendrons pour référence la SOFINANCE et la FINALEP, en exposant leurs modes d'organisation ainsi que leurs modes opératoires dans l'étude d'une demande de financement.

En premier lieu, et comme troisième chapitre, l'analyse de l'état des lieux du marché du capital investissement en Algérie, nous semble non seulement nécessaire mais indispensable. Notre but à travers ce chapitre s'attache à montrer que malgré son essor au niveau mondial, le CI, en Algérie, reste relativement embryonnaire, méconnu du grand public et des dirigeants de l'entreprise. Les facteurs entravant sa prolifération portent sur des considérations économiques et financières, institutionnelles, structurelles, fonctionnelles et culturelles. Une meilleure portée du CI est donc un assouplissement des conditions de financement qui implique d'approcher le marché bancaire et cette industrie en termes de complémentarité et non sous l'angle de la rivalité. Ce chapitre sera scindé en trois sections, dans la première section, il s'agit de faire un bref aperçu du cadre juridique de la pratique du capital investissement en Algérie, et ce dans le but de déterminer les contraintes institutionnelles de cette activité dans notre pays. Quant à la deuxième section, l'étude et l'exposé des principaux organismes de capital investissement en Algérie, s'imposent. A cet effet, en mettra l'accent sur le rôle de ses acteurs, notamment la FINALEP, la SOFINANCE, le MPEF et le FSIE, leurs logiques de fonctionnement et leurs problèmes rencontrés aux différentes phases d'investissement. Et enfin, nous exposerons les cas de quelques entreprises financées par capital investissement en Algérie.

En deuxième lieu, et comme quatrième chapitre, et à travers l'étude faite au troisième chapitre, et l'analyse de l'environnement de la PME du capital investissement en Algérie, nous essayerons de faire ressortir les diverses contraintes qui empêchent ce mode de financement de se développer dans notre pays. Comme le précédent chapitre, ce chapitre sera scindé en trois sections différentes. Dans la première, vu que la PME constitue la cible privilégiée du capital investisseur, la présentation d'un constat de ces entreprises, nous semble nécessaire. Cela nous permettra de cerner les contraintes liées aux PME et à leur environnement. L'analyse des contraintes juridico-institutionnelles, culturelles et financières fera l'objet de la deuxième section. Enfin, nous passerons en revue les différentes opportunités qui se présentent à cette activité avec les programmes de privatisation, de relance économique qui sont en vigueur dans notre pays.



CHAPITRE I
L'état des lieux de la pratique
du capital investissement en
Algérie

Introduction

Malgré la notoriété rapidement acquise, l'activité de capital investissement reste mal connue en Algérie où elle est toujours à l'état embryonnaire. En effet, en Algérie les banques demeurent quasiment les seuls bailleurs de fonds des entreprises pour un volume de crédits qui a atteint un montant de 18 milliards d'euros en 2006¹.

Les banques commerciales ne sont pas en mesure de répondre aux besoins des PME pour les financements longs et les financements de haut de bilan « fonds propres ». Ceci est lié à l'absence de banques d'affaires et sociétés de capital investissement. Deux sociétés de capital investissement existent en Algérie, la FINALEP et la SOFINANCE, qui sont limitées par une insuffisance de fonds propres.

Créée dans une conjoncture sécuritaire des plus difficiles et peu favorable aux affaires, la FINALEP n'entamera ses activités au demeurant très timidement, qu'à partir de 1995, réalisant quelques modestes participations. C'est surtout au cours de l'année 2000 qu'elle va réaliser l'essentiel de ses investissements.

Depuis, les autorités ont pris conscience² de la nécessité de promouvoir la création d'autres sociétés de capital investissement (prévues initialement pour 2004/2005 ; avec mixage de fonds budgétaires et bancaires) au profit des PME et l'accélération du développement de la bourse des valeurs, par l'introduction en bourse d'autres entreprises, soit par l'ouverture de leur capital, soit par l'émission d'emprunts obligataires pour le financement de leur développement.

A cet effet, des organisations, comme les chambres de commerce et d'industrie, les associations professionnelles, les agences relevant de l'Etat, comme l'Agence Nationale du Développement de l'Investissement « ANDI » créent des réseaux d'investisseurs privés pour soutenir les nouvelles entreprises auxquelles est destiné ce nouveau mode de financement.

Notre objectif à travers ce chapitre est bien celui de retracer un état des lieux du capital investissement en Algérie et ce dans le but de pouvoir cerner les contraintes et les perspectives de cette activité dans notre pays. Autrement dit, il s'agit de montrer que le capital investissement existait en Algérie depuis 1990, et ce malgré l'absence d'un cadre juridique régissant cette activité, jusqu'à juin 2006. Or une telle démonstration n'est possible qu'une fois mis en exergue, les divers organes de financement activant dans le secteur : la FINALEP (la financière algéro-européenne des participations) créée en 1991, la SOFINANCE (la société financière, d'investissement et de placement) créée en 2000 et le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi « FSIE », en plus d'autres fonds internationaux activant en Algérie tels Maghreb Private Equity Fund « MPEF » et PROPARCO. Ainsi, nous traiterons des sections suivantes :

Section I : La pratique du capital investissement en Algérie.

Section II : Etude des principaux organismes de capital investissement en Algérie.

Section III : Quelques entreprises financées par capital investissement en Algérie

¹ Mme Mentouri F, la Ministre déléguée à la réforme financière dans une rencontre sur le CI en Algérie, cité in El Watan économie du lundi 19 au dimanche 25 novembre 2008.

² En témoigne la loi définissant les conditions d'exercice de l'activité de capital investissement en Algérie qui été promulguée en juin 2006. En plus, le CI fait actuellement l'objet d'une réglementation « en voie de finalisation ». En effet. Donc, le CI doit représenter un « espace d'opportunités profitable » pour les entreprises, mais aussi un complément au marché du crédit et un ferment pour le marché financier naissant en Algérie (Mentouri F, Op.cit).

Section I : La pratique du capital investissement en Algérie

I.1- Le cadre réglementaire du CI en Algérie

Jusqu'en juin 2006, il n'existait encore aucun cadre réglementaire relatif à l'activité de capital investissement, ceci n'a pas pourtant empêché certains établissements financiers tels que la FINALEP ou la SOFINANCE ou encore la CNAC d'exercer ce métier même si dans la majorité des cas, c'était du capital investissement qui ne disait pas son nom.

1.1-La loi n° 06-11 du 28 Jomada el Oula 1427 correspondant au 24 Juin 2006 relative à la SCI

La loi n° 06-11 du 28 Jomada el Oula 1427 correspondant au 24 Juin 2006 relative à la société de capital investissement, reflète l'intérêt que porte l'Algérie au métier et sa ferme intention d'encadrer les opérations y afférentes.

Nous essayerons dans ce qui suit de présenter un bref résumé de la loi en question :

1.1.1-Statut et capital

Ladite loi présente, dans son 2^{ème} article, la société de capital investissement comme : « la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation ».

La société de capital investissement a la possibilité d'intervenir dans des opérations de capital risque, capital développement, capital transmission ou d'opérations d'achat de participations d'autres sociétés de capital investissement, au moyen de souscription ou d'acquisition de toutes les autres catégories de valeurs mobilières assimilées à des fonds propres.

La société de capital investissement est constituée sous forme de SPA, dont le capital minimum est fixé par voie réglementaire et est libéré par tranche de 50 % à la date de sa constitution et 50 % selon les dispositions du code de commerce.

1.1.2-L'exercice de l'activité de capital investissement

L'exercice de l'activité de capital investissement est soumis à une autorisation préalable délivrée par le ministre chargé des finances, ayant reçu une demande d'autorisation, après avis de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et de la Banque d'Algérie.

1.1.3-Les règles prudentielles relatives aux opérations de prises de participation

Les prises de participation des sociétés de capital investissement ne doivent pas excéder 15 % de son capital et de ses ressources, dans une même entreprise et les prises de participations ne peuvent pas dépasser 49% du capital d'une même entreprise.

Chaque prise de participation doit être formalisée par la rédaction d'un pacte d'actionnaires déterminant les modalités du partenariat entrepreneur/investisseur (la durée de la participation dans l'investissement et les conditions de sortie de la SCI et la portée de pouvoir d'ingérence de ce dernier). Cependant, les montants investis ne doivent pas dépasser 15 % du capital social de la société cible.

La SCI ne peut procéder à des emprunts au-delà de la limite de dix pour cent (10%) de ses fonds propres nets. Les emprunts contractés ne peuvent servir au financement des prises de participations.

1.1.4-Le contrôle de la société de capital investissement

La société de capital investissement est soumise au contrôle de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), qui s'assure de la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

La COSOB exerce, vis-à-vis des sociétés de capital investissement, les missions et pouvoirs qui lui sont dévolus par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

La société de capital investissement transmet au ministère chargé des finances et à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse :

- Un rapport d'activités semestriel accompagné d'un état du portefeuille,
- Les documents comptables et financiers de fin d'exercice requis,
- Les rapports des commissaires aux comptes et tout autre document jugé nécessaire à l'exercice du contrôle.

L'exigence de ces différents documents est expliquée par le souci de réduire l'asymétrie informationnelle entre la société de capital investissement et les organismes de contrôle.

1.1.5-Le statut fiscal de la société de capital investissement

La société de capital investissement bénéficie d'exonération de l'Impôt sur les Bénéfices des Sociétés (IBS), pour les revenus provenant de dividendes, de produit de placement, et de produit et plus-values de cession des actions ou de parts sociales.

La société est soumise à un taux d'intérêt de 5 % à titre d'impôt sur les Bénéfices des Sociétés et bénéficie d'une période d'exonération de l'Impôt sur les Bénéfices des Sociétés « IBS », de cinq ans, à compter de la date de début de son activité.

Il est à signaler, que seules les sociétés de capital investissement intervenant en la forme de Capital Risque, bénéficient d'une exonération de l'IBS, pour une période de cinq années, à compter du début de son activité.

La société de capital investissement est soumise à un droit d'enregistrement constant d'un montant de cinq cents dinars (500 DA), et de vingt dinars (20 DA) par page pour tout acte de constitution, d'augmentation ou de réduction de capital et de cession de valeurs mobilières.

1.2-Le décret exécutif n° 08-56 du 04 Safar 1429 correspondant au 11 février 2008

Ce décret a apporté des amendements à la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement, notamment ses articles 8, 9, 14 et 27.

1.2.1-Capital social minimum et modalité de sa détention

Le capital social de la société de capital investissement n'est plus fixé par voie réglementaire. Il est de l'ordre de cent millions (100.000.000) de dinars. La souscription à ce capital social est réalisée exclusivement au moyen d'apports en numéraires ou d'acquisition d'actions.

1.2.2-Conditions d'octroi et de retrait de l'autorisation d'exercice

Outre les documents cités dans l'article 10 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la SCI, notamment ses articles 8, 9, 14 et 27 (le pacte d'actionnaires, les projets des statuts, les fiches de renseignement sur les statuts, la liste des actionnaires détenant plus de 10% du capital, le mode d'organisation et de fonctionnement et tout autre document ou information requis par le ministre chargé des finances), la demande d'autorisation d'exercice adressée au ministre chargé des finances, comprend :

❖ Une déclaration sur l'honneur attestant que les fondateurs et les dirigeants de la SCI n'ont fait l'objet d'aucune des condamnations prévues à l'article 11 de la loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 (pour crime, détournement, concussion, vol, escroquerie, émission de chèque sans provision ou abus de confiance, banqueroute, infraction à la législation et à la réglementation des changes, faux en écritures ou faux en écritures privées de commerce ou de banque, infraction au droit des sociétés, recel des biens détenus à la suite de ces infractions et pour toute infraction liée au trafic de drogue, à la contrebande, au blanchiment d'argent, au terrorisme ou à la corruption.),

❖ Une note d'information exposant la stratégie d'investissement et notamment, les modalités d'intervention et les durées d'investissement envisagées.

1.2.3-Statut fiscal de la SCI et des investisseurs

La société de capital investissement n'est pas soumise à l'Impôt sur le Bénéfice des sociétés « IBS » pour les revenus provenant des dividendes, des produits de placement et des produits et plus-values de cession des actions et des parts sociales, à condition de conserver les fonds investis dans les entreprises pendant un délai d'au moins cinq ans à compter de la date de souscription ou d'acquisition.

Les Sociétés de Capital Risque « SCR » bénéficient du régime fiscal applicable aux sociétés de capital investissement « SCI ».

1.3-L'arrêté du 16 Joumada Ethania 1431 correspondant au 30 mai 2010

Il a pour objet de fixer le modèle d'engagement et de définir les règles pratiques de conservation par les sociétés de capital investissement « SCI » des participations et leur contrôle.

Pour pouvoir bénéficier de l'exonération, la SCI est tenue de souscrire, auprès des services territorialement compétents, un engagement de conservation des fonds investis, accompagnée d'une demande d'exonération de l'IBS, signés par le directeur général et le président du conseil d'administration.

Elle est tenue aussi d'adresser un exemplaire de l'engagement suscité à la COSOB, qui attestera de respect ou non des engagements. Le non respect des engagements pris entraîne le reversement du montant correspondant à l'exonération consentie, majorée des amendes et pénalités prévues par la législation en vigueur.

De plus, la société bénéficiaire est tenue de produire, à l'appui de la déclaration annuelle des bénéfices, une attestation de respect des engagements délivrés par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB).

I.2-Cartographie des Organismes de CI en Algérie

Encore, à l'état embryonnaire, le capital investissement a démarré en Algérie en 1991 avec la création de la FINALEP, qui investit dans les entreprises associant des partenaires européens et algériens.

Cependant, devant les réticences des banques, en raison des règles prudentielles très strictes, à accompagner le développement des PME, le capital investissement, ou capital risque, émerge comme un instrument approprié.

Dans cette optique, les pouvoirs publics projettent de créer, sur fonds publics, cinq Sociétés de CI avec une dotation en capital pour l'ensemble de 3 milliards de dinars^(*).

2.1-Les organismes nationaux

En plus de la FINALEP, la SOFINANCE et le FSIE qu'on analysera de manière succincte tout en long de ce chapitre, d'autres OCI voient le jour en Algérie.

2.1.1-Le Fonds de Capital Risque de la BEA et Siparex (France)

La société d'ingénierie financière française Siparex s'est associée avec la BEA pour lancer un fonds de capital risque destiné aux PME. Cette annonce colle à la politique gouvernementale qui incite les banques publiques à créer des filiales spécialisées en capital investissement. Ce partenariat avec Siparex est doté d'un capital de 50 millions d'Euros.

Siparex a participé en 1994, en Tunisie, avec la Banque Mondiale à la création de Tuninvest Finance Group. Cette firme, dont Siparex détient 5 %, est un des plus importants groupes de capital investissement privé d'Afrique, avec 344 millions d'Euros de fonds sous sa gestion. Au Maroc, Siparex détient 15 % de Capital Invest, un des premiers acteurs du pays, qu'il a aidé à se lancer en 2000 et gère actuellement 54 millions d'euros.

2.1.2-El-Djazaïr Istithmar

La Spa El-Djazaïr Istithmar est une institution financière dotée d'un capital social de 1 milliard de dinars. Elle est créée par deux banques (La Banque d'agriculture et de développement rural « Badr » et la Caisse nationale d'épargne et de prévoyance, « Cnep-Banque »), en application des dispositions de la loi du 24 juin 2006, définissant les conditions et le cadre d'activité de ce type de société ainsi que les modalités de leur création et de leur fonctionnement.

Pour ce qui est du champ d'intervention, El-Djazaïr Istithmar cible toutes les PME de droit algérien des secteurs publics et privés activant dans la production des biens et services, dont elle peut prétendre à un taux de participation maximal de 49%.

2.1.3-LAFICO

C'est une société d'investissement à capitaux libyens de droit algérien créée en 1981. Elle intervient essentiellement dans le secteur des services (hôtels, finances, transport maritime). Elle est par exemple associée dans le Sheraton d'Oran et possède une société mixte, Lafider, avec le groupe public Cosider. Lafico Algérie s'est engagé avec Cosider toujours pour la construction du Quartier des affaires de Bab Ezzouar (un projet au budget astronomique de 300 millions de dollars).

* - C'est du moins ce qu'a annoncé, Mohamed Larbi, DG de la SOFINANCE, une société financière d'investissement, de participation et de placement, agréée par la banque d'Algérie en 2001, lors d'un séminaire organisé par le cercle d'action et de réflexion autour de l'entreprise en collaboration avec la Société financière internationale (SFI).

2.1.4-Le FAKI : Fonds Algéro-koweïtien d'Investissement

Le FAKI est un établissement financier ayant pour rôle d'aider à l'investissement en obtenant un pourcentage des bénéfices ou encore des actions dans les entreprises ayant bénéficié d'un crédit.

Ce fonds a été l'objet d'une affaire de détournement de plus de 60% des 178 millions de dollars (près de 1 780 milliards de centimes) constituant son capital social, où le principal accusé à savoir Brahimi El Mili Anouar ; un homme connu pour être une sommité (il est le fils d'un ancien ministre de l'éducation), a commis le plus gros détournement en transférant 30 millions de dollars du Fonds vers ses comptes personnels à l'étranger. Appelé en 2001 à gérer le FAKI, El Mili a également créé, durant la même année, son entreprise Handinet (Une boîte informatique). Il ouvrira plusieurs comptes dans différentes banques dont la CAB (Compagnie Algérienne de Banque) et la Housing Bank. Des comptes qui seront utilisés par El Mili pour des opérations frauduleuses¹.

Pendant son activité, El Mili réussira à approcher six partenaires pour lesquels des crédits à différentes hauteurs seront accordés, avec des taux d'intérêt d'au moins 12%². Ce qui représentait des sommes importantes, vu l'importance des crédits. La première cible été un importateur de produits agroalimentaire, connu à Oran comme gérant de la société légal. Il y a également le cas du gérant d'une entreprise plastique à Oran qui a bénéficié d'un prêt de 1,1 milliards de centimes du FAKI et une entreprise d'étanchéité à Mascara. D'autres opérateurs ont bénéficié de différents crédits (1, 1,5, 3, et 10,5 milliards de centimes).

2.1.5-La société d'investissement Algéro-Saoudienne «ASICOM»

Créée par une convention signée en 2004 entre l'Arabie saoudite et l'Algérie, la société d'investissement Asicom a pour finalité de promouvoir l'investissement en Algérie et en Arabie saoudite. Asicom est dotée d'un capital de 8 milliards de dinars algériens, dont 4 milliards apportés à parts égales par les deux Etats actionnaires. Cette société d'investissement est opérationnelle depuis juin 2008, en rachetant 32% du capital d'une société privée spécialisée dans l'impression, pour un montant de 60 millions de dinars algériens (environ 650.000 euros). Asicom a également accordé à cette entreprise un crédit de 70 millions de dinars pour cinq ans.

Aujourd'hui, Asicom envisage de prendre des participations dans trois autres projets, notamment l'entrée dans le capital social d'un centre commercial à Alger et le financement d'un projet immobilier à Sidi Abdellah, avec en contrepartie la souscription d'un investisseur saoudien dans le capital d'Asicom. Cette société a reçu également des demandes de la part d'inventeurs à la recherche de financement pour concrétiser leurs projets. L'accompagnement financier accordé par cette société aux porteurs de projets se fait à travers trois possibilités : dans de nouveaux projets (capital création), dans des investissements de développement (capital développement) ou enfin dans la valorisation et l'exploitation du patrimoine foncier de l'investisseur.

¹ A titre d'exemple, c'est pas moins de 150 milliards de centimes qui transiteront par le compte CAB de H. A (directeur technique de la boîte informatique « HANDINET ») et quelque 10,6 milliards de centimes par son compte de la Housing Bank. El Mili fera même bénéficiaire son entreprise Handinet de 2,5 milliards de centimes en utilisant le même procédé. D'autres fraudes sont signalées, comme le compte en devises de H.A qui contenait la somme de 31 000 dollars (près de 300 millions de centimes) qui ont été transférés vers le compte d'El Mili au Luxembourg.

² Etant un établissement financier, le FAKI ne pouvait ni faire appel public à l'épargne, ni faire faire des prêts aux opérateurs économiques. Il s'agit là de la première distorsion à la loi.

Asicom intervient financièrement selon une fourchette oscillant entre 100 et 500 millions DA. Les règles d'intervention d'Asicom en matière de prise de participation sont celles appliquées par les sociétés d'investissement ou de capital investissement. Elles sont fondées sur des participations minoritaires avec une représentation au sein de l'organe de gestion de la société financée.

2.1.6-Les sociétés en projet

Trois autres sociétés de capital investissement sont au stade de projet. La première doit réunir Sonatrach et la Banque européenne d'investissement (BEI) pour la filialisation et l'externalisation des activités de soutien et la création de sociétés de services parapétroliers. La deuxième sera créée entre la SOFINANCE (Société financière de participation et de placement) et la BEI pour le développement et la privatisation d'entreprises publiques, tandis que la troisième société d'investissement pourrait être lancée par le Forum des Chefs d'Entreprises (FCE).

2.2-Les fonds internationaux

Trois Fonds internationaux ont été installés depuis :

2.2.1-Afric invest

Ce fonds est géré à partir de Tunis par Tuninvest Financial Group, qui a deux filiales à Casablanca et à Alger et qui compte déjà une dizaine de projets dans son portefeuille. Ce fonds a financé par le biais de Maghreb Private Equity Fund I et Maghreb Private Equity Fund II, trois sociétés en Algérie : la société de Développement, d'Industrialisation et de Commercialisation de matériels électroménagers « SODINCO », les Nouvelles Conserveries Algériennes Rouïba « NCA Rouïba » et la société de leasing Maghreb Leasing Algérie « MLA » (pour plus de détails, voir plus loin).

2.2.2-Proparco

La société de Promotion et de Participation pour la Coopération économique « PROPARCO », en association avec des intermédiaires en bourse, conçoit et promeut des véhicules d'épargne à long terme constitués sous forme de Fonds Communs de Placement, auquel elle apporte sa garantie afin de faciliter la souscription d'investisseurs institutionnels. Cette opération de création d'un produit structuré innovant aide à la dynamisation du marché financier.

Elle permet de générer un effet d'entraînement pour mobiliser l'épargne longue et notamment celle des investisseurs institutionnels (caisses de sécurité sociale, compagnies d'assurance).

PROPARCO a accompagné son partenaire Tunisie Leasing (leader du crédit-bail en Tunisie) dans la création d'une société de leasing en Algérie, dénommée Maghreb Leasing Algérie, aux côtés de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), de la société financière hollandaise (FMO), de la CFAO et d'autres sociétés tunisiennes. PROPARCO a pris 10% du capital de cette société dont la création est emblématique de la coopération régionale Tunisie-Algérie.

Section II : Etude des principaux OCI en Algérie

II.1-La FINALEP

La FINALEP est une société par actions de droit algérien spécialisée dans le capital investissement. Elle a été créée en avril 1991 avec un capital social de 73.750 MDA, entre des partenaires algériens majoritaires de 60% (40% pour la Banque de Développement Local, 20% pour le Crédit Populaire d'Algérie) et européens à hauteur de 40% (28,74% détenus par l'Agence Française de Développement et 11,26% par la Banque Européenne d'Investissement).

La FINALEP a procédé à une première augmentation de capital de 73.750 MDA en 1991 à celui de 191,70 MDA en 2007. Elle éprouve cependant des difficultés à opérer une deuxième augmentation

1.1-Création : contexte et objectifs

La FINALEP/Spa (Financière Algéro-Européenne de Participations) est une société mixte algéro-européenne spécialisée dans le capital-investissement en vue de financer des partenariats algéro-européens. Elle a été créée en avril 1991 à l'initiative de deux banques algériennes : la Banque de Développement Local (BDL) et le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) et la caisse centrale de coopération économique, actuelle Agence Française de Développement (AFD) dans le sillage des réformes engagées du système bancaire et financier algérien (la loi n° 90-10 du 14 avril 1990 sur la monnaie et le crédit), afin de promouvoir ce mode de financement en Algérie.

Un quatrième partenaire, la Banque Européenne d'Investissement (BEI) a fait son entrée en 1995 dans l'actionnariat de la FINALEP.

Il faut préciser que cette société a été lancée sans attendre la mise en place d'un cadre légal et réglementaire spécifique à cette activité et qu'elle a activé sous le seul couvert d'un avis de conformité du conseil de la monnaie et du crédit (Avis n°12 du 04 février 1991), ce qui fait que la FINALEP a rencontré un très grand nombre de problèmes.

De plus, elle avait pour exigence de financer des projets de partenariat Algéro-Européen, une situation contraignante à laquelle il a fallu remédier par la suppression de la clause statutaire y afférente.

Les objectifs assignés à cette entreprise étaient, avec bien sûr l'assistance des partenaires européens, de :

- Ancrer dans le paysage financier algérien, ce nouveau métier dédié au financement et à la création des PME.
- Mettre en place les outils et les procédures propres à l'activité de CI.
- Former un noyau d'encadrement à même d'assimiler et de diffuser les techniques de ce mode de financement.
- Susciter au sein des patrons des PME un intérêt pour ce financement de haut de bilan en les sensibilisant sur les avantages qu'il présente par rapport au financement bancaire traditionnel.

1.2-Les activités de la FINALEP

La FINALEP a pour mission principale de financer, de promouvoir et d'appuyer la création, le développement et la transmission/reprise d'entreprises. Elle contribue également à la privatisation de sociétés publiques en s'associant à leurs repreneurs potentiels.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Elle intervient, non seulement, en fonds propres en prenant des participations directes dans le capital social des entreprises, mais également, en participant accessoirement par l'intervention en quasi-fonds propres.

La FINALEP assure des services connexes à son activité principale, nous en citons :

- Assistance et conseils ;
- Recherche et identification à travers le réseau de banques actionnaires et les banques de données internationales ;
- Recherche de préfinancement pour la prise en charge des études de faisabilité, formation et autres ;
- Assistance dans l'étude de faisabilité et autres ;
- Recherche de crédits domestiques et extérieurs ;
- Assistance dans l'accompagnement des formalités administratives et légales (APSI, notaires..).

1.3-Objet social

Conformément à ses statuts, l'objet social de la FINALEP porte sur :

- Participation au capital de joint-ventures créées par des opérateurs algériens et européens.
- Recherche de promoteurs.
- Négociation d'accord de partenariat.
- Appui pour le montage financier de projets et la recherche de leur financement.

A vrai dire, la FINALEP a été créée à l'époque pour « ancrer ce nouveau métier en Algérie, et ce, en mettant en place des outils, des procédures de fonctionnement, et former un groupe d'algériens qui maîtriseront ces techniques de financement et sensibiliser les promoteurs à ce nouveau métier, en leur présentant les avantages par rapport aux crédits bancaires classiques » (Belaid. O, 2006).

1.4-Bilan des activités de la FINALEP

1.4.1-Présentation générale

L'activité de la FINALEP a démarré effectivement en 1995 avec sa première participation dans une société issue d'un partenariat entre opérateurs algériens et grecs pour la production, conditionnement et la commercialisation de tabacs (ATLAS TOBACCO-SPA) dans la wilaya de Tipaza.

A ce jour, la FINALEP s'est engagée dans une quinzaine de projets dont le dernier remonte à 2003 (production d'eau minérale). Trois sorties ont été opérées en 2004 et 2005 et une autre en 2008, avec une légère plus value.

Le montant engagé au 31/12/2006 s'élève à 177.416.000 DA, dont 165.000.000 DA en fonds propres et 11.616.000 DA en comptes courants.

En ce qui concerne les participations qui restent, il y a du bon et du moins bon, ce qui est tout à fait normal (Belaid. O, 2006). Les investissements de la FINALEP ne sont pas encore profitables et rentables, puisque trois entreprises, représentant 80% des placements sont encore en phase de démarrage (une à 50 millions de DA, une autre à 40 millions de DA et la troisième à 35 millions de DA).

1.4.2-Le choix du portefeuille de participation

Le choix du portefeuille de participations s'est opéré dans le respect de la règle de diversification en matière de secteurs d'activité, d'implantation géographique et de forme ou de stade de capital investissement (capital création, capital développement et capital transmission/reprise).

Concernant les modalités, les règles et les conditions de prises de participations, la FINALEP, en l'absence d'un texte légal et réglementaire (jusqu'à la promulgation de la loi n° 06-11 du 24 juin 2006 fixant les conditions d'exercice des sociétés de capital investissement), a basé ses interventions sur le respect des normes et des principes de prudence (les règles prudentielles), généralement admis dans les financements par capital investissement ; à savoir :

- Organisation sous forme de sociétés par actions (SPA).
- Participations minoritaires (49% maximum) ;
- Participations maximales dans un même projet (25 % des fonds propres) ;
- Participations assurant un siège en conseil d'administration (désignation d'un administrateur indépendant).
- Désignation par la FINALEP des commissaires aux comptes.
- Emprunt maximal qui ne peut aller au-delà de 10% des capitaux propres nets.
- Rédaction d'un pacte d'actionnaires précisant entre autres les participations et les clauses de sortie.

1.4.2.1-La diversification en matière de secteurs d'activité

La FINALEP s'intéresse à plusieurs secteurs d'activité comme les eaux minérales, la verrerie, le tabac, Bâtiment et Travaux Publics « BTP », les produits médicaux, l'agro-alimentaire, les industries électroniques, l'agriculture, les biotechnologies, les industries de transformation, et l'Energie et Environnement « E&E », en respect des normes du métier qui dictent de ne pas mettre ses participations dans le même panier. Cette diversification sectorielle des projets a pour finalité de limiter le risque en le diversifiant.

Tableau n°13 : La répartition des projets de la FINALEP par secteurs d'activité

Projet	Secteurs d'activités
ATLAS TOBACCO-SPA (Tipaza)	La Tabaculture
TECHNOSOLAR système photovoltaïque (Alger)	Energie et Environnement « E&E »
SOMEDIAL	Les Biotechnologies
CONSIDER/SPA	Industries mécaniques
EIS	Industries électroniques
RECTA FONDERIE (Hussein dey)	Industries mécaniques
MEDITBAT	Construction et promotion immobilière (BTP)
SOYAMIN	Agro-alimentaire
METAL MODA CREATION	Industries de transformation
RICHTER	Agriculture
MILOK	Agro-alimentaire
COCHIMA	Chimie

Source : Conception personnelle sur la base des données de la FINALEP.

1.4.2.2-Diversification géographique

En plus de la diversification sectorielle, la FINALEP répartit ses activités sur plusieurs zones géographiques. Le tableau ci-dessous offre une classification des projets de la FINALEP par régions géographiques :

Tableau n°14 : La répartition des projets de la FINALEP par implantation géographique

Projet	Implantation géographique
ATLAS TOBACCO-SPA	Tipaza (Nord)
TECHNOSOLAR système photovoltaïque	Alger (Nord)
SOMEDIAL	« Oued Smar » Alger (Nord)
CONSIDER/SPA	Tébessa (Est)
EIS	-
RECTA FONDERIE	« Hussein dey » Alger (Nord)
MEDITBAT	Annaba(Est)
SOYAMIN	-
Métal moda création	-
RICHTER	Ain Témouchent (ouest)
MILOK	Ghardaïa (Sud)
COCHIMA	Oran

Source : Conçu par nous-même en se basant sur les données de la FINALEP.

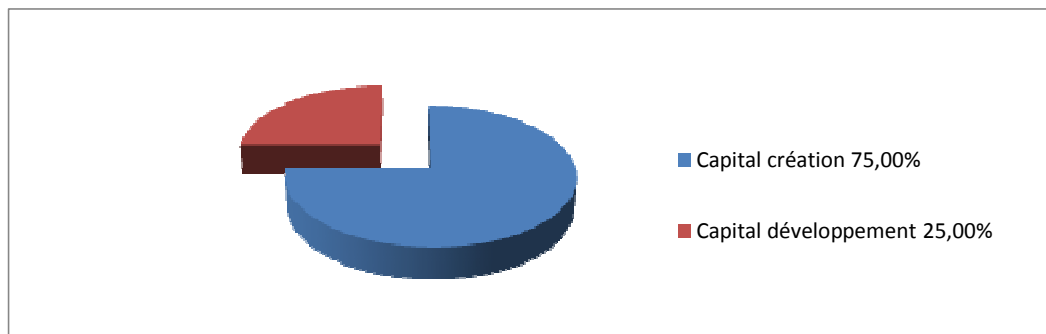
1.4.2.3-Diversification des formes de capital investissement : soit en création neuf (09 projets), et en développement trois (03 projets).

Tableau n°15 : La répartition des projets de la FINALEP par stade de capital investissement

Projet	Forme de capital investissement
ATLAS TOBACCO-SPA	Capital création
TECHNOSOLAR système photovoltaïque	Capital création
SOMEDIAL	Capital création
CONSIDER/SPA	Capital création
EIS	Capital développement
RECTA FONDERIE	Capital développement
MEDITBAT	Capital création
SOYAMIN	Capital création
METAL MODA CREATION	Capital création
RICHTER	Capital création
MILOK	Capital création
COCHIMA	Capital développement

Source : Conçu par nous-même en se basant sur les données de la FINALEP.

Figure n° 10 : L'intervention de la FINALEP selon le stade d'investissement



Source : Conçu par nous-mêmes en se basant sur les données de la FINALEP.

1.4.3-L'analyse des principales participations de la FINALEP

La FINALEP a été créée sur l'initiative de l'Union Européenne et du gouvernement algérien pour être au service des projets industriels montés en partenariat par des citoyens de la communauté européenne et des algériens. Elle a été créée dans une conjoncture sécuritaire, qui a prévalu en Algérie, durant la décennie 90, qui ne favorisait pas de tout l'investissement et la prise d'initiative.

Néanmoins, et à partir de la seconde moitié des années 90, elle réalisera des investissements en partenariat avec des européens dans de nombreux secteurs d'activités :

❖ La tabaculture en association avec la SNTA (Société Nationale des Tabacs et Allumettes) et une société grecque pour développer la culture du tabac blond en Algérie (ATLAS TOBACCO-SPA implantée dans la wilaya de Tipaza). Le contrat entre les deux partenaires a été signé en 1995.

Après la sortie de la FINALEP en 2005, ATLAS TOBACCO-SPA forte de son expérience a entamé une opération de prospection en 2006 pour juger la faisabilité du projet de la culture du tabac blond en partenariat avec les agriculteurs de la région de Bouira. En tout, treize agriculteurs ont souscrit à ce projet au niveau de la Chambre d'agriculture.

Pour susciter l'engouement des agriculteurs pour ce projet, la société ATLAS TOBACCO-SPA l'a accompagné d'avantages intéressants. Elle a accordé entre 30 000 à 900 000 DA, suivant la superficie offerte pour la culture, fournit les intrants (plantule, engrais, produits phytosanitaires), assuré le suivi et l'assistance technique. Enfin, lorsque, la production a été prête, Tobacco s'est portée acquéreur en offrant entre 13 000 DA et 18 000 DA le quintal, suivant la qualité du produit.

Par ailleurs, la société Tobacco s'est proposé de signer des contrats avec les pépiniéristes pour la production de plantules qui seront ensuite distribuées aux agriculteurs intéressés par la culture du tabac blond appelé Berkeley. La semence du Berkeley, qui est importée, revient à 10 000 dollars le kilo à la société ATLAS TOBACCO/SPA.

Un dé à coudre de graines de tabac Berkeley peut ensemercer à peu près un hectare. La mise en terre du plant se pratique entre avril et mai, alors que la récolte se fait en juillet. L'arrachage et le séchage demeurent à l'entière charge du producteur, et la production achetée par Tobacco sera destinée à l'importation. Selon les prévisions, un hectare peut rapporter jusqu'à 20 millions de bénéfice net au producteur.

❖ La fabrication de systèmes photovoltaïques en association avec des sociétés et promoteurs algériens, des sociétés françaises (TOTAL ENERGIE et PHOTOWATT) et des investisseurs français. Ce partenariat algéro-français a donné naissance à la société « TECHNOSOLAR système photovoltaïque » qui a démarré ses activités en 1997 aux alentours d'Alger.

La participation de la FINALEP dans cette société de fabrication de systèmes photovoltaïques est insignifiante par rapport à ses autres participations (seulement 6%), mais les perspectives de développement de ce partenariat sont grandes du fait de l'intérêt que suscitent les énergies renouvelables (notamment l'énergie solaire) dans notre pays (le projet Désertec).

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

❖ La production de médicaments (formulation et conditionnement) en association avec une SPA publique (SAIDAL) et un groupement pharmaceutique européen qui comprend des laboratoires pharmaceutiques français (BOUCHARA, PANPHARMA, SCHERING/SA etc.) Cette association a donné naissance à la société « SOMEDIAL ». La part de Soidal dans le capital de la société Somedial, a été réévaluée en 2008, après la sortie de la Finalep. Ainsi, la participation de Soidal a été portée de 16,97% à 59%, devenant par la même l'actionnaire majoritaire.

Tableau n°16 : Le partenariat algéro-européen pour les médicaments et le matériel médical

Type d'information	détail
Date du contrat	17/09/1998
Nom commercial	SOMEDIAL
Partenaires du projet	SAIDAL -GPE
Les participations	FINALEP-18.4%, GPE-63.1%, SAIDAL-18.5%, la participation de SAIDAL a été portée à 59% en 2008.
Capacité productive	27 millions unités de ventes
Postes de travail	120 postes de travail
Chiffre d'affaires	2 944 000 DA (au cours des trois premières années)
Les indices financiers	- TRI : 24.15% - RN : 270000 DA - ROI : 7 ans - Seuil de rentabilité : 21%
Date du début d'exploitation	Premier semestre 2001
Etat du projet	Début de la production 2001

Source : Conception personnelle en se basant sur les données de la FINALEP.

❖ La fabrication d'unités agro-industrielles (les silos de stockage à grains) en association avec une SPA publique algérienne, deux sociétés françaises et une société allemande. C'est une entreprise algéro-franco-allemande (CONSIDER SPA) qui a débuté ses activités en avril 2000.

Tableau n°17 : La coopération algéro-européenne pour les unités agro-industrielles

Type d'information	détail
Date du contrat	le 20 Mars 1998
Nom commercial	CONSTRUCTIONS D'EQUIPEMENTS AGRO - INDUSTRIELS Société par Actions », par abréviation « CONSIDER SPA » (Tébessa).
Partenaires du projet	Gebrueder DEUTCH AG, ALSAG SA, EDEG SA, METAL EPE/SPA, La FINALEP.
Le capital	Le capital social est fixé à 50 000 000 DA composé de 50 000 actions de 1 000 DA chacune.
Les participations	Le capital de la société est réparti comme suit : 1) DEUTCH AG 10 495 000 DA (10 495 actions; soit 20,99% 2) ALSAG 9 995 000 DA (9 995 actions); soit 19,99%. 3) EDEG 9 995 000 DA (9 995 actions) ; soit 19,99%. 4) METAL 10 000 000 DA (10 000 actions) ; soit 20%. 5) FINALEP 9 500 000 DA (9 500 actions) ; soit 19%. 6) MAGATH Konrad 5 000 DA (5 actions) ; soit 0,01%. 7) FRED Charles 5 000 DA (5 actions) ; soit 0,01%. 8) ROBIN Roland 5 000 DA (5 actions) ; soit 0,01%.
Les indices financiers	- Une VAN (à 15% sur 7 ans) : 163.300 KDA - Un TRI : 51.5%. - Un Délai de récupération du capital (ROI) : 3ans et 3 mois.
Date du début d'exploitation	04/2000

Source : Conçu par l'auteur en se basant sur les données de la FINALEP.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

❖ La production d'onduleurs transformateurs et d'armoires électriques, en association avec des investisseurs algériens, des sociétés françaises et des investisseurs français. La société algéro-française des industries électroniques « Electro Industries Society » fondée en 1991 produisant des équipements électriques et électroniques tels les transformateurs électriques, les climatiseurs et les chargeurs, et qui n'a pas tardé à cesser ses activités. Mais cette société a repris en 1999 grâce au capital développement de la FINALEP.

❖ La fonderie des métaux non ferreux (bronze), en association avec une société privée algérienne (RECTA INDUSTRIE) et une société française spécialisée dans la production des pompes.

Tableau n°18 : La société RECTA FONDERIE

Type d'information	détail
Date du contrat	17/09/1998
Nom commercial	RECTA FONDERIE (Hussein dey)
Partenaires du projet	RECTA INDUSTRIE (algérienne) et un partenaire français
Produits/Services	Production et transformation de Matériel de travaux publics, Matériel agricole, Matériel hydraulique.
Date du début d'exploitation	Avril 2001

Source : Conception personnelle sur la base des données de la FINALEP.

❖ La réalisation et la promotion immobilière en association avec deux SPA publiques algériennes et une société française. La société immobilière euro-méditerranéenne « MEDIBAT » a été constituée en avril 2000 pour entamer ses activités une année plus tard (avril 2001).

Tableau n°19 : La Méditerranéenne du bâtiment MEDITBAT

Type d'information	détail
Date du contrat	avril 2000
Nom commercial	La Méditerranéenne du bâtiment, par abréviation MEDITBAT
Partenaires du projet	- URBAN Annaba - FINALEP , - SCOAL (Entreprise publique Algérienne de Travaux), - OTN/CI et consorts (Société industrielle Française)
Les participations	- URBAN : 24.33%; - FINALEP : 29.63 %; - SCOAL : 27.60 % ; - OTN/CI et consorts : 18.45%.
Date du début d'exploitation	avril 2001
Etat du projet	En ce moment, MEDITBAT entreprend la réalisation d'un vaste programme de 952 logements et commerces d'accompagnement sis à El Bouni Annaba.

Source : Conçu par l'auteur en se basant sur les données de la FINALEP.

❖ La production de yaourt et quelques boissons en utilisant le lait de soja (société agro-alimentaire « Soyamin »).

❖ La production des accessoires de transformation des cuirs (Métal moda création) avec un partenaire italien.

❖ La pépinière de vignes dénommée « Richter » à Ain Témouchent. Il s'agit d'une société algéro-française pour la production des vignes. Le contrat de financement a été signé en 2000.

❖ **La production et le conditionnement de l'Eau minérale**

MILOK/Spa chargée de l'exploitation d'une source de l'eau minérale naturelle située au lieu-dit MILOK, appartenant à la commune de LAGHOUAT. Le contrat de financement a été signé en 2003 et l'usine de MILOK est entrée en production en avril 2005.

Tableau n°20 : MILOK Spa

Type d'information	Détail
Date du contrat	2003
Nom commercial	MILOK/Spa chargée de l'exploitation d'une source de l'eau minérale naturelle située au lieu-dit MILOK, appartenant à la commune de LAGHOUAT.
Partenaires du projet	COSIDER agral/SPA ¹ , la FINALEP et la famille GUENOU père & fils ; industriels et commerçants de LAGHOUAT.
Les participations	Cette société a été dotée, à sa création d'un capital d'un montant de 140.000.000 de DA. qui est réparti comme suit : - 46.43 %, soit 65 millions de DA, sont détenus par COSIDER agral (*) - 35.71 %, soit 50 millions de DA, sont détenus par la FINALEP - 17.86 %, soit 25 millions de DA, sont détenus par la famille GUENOU père & fils.
Capacité productive	L'usine de production et de conditionnement de l'eau minérale est d'une capacité annuelle de 34 millions de bouteilles de 1,5 et de 0,5 litre.
Date du début d'exploitation	Les travaux d'installation et de montage des équipements ont été achevés en décembre 2003.
Etat du projet	L'usine de MILOK est entrée en production depuis le mois d'avril 2005.

Source : Conception personnelle en se basant sur les données de la FINALEP.

La FINALEP a également investi en association avec des algériens uniquement (personnes physiques et/ou morales) dans différentes activités : verre creux, les grandes surfaces,...

En plus de toutes de ses participations concrètes, et à partir de 1998, la FINALEP est considérée comme un partenaire agréé pour l'Algérie dans le cadre du programme European Partners Investment Community (ECIP). Il s'agit d'un mécanisme financier destiné pour l'encouragement et la promotion de la constitution d'entreprises algériennes avec des partenaires européens. Aussi, l'Union Européenne prodigue un financement et une aide adéquats avec chacun des stades du projet (amorçage, création, développement et transmission). La FINALEP a été mandaté de financer les partenariats algéro-européens pour matérialiser la vision futuriste de l'Union Européenne pour la promotion du capital investissement comme outil de financement des projets communs.

¹ COSIDER agral Spa, au capital social de 90 MDA, est une filiale appartenant à 100% au groupe COSIDER. A sa création, en 1995, la filiale COSIDER agral/Spa, dotée d'un capital social de 4 MDA, a hérité de l'ensemble des projets d'investissement, initiés par la société mère, dans les domaines de la mise en valeur des terres et de l'agro-alimentaire. L'expérience capitalisée, sur la quinzaine d'années d'existence, dans le métier de la mise en valeur des terres, a fait de COSIDER agral un partenaire privilégié pour la réalisation de projets clés en mains, et un outil qualifié, au service du développement rural, qui est très apprécié par ses clients. La moyenne, de 215 MDA par année, de chiffre d'affaires qui est réalisé sur une période de 5 années (2004 à 2008), témoigne du degré de confiance que ces partenaires n'ont cessé de lui accorder.

* - La participation de COSIDER agral dans les proportions indiquées, ci-dessus, est réalisée sous forme d'apport en nature ; terrains, infrastructures, forage et équipements. L'investissement réalisé s'élève à 413 millions de DA, dont 248 millions de DA transférables, soit 3.176.764.00 Euros. Ce qui représente 60,17% du coût du projet.

1.4.4-La FINALEP et l'innovation

Le capital investissement peut être défini comme une relation d'affaires entre un investisseur en capital et un entrepreneur créateur d'entreprise, l'entrepreneur pouvant être un chercheur souhaitant développer, à l'échelle industrielle, une invention pour la transformer en innovation.

Dans les pays développés, il n'est un secret pour personne que le capital investissement est intimement lié à l'innovation. En effet, dans ces pays, c'est le capital investissement qui a soutenu les quatre révolutions industrielles de la fin du siècle : les microprocesseurs, la micro-informatique, les biotechnologies et les Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication « NTIC » (Bouatouata K. E, 2005, op.cit).

Dans cette logique, la plupart des participations de la FINALEP ont porté sur des innovations ou ont été réalisé dans des secteurs innovants. Le tableau ci-après donne un aperçu de ses différentes innovations :

Tableau n°21 : Quelques innovations de la FINALEP

Innovation	Secteur	Nom du projet	Description
Service	Biotechnologies	Somedial	Production et conditionnement de produits pharmaceutiques.
Marché	Agroalimentaire	Milok	Conditionnement, distribution et commercialisation d'eau minérale naturelle.
Procédé	Energie & Environnement	Technosolar systems photovoltaïques	Fabrication et installation de systèmes photovoltaïques et autres produits solaires.

Source : Conçu par l'auteur en se basant sur les données de la FINALEP.

Le capital risque permet à de jeunes entreprises spécialisées dans les hautes technologies, les biotechnologies et d'autres secteurs innovants d'atteindre une envergure internationale. Aussi un consensus règne t-il pour le considérer comme le financement idéal de l'innovation radicale.

Autrement dit, le capital risque est le catalyseur de l'innovation dans les pays développés. Cependant, en Algérie peut-il vraiment aider les innovateurs à surmonter l'obstacle de l'amorçage, ce stade de mise au point du produit ou du procédé qui est crucial pour passer de l'invention à l'innovation ?

Cette question se pose d'autant plus que, les autres segments du capital investissement privilégient les tours de table ultérieurs qui financent l'expansion d'entreprises aux performances moins incertaines.

Cette concentration sur les stades en aval ne semble pas affecter la FINALEP, dont la majorité des projets financés (soit 75% de ses financements) sont des projets en phase de création (Pour plus de détails, voir le Tableau n°15 et la figure n°9), ce qui témoigne de l'intérêt que porte cette institution pour l'aspect innovateur des projets candidats au financement.

L'intérêt que porte la FINALEP pour la phase de la création, plus risquée mais plus rentable, peut être expliqué par le fait que cet organisme est associé dans ses projets à de grandes entreprises de renommée mondiale. En effet, ces partenaires étrangers sont un gage de confiance qui permet de financer des projets risqués.

II.2-La SOFINANCE

La création de SOFINANCE a été décidée par résolution du Conseil National des Participations de l'Etat « CNPE » du 06 août 1998 avec pour objectif principal « la contribution à la consolidation et à la relance de l'économie » en instaurant une nouvelle démarche dans le financement basée sur :

- La modernisation de l'appareil de production par des investissements de mise à niveau ;
- La densification du tissu industriel à travers des opérations de filialisation, de scission et de fusion ;
- Le redressement et la reprise des entreprises publiques...
- La mise en relation d'affaires en prospectant des partenaires techniques et/ou financiers aux EPE.

La SOFINANCE est un établissement financier, au capital de 5 Milliards DA (52 Millions €) agréé par la Banque d'Algérie en 2001. Elle développe les métiers suivants :

- Prise de participations dans des entreprises publiques en accompagnant leurs projets de développement et de privatisation,
 - Financement en « leasing » des équipements, des matériels et outillages de production nationale et/ou au bénéfice des entreprises publiques,
 - Ingénierie financière, conseils et assistance en soutien aux opérations de privatisation et d'investissement,
 - Recherche et mise en relation de partenaires techniques et financiers dans le cadre du développement de l'investissement direct étranger en partenariat avec les EPE,
 - Gestion de fonds pour compte et de lignes de crédits spécifiques.

Les interventions de SOFINANCE sont des apports en fonds propres dans des projets : en création, en développement et en restructuration. Elle s'intéresse à plusieurs secteurs tels que l'industrie, le Bâtiment et Travaux Publics, et les services.

Les participations de la SOFINANCE sont minoritaires (de 10 à 35 % du capital social de l'entreprise), et le montant maximum de participation est de 25% des fonds propres de SOFINANCE/Spa. Le retrait survient au bout de 3 à 5 ans par cession aux actionnaires ou sur le marché financier.

2.1-Les missions de la SOFINANCE

A sa création, les missions statutaires de SOFINANCE comprenaient tous les métiers développés par la banque universelle à l'exclusion des dépôts de la clientèle, nous en recensons :

2.1.1-Les opérations de participation et de financement

Elles incluent :

- La Participation aux programmes de modernisation et de privatisation des entreprises publiques économique « EPE » par :
 - Investissements de modernisation et d'expansion ;
 - Ouverture de capital à des partenaires techniques et/ou financiers locaux et/ou étrangers ;
 - Reprise des sociétés pour les salariés.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

- La promotion des IDE (Investissements Directs Etrangers) en association avec des partenaires publics :

- Fonds propres fixés à un minimum de 40% du coût du projet ;
- Préservation et création d'emplois ;
- Apport technique et managérial ;
- Débouchés commerciaux ;
- Valorisation des actifs des EPE et des ressources locales,...

Ces interventions se font par le biais de « *participation au capital* » ou par des « *financements en leasing* » dans le cadre d'opérations d'acquisitions de matériels et autres équipements.

2.1.2-L'ingénierie financière

La résolution n°01/03 du Conseil des Participation de l'Etat du 20 octobre 2003 a recentré les activités de SOFINANCE exclusivement en direction du secteur public (les Entreprises Publiques Economiques) pour offrir, en plus des financements, des services liés à l'ingénierie financière :

- Assistance des EPE dans leurs opérations de privatisation et de cession, de la phase d'évaluation à la phase de cession ;
- Conseil aux EPE au titre de la promotion de l'outil public ;
- Gestion des ressources publiques marchandes non affectées ; boni de liquidation, partie des résultats ...
- Centre d'ingénierie financière pour le CPE au bénéfice des EPE.

Partant de ces missions, SOFINANCE s'applique à accompagner les EPE dans leur mise à niveau et dans leurs projets de développement de cession au profit d'investisseurs privés, en offrant « *conseil et assistance* » en matière de restructuration financière et stratégique.

La SOFINANCE a pour mission de contribuer à la consolidation et à la relance de l'économie en finançant :

- La modernisation de l'appareil de production par des investissements de mise à niveau au profit des entreprises publiques économiques « EPE »,
- La densification du tissu industriel à travers des opérations de filialisation, de scission et de fusion,
- Le redressement et la reprise des entreprises publiques,

En appui aux missions assignées, SOFINANCE se fixe comme objectif de contribuer à moyen terme au :

- Développement du marché financier par l'introduction d'entreprises en bourse et l'émission d'emprunts obligataires,
- Développement d'outils de financements innovants : fonds d'investissements à capital risque, sociétés de leasing et factoring.

2.1.3-La formation

Les missions assignées exigent un plan de formation et de mise à niveau des compétences pour la maîtrise des métiers suivants :

- Capital investissement,
- Leasing,
- Factoring,
- Ingénierie financière.

L'offre locale se résume aux formations universitaires de base, les instituts spécialisés sont insuffisants et ne répondent pas aux besoins spécifiques de la SOFINANCE.

La FORMATION a été une des priorités de la SOFINANCE dans le cadre du lancement des métiers ciblés. Les formations menées sont les suivantes :

❖ **Organisation de cycles de formation de courte durée animés par des experts européens (Avec le concours de MEDA–Union Européenne) :**

- *Capital risque* : évaluation de projets, montage financier, techniques de sorties ;
- *Crédit-bail* : évaluation, aspects juridiques, recouvrements et suivi ;
- *Fonds d'investissement* : Constitution et gestion ;
- *Analyse financière et marketing bancaire*.

❖ **Avec l'assistance de l'IRI « Institut de Restructuration Industriel » italien**

- Séminaires sur la méthodologie de privatisation.
- Études de cas : Aéroport, industries, Banques, ...

❖ **Sur financement du Gouvernement Français (institut de Bordeaux)**

- Méthodologie de privatisation des entreprises publiques.
- Suivi et accompagnement.
- Études de cas français (Banques, Entreprises, ...).

❖ **Formation spécifique aux métiers de Banques d'Affaires**

Formation et Coaching des cadres de SOFINANCE par les Banques d'Affaires intervenant dans le cadre du programme d'Appui à la Restructuration Industrielle et à la Privatisation (ARIP/UE).

❖ **Financement de l'UE-MEDA**

Réalisation d'une étude de structuration d'un fonds d'investissement en collaboration avec des sociétés spécialisées (POHL Consulting – SIPAREX).

En prévision du développement de ses activités, SOFINANCE a besoin d'entreprendre les formations ci-dessus :

➤ **Leasing**

- Marketing, Gestion des contrats, Recouvrement, Logiciels de gestion,

➤ **Participation, Financement, Conseil et Assistance**

- Techniques de reprise des entreprises par les salariés ou managers,
- Méthodologie d'évaluation, Business plan, ...

- Pacte d'associés ou d'actionnaires, modalités de retrait, ...

➤ **Factoring**

- Étude de faisabilité
- Structuration et organisation,
- Logiciels de gestion, ...

2.2-Organisation de la SOFINANCE

L'organisation des activités de SOFINANCE répond à un souci d'optimisation, de rationalité et d'efficacité dans la conduite des opérations.

C'est la raison de la mise en place d'une direction des engagements et de l'ingénierie financière. Elle est en charge de :

- ❖ La gestion des demandes de financements : prises de participation, crédits directs, leasing ;
- ❖ Du Développement du « Conseil et Assistance ».

L'activité de SOFINANCE tourne autour d'une équipe animée d'un esprit d'initiative et surtout d'équipe. Elle dispose d'un effectif moyen d'une trentaine de cadres. Cette équipe se compose de financiers, commerciaux, ingénieurs et juristes.

La formation tient une place particulière dans la stratégie de développement des ressources humaines de la société. Par conséquent, les seniors, ayant comptabilisé une longue expérience, assurent l'encadrement de cette équipe composée de jeunes universitaires (les juniors).

La SOFINANCE dispose par ailleurs d'un réseau dense de consultants nationaux et internationaux de premier ordre. Ces consultants, de profils variés (Juristes, Experts Financiers et Comptables, Ingénieurs, Experts en communication,..) interviennent, à la demande, pour tout besoin particulier de la société.

2.3-Les suggestions de coopération

L'adaptation du système bancaire et financier algérien aux réformes et mutations économiques est une nécessité. Dans cette perspective, les organismes internationaux pourraient contribuer :

- Au renforcement des structures de formations bancaires existantes (Société Interbancaire de Formation, École Supérieure de Banques : Formation des formateurs, Programmes et contenus, Moyens didactiques, ...)
- A la création d'un centre euro-méditerranéen de formation dans les nouvelles techniques bancaires et financières.

2.4-Bilan des activités de la SOFINANCE

Si un bilan doit être arrêté de l'expérience de la SOFINANCE, certes modeste en terme de nombre de participations, il est globalement positif tant au plan financier qu'au plan de la promotion de nouveaux modes de financement, de leur maîtrise à travers la mise en place des outils et des procédures formalisées de prise des participations, mais surtout de leurs suivi et accompagnement.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Tableau n°22 : Le portefeuille de la SOFINANCE

Dénomination	Partenaires
Société de fabrication de matériel électrique COPREL Blida	-
Société de promotion immobilière GI/RFS Alger	-
Société de fabrication de tabac STAEM Alger	Algero-émirat
Société de fabrication de tabac à chiquer	Partenaires techniques belges et français SIFACO
Société de fabrication de sulfate d'alumine « AGMS » (voir l'étude détaillée plus loin)	DIPROCHIM société publique et la société tunisienne STPA
Société de fabrication de produits hygiéniques	SANCELLA Tunisie du groupe suédois SCA Stockholm
Société de fabrication d'emballages souples	STAM, des investisseurs tunisiens
Ferme aquacole	ONDPA, SONELGAZ et le fonds d'investissement arabe AAAID
Société de fabrication de produits pharmaceutiques insuline	SAIDAL

Source : Conçu par l'auteur en se basant sur les données de la SOFINANCE.

Le tableau ci dessous donne un aperçu sur les activités de la Sofinance :

Tableau n°23 : La SOFINANCE en chiffres

Activité (en KDA)

Rubriques	2007	2008	2009
Produit d'exploitation bancaire	1 369 249	1 442 932	1 675 820
Produit Net bancaire	388 556	336 372	418 381
Résultat d'exploitation	205 325	138 119	199 519
Effectif	33	34	37

Engagements en (KDA)

Rubriques	2007	2008	2009
Participation au capital	609 400	613 000	9000
Crédit bail	3 758 178	4 853 602	4 169 222
Engagements par signature	205 838	232 977	266 314
Titres à revenu fixe	2 111 740	1 781 000	2 231 000

Bilan (en KDA)

Rubriques	2007	2008	2009
Capital social	5 000 000	5 000 000	5 000 000
Fonds propres	5 535 303	6 082 801	6 392 379
Total bilan	10 529 446	10 525 588	10 183 241

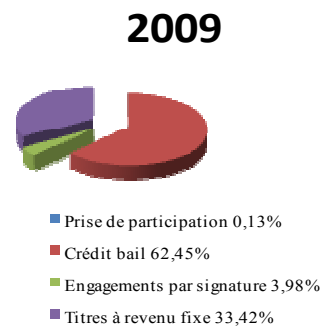
Source : www.sofinance-dz.com

La principale activité de Sofinance est le leasing. Celle-ci tourne autour de 60% de son capital. Dans ce secteur, le groupe se situe entre 25 et 30% de parts de marché. Sofinance pratique le leasing financier avec comme cible des EPE ayant des perspectives de développement. Les secteurs concernés sont essentiellement le « BTP » et l'Hydraulique. Contrairement au crédit bancaire où l'entrepreneur est tenu d'apporter 30 à 40% de fonds propres, le leasing permet d'éviter cette contrainte. Par ailleurs, dans le leasing, l'entreprise paye son financement sous forme de loyers qui n'alourdissent pas son bilan. De ce fait, elle préserve sa capacité d'endettement pour d'autres activités. Enfin, après avoir payé pendant quelques années le loyer, l'entreprise récupère les équipements.

Après le leasing, vient la participation au capital, particulièrement quand il s'agit de favoriser l'investissement étranger. En matière de participation, il y a peu d'investissement, car l'activité que développe Sofinance depuis 2001 est nouvelle.

A part le leasing et la participation, la société fait des garanties de signature, en donnant des garanties à des entreprises qui bénéficient de marchés de travaux, tout cela sur la base d'un bon dossier, de sorte que le risque soit gérable.

Figure n°11 : Apport en fonds propres de la SOFINANCE



Source : Conçu par l'auteur en se basant sur les données de la SOFINANCE.

2.5-Les critères d'éligibilité

Les documents à fournir pour une demande de financement en Crédit à Moyen Terme « CMT » diffèrent selon le stade du développement de l'entreprise (capital création, capital développement ou capital restructuration).

2.5.1-Création nouvelle

La création d'une nouvelle entreprise nécessite la fourniture des documents sous-visés :

- Présentation des promoteurs du projet ;
- Etude de faisabilité :
 - Marché.
 - Montage financier.
 - Technologie.
 - Emploi.
 - Indices de rentabilité.

2.5.2-Projet de développement

Pour le développement d'un projet déjà existant, la SOFINANCE exige les documents ci-dessous :

- Statuts de l'entreprise.
- Présentation de l'équipe dirigeante.
- Bilans et Tableaux de Comptes Résultats « TCR » des trois derniers exercices.
- Projet de développement :
 - Motivation.
 - Coût.
 - Financement.
- Activité prévisionnelle.

II.3-Le fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi (FSIE) : une première expérience de capital-risque solidaire

Ce fonds se veut le précurseur du capital-risque solidaire¹, dans la mesure où la finalité de ses activités est de favoriser la création d'emploi, au sein des PME. Les entreprises qui bénéficient du financement de ce fonds doivent impérativement inscrire dans leur business plan leur intention de créer des emplois de longue durée.

3.1-Présentation du Fonds

3.1.1-La fiche signalétique du fonds

Le Fonds est un OPCVM qui fait appel public à l'épargne et qui est destiné au financement des PME et à des placements en valeurs mobilières pour une durée de 99 ans. Il a été agréé par la COSOB le 20 avril 2005 et doté d'un capital social initial : 150.000.000 DA (apport de l'Etat) pour une valeur nominale des actions de catégorie «A » et « B » de 200 DA. L'établissement dépositaire est la Banque Extérieure d'Algérie (BEA).

Opérationnel depuis début 2008, le FSIE espère atteindre 40 000 souscripteurs fin novembre 2010 avec 8 millions de dinars d'actifs (Mohamed Tessa, 2010)².

3.1.2-Les caractéristiques du fonds

Les caractéristiques du Fonds sont spécifiées par les dispositions figurants dans:

- ❖ La loi du 29/12/2004 portant Loi de Finances pour 2005 (articles 58 à 62).
- ❖ Le décret du 12/03/2006 fixant les statuts du Fonds.

Afin de réaliser ses objectifs de gestion, après analyse exhaustive des demandes d'investissements, le Fonds accorde la priorité aux projets alliant prudence, dynamisme et création d'emplois.

Le tableau 24 fait ressortir les particularités du FSIE en le comparant avec les SICAV :

Tableau n°24 : Comparaison entre les SICAV et le FSIE

SICAV (Ordonnance 96-08 du 10 janvier relative aux OPCVM)	FSIE (Loi 04-21 du 29 décembre 2004 et décret 16-17 du 12 Mars 2006)
Objet : gérer un portefeuille de valeurs mobilières et de titres de créances négociables.	Objet : financement des PME et placement en valeurs mobilières et formation économique et financière des travailleurs
Les actions sont émises et rachetées à tout moment à la demande du souscripteur	Les actions sont rachetées par le fonds à la retraite, ou en cas de : décès, invalidité ou rupture de la relation du travail.
Les actions peuvent être cédées	Les actions ne peuvent pas être cédées à des tiers
Les actions de la SICAV peuvent être admises à la cotation à la bourse des valeurs mobilières	Les actions ne sont pas admises à la cotation à la bourse
Toute personne physique ou morale peut entrer dans le capital de la société	La souscription est réservée aux personnes physiques ayant leur résidence fiscale en Algérie

Source : Prospectus d'information édité par le FSIE, 2009.

¹ Le Capital Risque Solidaire « CRS » est d'abord une forme de CR, en ce sens qu'il consiste à apporter des fonds propres ou quasi-fonds propres à des entreprises en développement, sous plusieurs formes : souscriptions à des actions de capital, à des obligations convertibles, à des titres participatifs ou à des billets à ordre émis par des entreprises, ou encore un prêt participatif. La vraie différence – de taille – avec les techniques de CR classique est que l'espoir d'une plus-value massive est rarement au rendez-vous, dans la mesure où l'objet social des entreprises aidées ne leur ouvre que rarement des perspectives de croissance exponentielle. Toute opération de CR est porteuse d'un risque plus important qu'un simple prêt, dans la mesure où elle couvre des besoins plus longs et plus permanents. C'est ce qui justifie que, même solidaire, le CR doit être mieux rémunéré qu'un apport sous forme de prêt.

² Repris in La tribune du 28 octobre 2010.

Bien que l'article 2 du décret 16-17 du 12 Mars 2006 fixant les statuts du fonds stipule qu'il s'agit d'une société par actions à capital variable, on retrouve pourtant de nombreuses différences entre le FSIE et cette catégorie faisant partie des organismes de placement collectif dans des valeurs mobilières (OPCVM) appelée Société d'Investissement à Capital Variable « SICAV » telle qu'elle est définie par l'Ordonnance n° 96-08 du 10 janvier relative aux OPCVM.

3.2-Objet social du FSIE

Le Fonds a pour objet le financement des PME éligibles à ses interventions selon les critères définis dans ses statuts. Ce financement s'effectue par des placements en valeurs mobilières émises par ces entreprises, dans le cadre de la promotion et de la sauvegarde de l'emploi.

Compte tenu de ses particularités spécifiées par : la loi du 29/12/2004 portant Loi de Finances pour 2005 (articles 58 à 62) et le décret du 12/03/2006 fixant les statuts du Fond, le FSIE emploie :

- 50% (au maximum) de ses ressources, en investissements dans les PME ayant le statut de sociétés par actions et une existence minimale de trois (03) années.
- Les ressources non consacrées à l'investissement sont placées dans des opérations offrant toutes les conditions de sécurité quant au remboursement des fonds placés, et une rentabilité financière satisfaisante. Pour ce faire, le Fonds recourt aux conseils des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT).

Le Conseil d'administration arrête la structure des placements et en vérifie régulièrement le respect par le Fonds. Concernant les investissements dans les PME, le Conseil d'administration définit la politique d'investissement, veille à sa mise en œuvre et assure l'évaluation périodique des actions de participation et de placements du Fonds.

3.3-Objectifs attendus

C'est l'expérience canadienne en la matière qui a inspiré les décideurs algériens. Ce fut en 1996, à l'occasion d'une visite de l'ancien secrétaire général de l'UGTA, feu Abdelhak Benhamouda, qu'a commencé à germer l'éventualité de la création d'une telle institution (*). En effet, le Canada a connu durant cette période une stabilité sociale importante par son fort taux de syndicalisation. D'ailleurs, c'est le même scénario en Autriche (Tessa M, 2010). Il y a les taux les plus élevés de syndicalisation dans ces deux pays. Ce sont des pays où il y a aussi les plus forts taux de PME (98% du tissu économique global). Ce projet a été validé après la bipartite tenue en 2003. « Nous sommes dans cette perspective. L'actionnariat est libre et individuel. Le Fonds est bien le fruit d'une approche très partenariale. A travers ces deux missions, PME et information économique et financière, le Fonds est appelé aussi à ramener des ressources pour effectuer ses missions » (Tessa. M, op-cit).

* - Utile d'indiquer dans ce sens que la centrale syndicale a encouragé la mise en place du Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'emploi (FSIE) pour que les capacités de solidarité des travailleurs puissent être mises au service de la création et du maintien de l'emploi dans les entreprises algériennes. Si l'Union Générale des Travailleurs Algériens (UGTA) a initié ce fonds, c'est parce qu'elle veut s'adapter à l'évolution du monde et aux contraintes de l'économie afin de répondre aux nombreux besoins des travailleurs. Dans ce sens, la contribution de l'UGTA porte pour l'essentiel sur l'encouragement de l'épargne des travailleurs, sur sa collecte en vue de la transformer en capital pour la rendre plus productive, notamment en investissant dans les PME pour les aider à sauvegarder et à promouvoir l'emploi.

Le Fonds a, notamment pour objectifs :

- D'effectuer des investissements dans les PME en vue de créer et de sauvegarder l'emploi. Cet objectif stratégique du Fonds suppose non seulement des participations dans le capital des entreprises choisies en vue de relancer leurs activités et préserver les emplois existants, mais également un soutien à ces entreprises dans leur management pour mieux prospérer.
- De densifier le réseau des PME par des investissements structurants ;
- D'assurer une rentabilité satisfaisante aux ressources placées par une politique intelligente et efficace de diversification des opérations et des types de placements, sans compromettre les garanties de remboursement des capitaux placés.
- D'amorcer un processus de changement dans la culture des entreprises et des travailleurs par le biais d'une action en faveur de la formation économique et financière. Cette formation permettra à ces derniers de se familiariser avec les rouages financiers de leurs entreprises. La formation facilite également le dialogue social sur les lieux de travail tout en favorisant la synergie des actions des syndicats, employeurs et pouvoirs publics ;
- De contribuer à une attente légitime des travailleurs de recevoir des revenus additionnels grâce aux placements effectués durant leur vie active.

3.4-Régime fiscal du Fonds et ses actionnaires

On distingue les avantages fiscaux en faveur du fonds de ceux en faveur des actionnaires.

3.4.1-Avantages fiscaux en faveur du Fonds

- Le Fonds est exonéré de l'impôt sur les bénéfices des sociétés.
- Le Fonds est exonéré des droits d'enregistrement concernant les actes relatifs aux modifications des statuts.

3.4.2-Avantages fiscaux en faveur des actionnaires

Les produits constitués par le rachat des actions « A » et « B » détenues par l'actionnaire qui fait valoir son droit au rachat, sont imposés suivant un régime favorable défini par la loi comme suit :

- 1% libératoire pour la fraction de ces produits qui n'excède pas cinquante mille dinars (50.000 DA)
- 10% non libératoire au-delà de la fraction de cinquante mille dinars (50.000 DA).

En outre, les actionnaires bénéficient de tout traitement nouveau qui serait plus avantageux.

3.5-Politique de placement et d'investissement

La politique d'investissement et de placement des ressources du Fonds est définie par le Conseil d'administration. Le Conseil d'administration arrête la structure des placements et en vérifie régulièrement le respect par les gestionnaires du Fonds. Concernant les investissements dans les PME, le Conseil d'administration veille à leur mise en œuvre et en assure l'évaluation périodique.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Aux termes des deux textes sus-visés (la LFC de 2005 et le décret du 12/03/2006), le Fonds emploie :

- 50% (au maximum) de ses ressources, en investissements dans les PME ayant le statut de SPA et une existence minimale de trois (03) années.
- Le reste des ressources disponibles est consacrée à des opérations de placement offrant une meilleure sécurité dont les obligations du Trésor.

La durée minimale de placement est supérieure à 2 ans, tandis que la durée maximale de placement est de 7 ans et plus.

Les ressources consacrées à l'investissement par le Fonds sont limitées à 50% de leur montant total au profit des PME ayant le statut de SPA et trois (03) années d'existence au moins.

Il faudrait encore attendre pour espérer atteindre la vitesse de croisière en matière d'épargne.

3.5.1-Les entreprises visées

Aux termes les articles 3 et 6 du décret du 12 mars 2006 portant statuts du Fonds, les PME visées sont :

- En actions d'une PME dans la limite de 15% du capital social de celle-ci ;
- Dans les PME sus visées, en accordant une priorité à celles qui allient une démarche à la fois prudente et dynamique, susceptible de préserver les emplois existants ou d'en créer de nouveaux.

S'agissant des PME concernées par le financement du FSIE, celles-ci doivent répondre à un certain nombre de conditions. En effet, les entreprises éligibles aujourd'hui doivent être des SPA ayant au moins trois années d'exercice. Ce sont ces entreprises qui sont éligibles au financement du Fonds. L'investissement est à hauteur de 15%. Le Fonds fait de la participation, il peut être à l'origine aussi de montages financiers, le promoteur doit faire la preuve que son projet offre de réelles potentialités (Tessa M ; revue L'ACTUEL, mars 2010, p 14).

3.5.2-Les secteurs ciblés : Le FSIE à la recherche des créneaux porteurs

Le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi cible dans sa démarche les secteurs potentiels, notamment les institutions financières telles que les banques et les compagnies d'assurance, les hydrocarbures et la sidérurgie. Cela se justifie par le fait que *«Ces secteurs offrent des perspectives prometteuses en matière de mobilisation de l'épargne individuelle et collective des travailleurs»* (Tessa. M, 2010, op.cit). L'épargne des actionnaires est fructifiée par les investissements et les placements effectués selon les règles de bonne gouvernance : *«50% des ressources du fonds sont investies dans les PME sous formes de prises de participations directes, alors que les 50% restants sont placés dans les valeurs du Trésor afin d'offrir une sécurité optimale à l'épargnant»* (Tessa. M, ibid.). Le conseil d'administration du fonds prépare actuellement une stratégie pour définir les créneaux porteurs.

La majorité des épargnants du Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi sont les fonctionnaires de la banque de l'agriculture et du développement rural (BADR). Les deux organismes ont déjà signé une « convention d'entente », en vertu de laquelle la BADR achètera six actions pour chacun de ses 6800 employés. L'opération consiste à faire des retenues directement sur les salaires des travailleurs désirant acheter des actions. Une bonification de l'état de l'ordre de 10% de la valeur nominale de l'action est consentie aux souscripteurs avec une exonération fiscale. Cette bonification est plafonnée à 110 actions/an. L'actionnaire ne peut retirer ou solder le montant de ses actions et dividendes qu'une fois arrivé à l'âge de la retraite.

Ainsi, l'épargne des travailleurs sera investie dans les PME ayant un potentiel de rentabilité et de création d'emplois. Selon le DG du fonds, le retour sur investissement « ROI » est « *très intéressant* » avec un taux de rendement moyen estimé par le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi relatif aux investissements dans les PME de 15%. Les actionnaires bénéficient également d'un régime fiscal favorable. Pour rappel, le FSIE est une société par actions (SPA) à capital variable auquel les pouvoirs publics ont alloué une dotation initiale de 150 millions de DA. Il a pour principale mission de contribuer à l'amélioration des conditions sociales et du pouvoir d'achat des retraités. Le fonds vise aussi à développer l'épargne individuelle des travailleurs, en la transformant en investissements dans les PME.

Pour augmenter l'épargne de cet organisme, il a été procédé à la signature en mars 2010 entre Arcelor Mittal et le FSIE d'une « convention d'entente » relative à la mise en application de la retenue à la source (paie) au titre de la souscription des travailleurs. Le DG du FSIE prévoit que 30 à 40% des 7000 travailleurs de l'entreprise souscrivent au fonds (El Watan, du 28 Octobre 2010, P 7).

3.5.3-Analyse des projets d'investissement : les critères de sélection

Les critères de sélection des PME dans les capitaux desquels le fonds décide de prendre part se résument à la transparence dans la gestion, la qualité du plan de développement et la politique de l'emploi suivie au sein de l'entreprise. Pour l'instant, le Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi « FSIE » ne s'est pas encore lancé dans ce type de démarche.

En des termes plus clairs et simples, pour tout investissement dans une PME, le Fonds procédera à une analyse financière exhaustive et à un diagnostic social. Le Fonds analysera entre autres :

- Le plan d'affaires soutenant la demande d'investissement ;
- L'impact du projet sur la création et la sauvegarde de l'emploi ;
- La performance financière de l'entreprise ;
- La qualité de la gestion ;
- Le rendement souhaité pour le Fonds ;
- Le niveau de risque en fonction du rendement souhaité ;
- Les relations de travail ;
- Les droits consentis au Fonds en tant qu'actionnaire.

II.4-Le MPEF : Un fonds d'investissement pour les trois pays du Maghreb Central

4.1-Presentation du fonds

Le Private Equity Fund Maghreb est un fonds régional de capital risque géré par Tuninvest Finance Group. Il a été lancé à Tunis le 24 juin 2000 par la Société Financière Internationale (SFI) qui s'est engagée à investir dans ce fonds dédié aux trois pays d'Afrique du Nord (Maroc, Algérie et Tunisie) et dans une deuxième étape, à la Libye. Le fonds a été doté pour son premier closing d'un capital initial de 55 millions d'euros.

A travers sa participation au fonds, la SFI contribue à promouvoir le développement de champions régionaux dans des secteurs à fort potentiel en Afrique du nord. Ce fonds servira un portefeuille diversifié d'entreprises commerciales et industrielles, principalement dans les domaines de l'industrie agroalimentaire, des télécommunications, des services financiers, du transport et de la distribution de détail (grandes et moyennes surfaces). La SFI s'est engagée à investir dans le fonds à hauteur de 15 millions d'euros.

Les autres participants au fonds sont : la Banque européenne d'investissement, la Société financière néerlandaise de développement « FMO », CDC Entreprises (Groupe Caisse des Dépôts, France), l'Agence financière suisse de développement, la Société d'investissement belge pour les pays en développement, la Société de promotion et de participation pour la coopération économique (Proparco), le Groupe agence française de développement (AFD), Averroès Finance et Tuninvest Finance Group.

Maghreb invest est une société du groupe Tuninvest qui est spécialisée dans le conseil aux fonds d'investissement. Contrôlé par ses équipes au nombre de vingt professionnels basés dans ses filiales à Tunis, Alger et Casablanca, le Groupe TUNINVEST gère désormais plus de 170 millions de dollars destinés essentiellement aux entreprises des pays du Maghreb Central mais également à celles de certains pays d'Afrique subsaharienne (Ouest et Centre).

Les équipes de Tuninvest sont constituées par des compétences complémentaires : ingénieurs ayant une expérience industrielle; experts comptables; et experts en finance ayant une expérience bancaire ou dans des institutions financières spécialisées. Le fonds est constamment à la recherche des meilleures compétences locales, aussi bien pour renforcer nos effectifs en Algérie et sur l'international, que pour les postes clés au sein des sociétés de notre portefeuille (Mebarek A, 2007). Dans cette optique, l'Algérie dispose d'un vivier de compétences formées à bonne école, ayant un niveau académique élevé et des qualités personnelles indéniables (Mebarek A, 2007, op.cit).

4.1.1-Objectif du fonds

Le MPEF a pour objectif d'intervenir en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises du secteur privé, de les accompagner dans leur développement international et d'intervenir dans le programme de privatisation des entreprises publiques de la région. Le fonds jouera aussi le rôle de catalyseur dans la mobilisation de financement pour ces entreprises. « Le fonds fournira le capital et les services de conseil à valeur ajoutée aux PME, transférant ainsi les compétences stratégiques et opérationnelles aux entrepreneurs locaux. L'investissement de la SFI dans le fonds améliorera la compétitivité d'entreprises leaders dans la région à travers un renforcement de fonds propres et un appui managérial et stratégique permettant la mise en place des standards de gouvernance d'entreprise, ainsi que les meilleures pratiques environnementales » (*).

* - Cité in Mebarek A, 2007, ibid.

4.1.2-Maghreb Private Equity Fund I

Lancé en mai 2000 avec un capital total de 23,2 millions de dollars, le premier fonds nord-africain de capital risque géré par Tuninvest Finance Group avait pour objectif de fournir aux entreprises de la région, l'accès aux capitaux qui leur permettrait de croître et d'être plus profitables à long terme tout en les accompagnant dans leur stratégie de développement avec notamment des services de marketing et de gestion stratégique et financière. Maghreb Private Equity Fund I (MPEF I) avait investi dans douze entreprises parmi lesquelles Sodinco, Nouvelles Conserveries Algériennes Rouïba et plus récemment Algérie Leasing. La plupart de ces entreprises ont connu, suite à l'investissement de MPEF, un développement important et ont ainsi généré de nouveaux emplois.

4.1.3-Maghreb Private Equity Fund II

Ce fonds d'investissement, MPEF II, doté d'un capital d'environ 5 milliards de DA a été lancé en Algérie en novembre 2006. Il a été levé auprès d'investisseurs institutionnels internationaux tels la Société financière internationale (SFI, filiale de la Banque mondiale), la Banque européenne d'investissement (BEI), la Société financière néerlandaise de développement (FMO), le Fonds d'investissement suisse pour les marchés émergents (Sifem), la Société d'investissement belge pour les pays en développement (BIO), le CDC entreprises (Groupe caisse de dépôts, France), la Société de promotion et de participation pour la coopération économique (Proparco) et Averroès finance. Il s'inscrit dans la suite des activités du fonds MPEF I (monté à l'initiative de la SFI) qui est actif en Algérie depuis 2000 et est aujourd'hui totalement investi.

Tous les fonds d'investissement institutionnels et plus particulièrement MPEF II ont un impact positif sur l'investissement en Algérie. Tout d'abord, sur le plan macroéconomique, MPEF II est un instrument concret de promotion directe de l'investissement étranger et de transfert du savoir et de technologies nord-sud et sud-sud. MPEF II vient compléter et conforter l'offre de financement dans la région en proposant des participations financières en capital (ou en quasi fonds propres) qui peuvent atteindre (sur plusieurs rounds de financement) 7 millions d'euros sur un même projet avec un accompagnement stratégique tirant avantage de sa présence dans l'ensemble des pays de la région (Mebarek A, 2007).

Au plan micro-économique, MPEF II ciblera, également, l'accompagnement des reprises d'entreprises, que ce soit dans le cadre de privatisations ou de cessions stratégiques, en mettant en place des mécanismes innovants de rachat d'entreprises tel que la reprise par les managers (LMBO). Le tout dans le but de créer de la valeur au sein des entreprises et de pérenniser ces sociétés dans un contexte où elles seront de plus en plus confrontées à la problématique de transmission par leurs dirigeants fondateurs, contribuant ainsi à faire émerger une nouvelle génération d'entrepreneurs.

Enfin, MPEF II favorisera aussi les échanges transversaux entre les trois pays du Maghreb Central et les implantations industrielles intermaghrébines, notamment à travers des opérations de croissance externe, dans l'objectif de créer des champions régionaux dans différents secteurs d'activité. Ces sociétés auront ainsi la taille et les perspectives permettant d'envisager leur cotation sur un ou plusieurs marchés financiers, contribuant ainsi à dynamiser les bourses de la région.

4.2-Les avantages et inconvénients du recours à un fonds d'investissement

La diversité des moyens de financement existant aujourd'hui en Algérie tels que les crédits bancaires, le leasing, le capital investissement et le marché obligataire, reflète le dynamisme du marché algérien dans cette étape cruciale d'ouverture de l'économie nationale. Le capital investissement est un mode de financement novateur en Algérie. Il vient compléter l'offre des établissements de crédit pour apporter des solutions de financement aux entreprises. L'intervention de MPEF se fait à l'aide d'instruments financiers donnant un accès immédiat ou différé au capital de l'entreprise (actions ordinaires, obligations convertibles...). Cela a, bien entendu, l'avantage de consolider la structure financière de l'entreprise en améliorant son ratio d'endettement et de solvabilité au profit d'un accès plus facile à l'endettement complémentaire « effet catalyse ».

Donc, il n'est approprié de parler des avantages du capital investissement par rapport aux autres moyens de financement, mais qu'il convient plus de parler de complémentarité entre un apport en crédit et un accompagnement en fonds propres (Mebarek A, 2007, op.cit).

4.3-La valeur ajoutée apportée aux entreprises accompagnées

C'est la question que se posent tous les responsables des entreprises candidates au financement. Concrètement, la contribution ne se décline pas de la même manière pour l'ensemble des entreprises du portefeuille, cela dépend de leur taille, de leur maturité, de leur positionnement, etc. Néanmoins, on peut dire que l'intervention du MPEF est centrée sur :

- La participation à la réflexion stratégique de la société en apportant un appui à la mise en œuvre de cette stratégie.
- La contribution à l'institutionnalisation de l'entreprise et de ses organes de gestion en instaurant la culture du reporting avec tous les effets positifs que cela induit (capacité à attirer les meilleures compétences, meilleure maîtrise des coûts, meilleures relations avec le système bancaire, etc.).
- La mise en relation des sociétés du portefeuille avec un réseau d'actionnaires et de partenaires tant pour le développement commercial que pour l'apport de savoir faire.

4.4-Les conditions d'éligibilité et les étapes de sélection des entreprises financées

Les conditions d'éligibilité peuvent se résumer dans les traits ci-dessus :

- MPEF est un fonds généraliste, (c'est-à-dire, il ne cible pas un secteur en particulier) et ses interventions sont en général minoritaires dans des entreprises qui ont une maturité suffisante leur permettant d'accueillir un institutionnel dans leur capital.
- L'exclusion des secteurs qui portent atteinte à la morale et à la santé ainsi que la promotion immobilière. Donc, on peut dire que MPEF est un fonds éthique.
- Concernant la taille des projets d'investissement, le fonds peut intervenir dans une fourchette comprise entre 2 et 7 millions d'euros. Il est de ce fait indispensable que le projet identifié par MPEF justifie d'un tel besoin de financement (sur un ou plusieurs rounds de financement) pour être mis à l'étude par les équipes de MPEF.
- La disposition du fonds à accompagner des candidats à des opérations de privatisation d'entreprises algériennes en apportant un concours financier et en fédérant autour de lui un certain nombre d'investisseurs institutionnels ou industriels pour compléter éventuellement le tour de table.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Le processus de sélection des dossiers à financer peut être récapitulé en quatre principales phases :

➤ Comme le MPEF se définit comme étant des investisseurs institutionnels de proximité, l'instruction des dossiers se fait donc au cas par cas. Le fonds s'adapte aux spécificités de chaque entreprise en termes d'organisation et de disponibilité des informations. Il suffit ainsi d'adresser un e-mail ou de joindre les chargés d'affaires du fonds au téléphone pour établir le contact.

➤ Ensuite, le fonds demande à organiser une première séance de travail dans les locaux de la société pour pouvoir faire également une visite de l'entreprise. Ce premier contact permet aux émissaires du fonds de passer devant leur comité de mise à l'étude pour décider de l'orientation à donner au dossier en termes de calendrier d'intervention et d'équipes. Cette étape est très importante parce que si le projet ne correspond manifestement pas aux critères du fonds il faut le dire très vite pour ne pas faire perdre de temps aux prospects.

➤ Si le dossier est mis à l'étude, la suite consiste, généralement, en une mission d'audit comptable, fiscal, juridique, environnemental et industriel, suivie par l'élaboration d'un Business Plan (plan d'affaire) sur la base d'interactions entre les équipes du fonds et les promoteurs du projet sur les éléments de la stratégie.

➤ Enfin, les émissaires du fonds en charge du dossier passent devant le comité d'investissement appelé à approuver la prise de participation.

4.5-Les mécanismes de sorties en l'absence d'un marché boursier efficient

L'intervention du Maghreb Private Equity Fund « MPEF » se fait à travers des fonds d'investissements off shore qui sont en fait des sociétés de capital investissement « SCI » ayant une durée de vie de 10 ans (contre 99 ans pour la majorité des entreprises économiques).

A l'issue des 10 ans le fonds se doit d'être liquidé et les actionnaires remboursés. Il existe deux principales voies de sortie. La première consiste à céder les participations à un investisseur stratégique de taille plus importante qui viendrait se substituer à l'investisseur financier (MPEF). La deuxième voie de sortie consiste généralement à introduire la société en bourse. Il est vrai que dans des pays comme : l'Algérie, le Maroc et la Tunisie, le marché boursier est naissant, mais il est de rôle de ce genre de fonds, en tant que intermédiaire financier, de contribuer activement à son développement. Le fonds a déjà accompagné des opérations d'introduction en bourse en Tunisie au cours de l'année 2007 et est actuellement sur le point de répertorier une entreprise marocaine de son portefeuille sur la bourse de Casablanca.

Toutefois, le promoteur dispose à tout moment du droit de préemption (c'est-à-dire de la faculté de racheter les actions du fonds) au prix offert par le partenaire stratégique ou au prix d'introduction en bourse envisagé. Les professionnels du fonds tentent d'expliquer que ce n'est pas dans l'intérêt de l'entrepreneur ni de la société de refermer l'actionnariat et qu'au contraire, il y a tout intérêt à ouvrir le capital et confirmer l'institutionnalisation de l'entreprise et la possibilité pour elle de lever des ressources sur le marché pour financer son développement.

4.6-Les opérations financées en Algérie

Les opérations de Maghreb Private Equity Fund en Algérie ont démarré en 2001. Les principaux investissements sont ceux effectués dans les entreprises suivantes : La SODINCO (la société de développement industriel et commercial), NCA Rouïba (les Nouvelles Conserveries Algériennes et la société Maghreb Leasing Algérie « MLA »).

4.6.1-La SODINCO

Un premier investissement dans la société « Sodinco » spécialisée dans le montage et la distribution d'équipements électroménagers sous la marque HAIER (voir la présentation ci-après). La société est aujourd'hui bien implantée en Algérie à travers son large réseau de distribution et reconnue pour la qualité du Service Après Vente (SAV) qu'elle assure à sa clientèle.

4.6.2-NCA Rouïba

Un deuxième investissement dans le secteur de l'agroalimentaire à travers la société NCA Rouïba, leader national en jus, nectars et boissons.

4.6.3-La société Maghreb Leasing Algérie

Le dernier investissement en date est dans le leasing. Il s'agit de la société Maghreb Leasing Algérie.

Par ailleurs, la société d'investissement a joué le rôle de catalyseur sur un certain nombre d'opérations de partenariat industriel ou commercial entre des sociétés algériennes et d'autres sociétés régionales ou internationales.

Section III: Examen de quelques entreprises financées par CI en Algérie

III.1-La société de développement industriel et commercial « SODINCO »

1.1-Présentation de la SODINCO Spa

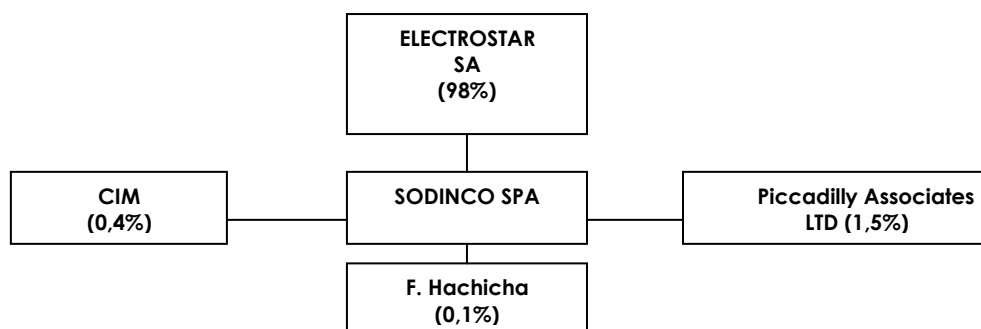
La SODINCO (Société de Développement Industriel et Commercial) a été créée le 10 octobre 1999 par Monsieur Fethi Hachicha (personne physique) et Piccadilly Associates LTD, filiale européenne du groupe GMH. Le capital souscrit était de 20 000 USD.

En janvier 2000, deux nouveaux associés, faisant partie du même groupe ont pris part à l'aventure de la société naissante, en l'occurrence, la société tunisienne ELECTROSTAR et la société de Commerce International Méditerranéenne (CIM). La participation en numéraire des nouveaux associés a porté le capital de l'entreprise à 45.219.000 DZD (C/V 620.000 USD).

Un changement dans la forme juridique a été opéré en juin 2001, permettant ainsi à l'entreprise de passer d'une Société à Responsabilité Limitée (SARL) à une Société Par Actions (SPA).

Cette transformation de forme juridique a préparé la société à accueillir en juillet 2001 sa deuxième capitalisation, qui a été l'œuvre de l'actionnaire majoritaire en cette période la SA ELECTROSTAR. La SODINCO était alors une SPA de 92 583 000 DZD. A cette date, la décomposition du capital de la SODINCO se présentait comme suit :

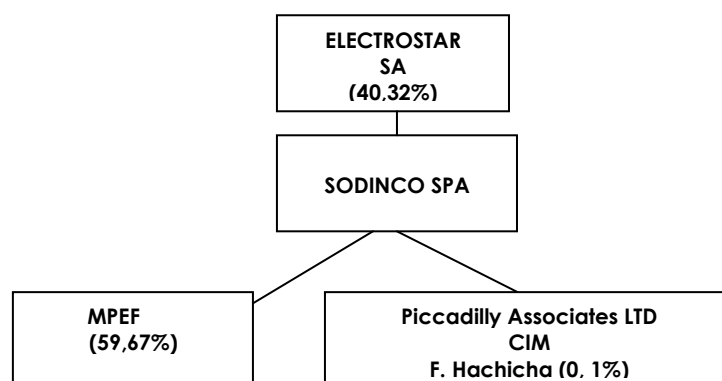
Figure n°12 : La décomposition du capital de la SODINCO en juillet 2001 (Avant l'arrivée du MPEF)



Source : Conception personnelle à partir des données de la Sodinco.

L'entrée en vigueur de la prise de participation du Fonds MPEF a été réalisée en septembre 2001, avec un apport en capital de plus de 137 M.DZD. Le nouvel actionnariat devenait donc :

Figure n°13 : La décomposition du capital de la Sodinco après l'arrivée du MPEF (Septembre 2001)



Source : Conception personnelle à partir des données de la Sodinco.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Donc, à partir de septembre 2001, le MPEF devient actionnaire majoritaire en détrônant ELECTROSTAR SA.

Tableau n°25 : Fiche signalétique de la SODINCO Spa en 2008

Date de création	10 Octobre 1999
Président du CA	Mr. Fethi Hachicha
Directeur général	Mr. Hicham Doubabi
Forme juridique	Société Par Action (SPA)
Commissaire aux comptes	Mr. Belkacem Ould Hamouda
Auditeurs contractuels	Ernst & Young Tunis
Capital social	229.583.000 de dinars algériens
actionnariat	MPEFund 60% & GM Hachicha 40%
Effectif actuel	149 personnes
Chiffre d'affaires prévisionnel 2007	750 millions de dinars algériens
Activité	Montage et commercialisation des produits électroménagers, et de climatisation sous la marque Haier
Localisation	Baba Ali (Saoula, Alger)

Source : Conçu par nous-même à partir des données fournies par la SODINCO.

1.2-Les raisons du recours à un fond d'investissement

Selon le directeur général de la SODINCO, Hicham Doubabi, le recours à un fonds d'investissement s'explique par les motifs ci-dessous :

- Amélioration sensible de l'image du bilan de l'entreprise.
- Réduction du réflexe du recours systématique aux crédits bancaires, surtout si l'entreprise ne dispose pas des garanties immobilières usuellement exigées. L'apport en fonds propres permettrait à la SODINCO d'améliorer le ratio fonds propres/dettes.
- Partage des risques opérationnels découlant des décisions prises lors des Business meeting et Conseil d'Administration de l'entreprise.
- Préparation de la SODINCO à devenir rapidement un leader pour pouvoir jouer un rôle important dans son secteur d'activité.
- La mise en place immédiate du programme d'investissements établi à moyen terme.
- Pas d'ambition spéculative de reprise de l'activité à l'actionnaire originel.

Les membres du Fonds d'investissement n'avaient pas d'ambition spéculative de reprise de l'activité à l'actionnaire originel (Hicham Doubabi, 2008).

1.3-L'entreprise pendant la prise de participation

Il a été procédé à la mise en place d'un comité de pilotage composé des représentants du Groupe M. Hachicha et des équipes de Tuninvest, ainsi que les principaux cadres dirigeants de l'entreprise. L'objectif est multiple :

- Formalisation des Business meetings en rencontres périodiques impératives ;
- Suivi mensuel des états financiers et commerciaux (mise en place d'un modèle de reporting, et d'un tableau de bord de base) ;
- Suivi continu du budget annuel présenté en Conseil d'Administration ;
- Assurer le management du soutien indéfectible des propriétaires de l'entreprise ;
- Insuffler la notion de performance, et contribution à la mise en place de facteurs clés de succès.
- Participation à l'amélioration continue.

1.4-L'apport cognitif du MPEF

Le partenariat MPEF/Sodinco est une expérience très réussie de l'avis même du président de MPEF : « nous avons eu droit à une expérience humaine très enrichissante marquée par un partage continu d'idées, des prises de décisions collégiales, une réactivité immédiate à toute sollicitation émanant de la part du management de la SODINCO, sans oublier que les actionnaires ont à l'unanimité affiché clairement leur volonté de créer une entreprise investie de valeurs citoyennes ».

De son côté, le directeur général de la SODINCO résume la relation de son entreprise avec le MPEF par les traits ci-dessous :

- Les mandataires chargés du suivi de notre entreprise ont fait preuve d'un respect de la déontologie en matière de confidentialité.
- Ils ont contribué à l'ensemble de la réflexion stratégique sans interventionnisme dans la gestion courante. Les dirigeants estiment que l'exigence et les conseils financiers des capital-investisseurs ainsi que les conseils en termes de stratégie apparaissent comme les deux principaux apports favorisant la création de valeur. Ils considèrent également l'encouragement au développement externe et l'apport de contacts commerciaux et de marchés comme des facteurs importants.
- Ils ont manifesté leur disponibilité à nous accompagner dans notre développement à l'international en nous permettant d'initier des contacts avec des sociétés de leur portefeuille.

Concrètement, l'intervention du MPEF au niveau de la SODINCO peut se résumer dans les traits suivants :

- ❖ La constitution d'une équipe de Middle Manager et Top Manager extrêmement compétente totalement impliquée dans la démarche voulue (Fidélisation des cadres dirigeants).
- ❖ La mise en place d'un service clientèle fonctionnant aux normes internationales (Capitalisation sur les expériences passées du fonds MPEF).
- ❖ Le respect des performances financières à celles établies dans les budgets annuels de l'entreprise. La résultante de ceci est le maintien durant plus de 5 années d'un ratio ROI/CA de l'ordre de 15%.
- ❖ Amélioration continue des échanges avec le partenaire industriel « Haier » par le respect des engagements pris.
- ❖ La mise en place d'un mode de gestion totalement transparent et conforme aux codes accessibles à tous (amélioration des standards de la bonne gouvernance).
- ❖ Réputation de l'entreprise auprès de ses banquiers.

Il ressort de cette expérience que les théories contractuelles de l'information et de l'agence sont, en fait, mal adaptées pour rendre compte de la coordination entre le capital investisseur et l'entrepreneur. En ce sens, une autre approche centrée sur les apports cognitifs du capital investisseur est plus illustrative selon les propos du directeur général de la SODINCO lui-même. Donc il est nécessaire de démystifier le mythe du fonds d'investissement, attiré exclusivement par la rentabilité des capitaux investis, et la maximisation de la valeur actionnariale.

1.5-La sortie

Deux voies ont été préalablement arrêtées avec l'ensemble des actionnaires de la SODINCO (ELECTRIOSTAR SA, Hachicha. F, MPEF, Piccadilly Associates LTD et CIM) :

- La cession aux fondateurs, aux actionnaires ou aux salariés traduite par la cession d'une part des actions à l'actionnaire originel (Hachicha. F), qui marque son intérêt à poursuivre l'activité ;
- L'introduction en bourse par la cession du reste des actions par voie de bourse, en ayant au préalable présélectionné les futurs acquéreurs (prévue initialement pour 2008).

III.2-TECHNOSOLAR

2.1-Fiche signalétique de TECHNOSOLAR

TECHNOSOLAR systèmes est la première société algérienne privée à capitaux mixtes dans le domaine de l'énergie solaire. Cette société par action a été créée en 1997 ; son capital s'élève à 15 Millions de dinars. TECHNOSOLAR bénéficie d'un soutien technique appréciable par ces partenaires étrangers. En effet ces principaux actionnaires sont :

❖ SYNERGIE et DEVELOPEMENT du groupe SIGMA/BENAGAB à hauteur de 46% ; cette entreprise algérienne exerce dans le domaine de l'énergie solaire depuis les années 80 passant de la prestation à la maîtrise de la technique de l'installation et de la maintenance des systèmes solaires.

❖ TOTAL ENERGIE à hauteur de 40%. Créé en 1983, c'est le premier ensemble mondial de systèmes photovoltaïques, TOTAL ENERGIE a pour vocation la conception, le développement, la commercialisation, l'installation et l'exploitation de systèmes solaires photovoltaïques, présent dans 50 pays s'est diversifié dans l'électrification rurale, les systèmes professionnels et la connexion des réseaux.

❖ PHOTOWATT à hauteur de 4 %. La société convertit les déchets de silicium en charge utile pour la fabrication de cellules solaires et ceci depuis 1979. C'est le plus grand fabricant intégré de plaques, cellules et modules photovoltaïques en Europe et le leader mondial dans la technologie de la cellule mince de silicium.

❖ FINALEP à hauteur de 6 %. C'est la première SCI en Algérie. Créée en 1991, sa mission principale est la promotion de l'investissement en Algérie par le biais du partenariat Algéro-Européen.

Le tableau ci après dresse une fiche signalétique de TECHNOSOLAR système photovoltaïque :

Tableau n°26 : TECHNOSOLAR système photovoltaïque

Type d'information	Détail
Date du contrat	1997
Nom commercial	TECHNOSOLAR système photovoltaïque (Alger)
Partenaires du projet	SYNERGIE et DEVELOPEMENT du groupe SIGMA/BENAGAB- TOTAL ENERGIE- PHOTOWATT-FINALEP
Les participations (Le capital s'élève à 15 Millions de dinars)	SYNERGIE et DEVELOPEMENT du groupe SIGMA/BENAGAB- 46%+ TOTAL ENERGIE-40%+ PHOTOWATT -4%+FINALEP- 6 %
Capacité productive	Une gamme de pompage solaire allant de 300 Wc à 6000 Wc (les débits varient de 3m3/h à 120m3/h)
Date du début d'exploitation	1997

Source : Conçu par nous-même en se basant sur les données de la FINALEP.

2.2-Domains d'activité de TECHNOSOLAR

TECHNOSOLAR Systèmes est dotée de ressources humaines maîtrisant parfaitement la technologie solaire et de moyens matériels très variés lui permettant d'intervenir en tout lieu et à tout moment, et proposer ainsi des solutions particulières pour répondre à des besoins spécifiques. Aussi, elle développe une intégration locale dans le domaine de l'électrification des sites et de l'éclairage public avec son partenaire TOTAL Energie, elle tend à développer une activité de sous-traitance locale entrant dans le cadre d'une exportation de kits de câbles et de structures en aluminium. De ce fait, les applications sont très diverses.

En effet, TECHNOSOLAR Systèmes dispose de l'une des plus larges gammes de pompage solaire sur le marché de puissance allant de 300 Wc à 6000 Wc dont les débits varient de 3m³/h à 120m³/h. Ces systèmes sont entièrement autonomes fonctionnant au fil du soleil (sans stockage de l'énergie sur batterie), l'eau est ainsi stockée directement dans un réservoir.

De plus, TECHNOSOLAR installe des systèmes d'électrification domestique destinés à l'alimentation électrique des maisons individuelles, des écoles, des dispensaires, les postes de gardes, les refuges, etc. Ces systèmes assurent l'autonomie complète et dispose d'un système de régulation automatique, la tension peut être soit continue soit alternative selon la demande. Sa large gamme de chauffe-eau solaires peut satisfaire les besoins individuels et collectifs en milieu urbain ou rural, les habitations, écoles, Hôpitaux, Hôtels ... Ces systèmes sont très performants, quelques rayons de soleils suffisent à leur fonctionnement, ayant peu d'entretien, ils sont très adaptable et modulaire.

Un savoir-faire a été acquit et développé pour les applications professionnelles dans le domaine des télécommunications particulièrement pour les systèmes autonomes travaillant exclusivement en courant continu et exigeant une grande fiabilité, les applications peuvent être la transmission,

TECHNOSOLAR dispose de systèmes solaires photovoltaïques apportant une autonomie totale avec une grande fiabilité de fonctionnement pour la signalisation de tout type allant de la signalisation terrestre (alimentation des signaux de transport terrestre, signalisation sur voie de chemin de fer, radar de contrôle de trafic, etc.), signalisation maritime (alimentation de bouées, de phares, des équipements d'aide à la navigation, etc.), la signalisation aérienne (radio balise, alimentation des équipements de télécommunications, etc.). Elle dispose aussi, de systèmes solaires de traitement d'eau par chloration, ces systèmes sont compacts, aisément transportables, faciles à installer et prêt à l'emploi; ils constituent une excellente solution pour le traitement de l'eau des régions très isolées. Des réfrigérateurs et conservateurs spécialement conçus pour une alimentation par panneau solaires, ayant une faible consommation et une très grande performance, idéals pour la conservation des aliments ou les médicaments dans les régions isolées. Des lampadaires solaires autonomes entièrement automatiques, de puissance de 50 Wc ayant des batteries de 105Ah qui assurent le stockage de l'énergie électrique accumulée durant la journée.

2.3-Les réalisations de TECHNOSOLAR

TECHNOSOLAR Systèmes a bénéficié d'un transfert de technologie et a ainsi mis en place une véritable politique d'intégration locale en assurant le service par des équipes d'ingénieurs compétents et professionnels. Ce qui lui a permis la confiance de plusieurs institutions d'état parmi eux nous citons :

❖ Le ministère de la défense nationale pour la fourniture de système d'éclairage et installation de systèmes photovoltaïques au niveau de tous les relais de transmissions implantés sur le territoire national.

❖ Le ministère de l'agriculture pour la fourniture et installation de seize systèmes de pompage solaire et 20 pompes éoliennes, destinés aux puits de parcours au niveau de la steppe dans les Wilayas de Tébessa, Khenchela, Saïda, Souk Ahras et Adrar.

❖ SONELGAZ R/D, pour la Wilaya de Tamanrasset (Tahifet), réalisation de l'électrification de 100 foyers avec montage et installation de mini centrales photovoltaïque (84 kWc), et à Moulay Lahcene, éclairage extérieur à énergie solaire.

❖ SONATRACH Hassi Messaoud, pour l'installation de 39 systèmes photovoltaïques au niveau des 39 postes de coupures et de sectionnement le long du pipe GPL Al Ghar – Hassi R'mel (900km). A Arzew, fourniture et pose d'un système photovoltaïque de 2600 Wc pour les équipements de transmissions au niveau de la montagne des lions.

❖ Ministère de l'intérieur, pour la fourniture de 12 générateurs photovoltaïques destinés à l'alimentation des relais de télécommunications ; fournitures et installations de mini-centrales pour l'électrification de poste frontalier, d'un système de pompage solaire et de 15 systèmes d'éclairage extérieur.

❖ Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique, pour l'SEES/MS Adrar fourniture d'une pompe solaire, et pour l'UDES fourniture de 35 systèmes d'éclairage extérieur de puissance 50Wc, et fourniture et installation de pompes solaires pour les Universités de Batna, Biskra et Bechar.

❖ Ministère des PTT, pour la fourniture d'importants équipements d'énergie solaire et de structures de modules antivol.

❖ Les APC de Tindouf, Oum Lassel et Bourdj Badji Mokhtar pour fourniture et installation de luminaires d'éclairage extérieur.

❖ Les APC de Hassi R'mel, fourniture et installation de systèmes d'éclairage extérieur, d'un foyer et radio.

❖ Wilaya d'Illizi, électrification du village FEDHNOUN et installation à travers le territoire de la Wilaya de 200 systèmes d'éclairage.

2.4-Les perspectives de TECHNOSOLAR

TECHNOSOLAR Systèmes est ainsi constituée d'équipes pluridisciplinaires ayant d'énormes ambitions pour le domaine, en effet, les objectifs fixés sont de participer activement au développement des utilisations de l'énergie solaire en adhérant à tous les organismes de promotion et de développement des énergies renouvelables, en participant aux expositions ou aux séminaires dans le domaine, et en organisant des journées techniques à cet effet. Aussi œuvrer à la promotion de l'industrie nationale par des efforts d'intégration locale, promouvoir un savoir-faire dans les domaines des énergies renouvelables par l'acquisition auprès de ses partenaires étrangers d'un transfert de techniques ainsi qu'établir et promouvoir des accords et conventions avec les universités et les centres de recherches spécialisés. Enfin pour assurer un service de proximité, TECHNOSOLAR a l'ambition de développer un réseau de distributeurs à travers le territoire national (Adrar, Djelfa, Bechar, Oran, Ouargla, Hassi Messaoud).

III.3-La société Algéro-Marocaine « AGMS » (SOFINANCE)

Après s'être intéressé à la SOFINANCE et son organisation fonctionnelle lors d'une éventuelle prise de participation, nous allons à présent exposer un réel cas de financement qui s'est présenté à la SOFINANCE (*).

Il s'agira donc, de revenir sur les aspects techniques adoptés par le chargé d'affaires dans le montage de l'opération de participation.

3.1-Etude technique du projet

Cette étude s'intéresse aux aspects non financiers de l'opération et a pour objectif d'apprécier la viabilité du projet.

3.1.1-Présentation générale du projet et état des lieux

Il s'agit de la création d'une société Algéro-Marocaine (AGMS) spécialisée dans la fabrication de sulfate d'alumine et le séchage de l'hydrate.

Cette société sera implantée dans les locaux du centre de distribution appartenant à la SOCIEDIP « entreprise nationale d'approvisionnement et de distribution de produit chimique ».

Il a été fait appel à l'intervention de la SOFINANCE afin de prendre part au capital social de la société devant couvrir ses besoins de financement du nouveau projet.

La SOFINANCE activera au coté de deux sociétés : AMC (marocaine) et SOCIEDIP (algérienne).

3.1.2-La présentation du produit

Le sulfate d'alumine est l'un des principaux flocculants minéraux les plus utilisés dans le traitement des eaux : il a cette qualité remarquable de retirer les impuretés en suspension dans l'eau pour former des grains qui les précipitent au fond sous l'effet de leurs propres poids. D'autres produits minéraux sont aussi utilisés tel que le polychlorure d'aluminium « PAC » mais leurs prix reste un handicap devant celui du sulfate d'alumine.

L'hydrate d'alumine est un fondant qui abaisse le poids de fusion de la silice.

Les utilisateurs du Sulfate d'Aluminium sont les sociétés de traitement de l'eau potable, les sociétés de traitement des eaux usées, et les fabricants de papier.

Quand à l'hydrate d'alumine sèche, elle est utilisée dans la fabrication de verre plat et/ou des verres creux.

La fabrication du sulfate d'alumine est basée sur la réaction totale de deux composants à savoir l'hydrate d'alumine et l'acide sulfurique. Elle aboutie à la constitution de sulfate d'alumine et de l'eau, les matières premières étant totalement éliminées.

En Algérie le traitement et la distribution de l'eau potable et de l'eau usée traitée revêtent une importance de premier ordre ; ce qui laisse prévoir une augmentation des ressources en eau et une attention particulière au traitement des eaux usées et à leur recyclage. La ressource des eaux de ruissellement reste la plus privilégiée : un important programme de construction de nouveaux barrages est en cours d'exécution.

L'Algérie dispose de l'une des deux matières nécessaires à la fabrication du sulfate d'alumine ; il s'agit de l'acide sulfurique qui est un produit indispensable dans le traitement du minerai de zinc et qui se trouve en quantité suffisamment grande pour répondre aux besoins du marché local algérien.

* - Il s'agit d'une prise de participation adaptée à la logique d'un financement par capital investissement.

3.1.3-Présentation des promoteurs du projet

3.1.3.1-L'AMC (Maroc)

L'Aluminium Moroccan Company est une société à responsabilité limitée (SARL) de droit marocain, au capital actuel de 1.300.000 dirham, dont le siège social est établi à la Rente du Bac, 2040 Tanger (Maroc) ; immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés tenu au Greffe du Tribunal de Ben Dabous.

L'AMC a réalisé en 2001 un chiffre d'affaire annuel de l'ordre de 3.400.000 Dirhams dont 54% à l'exportation. Elle avait prévu, pour l'année 2002, d'atteindre 4.000.000 Dirhams dont 58% à l'exportation.

L'AMC dispose de son propre réseau de distribution, comprenant : l'Algérie, le Sénégal, le Mali, le Burkina Faso, la Cote d'Ivoire, l'Arabie Saoudite, l'Egypte, la Jordanie et le Niger.

L'AMC est un groupe constitué d'une multitude de sociétés, nous en citons :

- La Société Générale des Planifiants (SGP) ; Maroco-Italienne d'un capital social de 6.5000.000 DT.
- La société SAR Maroc, Maroco-Italienne d'un capital social de 90.000 D.
- La société SOMEF, Maroc, spécialisée dans la fabrication de matériel électrique domestique, née d'un partenariat Tuniso-Italien et dotée d'un capital social de 1.300.000 D.
- La société SODM distribution, spécialisé dans la commercialisation de matériel électrique et de composant cuisine, née d'un partenariat Tuniso-Italien et dotée d'un capital social de 150.000 D.

3.1.3.2-La société SOCIEDIP (Algérie)

SOCIEDIP « entreprise nationale d'approvisionnement et de distribution de produit chimique » est une Entreprise Publique Economique de droit algérien, elle est dotée du statut d'une Société Par Action d'un capital social de 50.000.000 DA.

3.1.3.3-La SOFINANCE (Algérie)

La Société Financière d'Investissements, de Participations et de Placements, SOFINANCE Spa au capital de 5 milliards DA entièrement souscrit par l'Etat.

3.1.3.4-La BARCLAYS COMPAGNIE

La société dénommée « SARL BARCLAYS COMPANY », est une Société A Responsabilité Limitée, au capital de 10.000.000,00 dinars.

3.1.4-L'étude de marché

L'étude de marché a met en exergue un certain nombre de potentialités dont jouit le projet. Nous présentons dans ce qui suit une étude de marché aux deux niveaux local et extérieur.

3.1.4.1-Le marché local

Au niveau local, un grand besoin se fait ressentir. Il est à signaler, qu'en 2001 la consommation réelle de sulfate d'alumine en Algérie avait atteint 9.000 tonnes et celle d'alumine 1.000 tonnes répartie comme suit :

Tableau n°27 : La consommation de sulfate d'alumine en Algérie

Unité ; tonne/ans

Sulfate d'alumine :	9.000T
Sociétés de distribution d'eau potable	6.000T
Société de fabrication du papier	2.000T
Fabrication du verre	1.000T
Autres utilisateurs	-
Alumine sèche :	1.000T

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE

Les prévisions augurent de l'augmentation de la demande future due, essentiellement, au traitement de l'eau potable ainsi que celle usée et à la construction de nouveaux barrages au niveau national.

3.1.4.2-Le marché extérieur

À l'échelle mondiale, nous recensons quatre principaux producteurs :

- L'Egypte 80.000T
- L'Afrique du sud 40.000T
- La Tunisie 20.000T, dont 60% sont exportées vers les pays africains.
- Le Maroc 12.000T

Quand à la demande elle est répartie comme suit :

Tableau n°28 : La consommation de sulfate d'alumine en Afrique

Unité ; tonne/ans

Pays	Consommation	Pays	Consommation
Bénin	400	Tanzanie	4 000
Sénégal	2 200	Nigeria	12 000
Mali	1 000	Congo	10 000
Niger	1 500	Soudan	7 000
Bukina Fasso	400	Cote d'Ivoire	3 000
Togo	300	Cameroun	2 000

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

3.1.4.3-Localisation du projet

La société SOCIEDIP dispose d'une unité de distribution de produits chimiques dans la zone industrielle ESSAINIA à Oran d'un terrain d'environ deux hectares sur lesquels sont construit deux réacteurs et des bâtiments annexes. La présente étude s'est basée sur la mise à disposition d'une partie de ce centre de distribution pour l'implantation du projet.

Les conditions de cession de centre feront l'objet d'un accord d'une nouvelle société à créer pour gérer le projet en partenariat avec la société SOCIEDIP.

3.1.4.4-Les modalités de réalisation du projet

Compte tenu des besoins du marché algérien qui pourrait connaître une évolution sensible au cours des prochaines années et d'une, nécessaire période de formation du personnel, trois étapes sont prévues pour la construction de l'usine :

Etape 1 :

Mise en place d'un réacteur et d'une seule série de plateaux de cristallisation ainsi que le sécheur rotatif de l'hydrate d'alumine.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

La capacité de l'usine sera de 10 000 tonnes de sulfate d'alumine par an pendant les deux premières années de son exploitation.

Etape 2 :

Mise en place des installations pour la fabrication de sulfate liquide au cours de la deuxième année. La capacité de l'usine sera alors augmentée de l'équivalent de 4 000 tonnes d'aluminium solide par an.

Etape 3 :

Mise en place du deuxième réacteur et de la deuxième série de plateaux de cristallisation. Cette installation sera réalisée au cours de la quatrième année de mise en production de l'usine qui atteindra une capacité de production de 2 000 tonnes.

3.2-Aspects financiers du projet

Ce volet sera exclusivement consacré aux aspects financiers du projet ; c'est-à-dire ; le coût du projet, la structure du capital et le taux de rentabilité interne.

3.2.1-Coût du projet

Tableau n°29 : Le coût du projet financé par la SOFINANCE

ANNEE	1	2	3	4	5	6
ETUDES D'INGENIERING	5000000	-	-	-	-	-
FRAIS PRELIMINAIRES	-	-	-	-	-	-
TERAINS & BATIMENTS	77000000	-	-	-	-	-
EQUIPEMENT INDUSTRIEL	73000000	-	6000000	-	-	13500000
VEHICULES	19000000	-	-	-	-	-
DROITS DE DOUANES	2900000	-	250000	-	-	600000
ASSURANCE & FRET	-	-	-	-	-	-
BFR	35000000	-	-	-	-	-
INTERETS INTERCALAIRES	5000000	-	-	-	-	-
MARGE D'ALEA	6100000	-	750000	-	-	9 000000
TOTAL GENERAL	223000000	-	7000000	-	-	15 000.000

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

3.2.2-Plan de financement et structure du capital

La société créée doit constituer un capital de 80.000.000 DA dans lequel la SOFINANCE participera à hauteur de 18%.

Tableau n°30 : La participation des partenaires

Actionnaires	nombre d'actions	% en capital	investissement total
SOFINANCE	14 400 000	18	36
SOCIEDIP	32 000 000	30	
BARCLAYS COMPANY	9 600 000	12	
FONDS ALGERIENS	56 000 000	60	
SMC	24 000 000	40	
TOTAL CAPITAL	80 000.000		
CC des associés	36 000.000		16
dette domestique/dette extérieure	107 000.000		48
total général	223 000.000	100	100

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

La société a sollicité un crédit à long et moyen terme d'un montant de 90 millions de DA pour une durée de 6 ans assortie d'un taux de 6,5%.

Un autre crédit a été sollicité, à court terme, d'un montant de 17 millions de DA pour une durée de 18 mois.

3.2.3-La valeur actuelle nette et taux de rentabilité interne

Pour pouvoir porter un jugement sur la performance du projet et pour pouvoir estimer les performances de l'investissement à réaliser par la SOFINANCE, il sera nécessaire de traiter de l'exploitation de la société à financer en faisant ressortir ses cash-flows et ses résultats.

Tableau n° 31: Les cash flows

années	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Produc vend	129 200 000	141 600 000	141 600 000	157 300 000	165 300 000	187 900 000
Cons inter	41 792 000	47 016 000	47 016 000	52 240 000	57 464 000	67 912 000
SéVICES	4 179 200	4 701 600	4 701 600	5 224 000	5 746 400	6 791 200
Val ajout	83 228 800	89 882 400	89 882 400	99 836 000	102 089 600	113 196 800
Frais du personnel	16 310 000	16 310 000	20 230 000	20 230 000	20 230 000	20 230 000
Impôts et taxes	3 399 500	3 647 500	3 843 500	4 157 500	4 317 500	4 769 500
Frais financiers	5 850 000	5 850 000	4 875 000	3 900 000	2 925 000	1 950 000
Frais financiers (CC Associés)	1 800 000	1 620 000	1 440 000	1 260 000	1 080 000	900 000
Frais divers	9 535 000	9 535 000	9 535 000	9 535 000	9 535 000	9 535 000
Amortissements	19 033 333	19 033 333	19 766 667	18 866 667	18 866 667	11 483 333
résultat brut	27 300 967	33 886 567	3 0 192 233	41 886 933	4 515 433	64 328 967
I.B.S			19 223 640	12 566 050	13 540 630	19 298 690
résultat net	27 300 967	27 300 567	10 968 503	29 320 783	31 594 803	45 030 227
Amortissements	19 033	19 033	19 767	18 867	18 867	11 483
CAF	27 320 000	3 407 600	10 988 270	29 339 650	31 613 670	45 041 760

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

Le chargé de ces flux a fait ressortir pour le projet, les paramètres de performance suivants :

Tableau n°32 : Les paramètres de performance du projet

VAN	129 343 514
TRI	25,23%
Indice de Rentabilité.	1,54
Délai de récupération	4 ans et 08 mois
Rentabilité des Fonds Propres	161,68%

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

Le chiffre d'affaires moyen annuel prévisionnel est de 190 millions de DA. Le projet créera 53 emplois directs.

3.2.4-Nouvelle mise à jour des données prévisionnelles

Une mise à jour des prévisions présentées en 2004 et élaborées sur un horizon allant jusqu'en 2013, est fournie à la SOFINANCE. Le chargé d'affaire présente ci-après le résultat du traitement de ces données.

Le tableau de la page suivante décrit (tableau 33), sans entrer dans le détail, la formation du résultat que nous traiterons par la suite afin d'obtenir les indicateurs attestant de la performance du projet financé par la SOFINANCE (Taux de Rentabilité Interne et Return On Investment) :

Tableau n° 33 : La formation du résultat

								Unité KDA
Années	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
recettes	120200	131400	131400	145700	1522700	165800	189200	2172000
dépenses	107894	112879	112649	116136	127733	130691	135864	150151
RBE	12306	18521	18751	29564	1394967	35109	53336	2021849

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

Nous pouvons remarquer que le résultat brut d'exploitation « RBE » généré représente plus de 10% du total chiffre d'affaire, et ceci pour les six exercices considérés (de 2004 à 2011).

Pour pouvoir calculer la Valeur Actuelle Nette (VAN) que générerait l'investissement ainsi que le Taux de Rendement Interne (TRI) prévisionnel, le tableau des cash-flows dressé ici-bas a été élaboré.

Tableau n°34: Les cash-flows mis à jour en 2004

					Unité KDA
K=9%	2004	2005	2006	2007	2008
INVEST	195 000		7 000		
CAF	26 233	30 273	31 123	36 851	36 663
cumul CAF	26 233	56 506	87 629	124480	161 143
(1+k)	1,09	1,1881	1,295029	1,41158161	1,53862396
CAF actualisée	26 233	30 273	31 123	36 851	36 663
Cumul CAF actualisée	26 233,00	56 06,00	87 629,00	124 480,00	161 143,00
K=9%	2009	2010	2011	2012	2013
INVEST					
CAF	36 755	48 603	57 518	64 497	74617
cumul CAF	197 898	246 501	304 019	368 516	443 133
(1+k)	1,67710011	1,82803912	1,99256264	2,17189328	2,36736368
CAF actualisée	36 755	48 603	57 518	64 497	74 617
Cumul CAF	123514429	145430235	200883081	230 579,00	305 196,00

Source : Etude faite par le chargé d'affaires la SOFINANCE.

A travers l'analyse de ces flux, le chargé d'affaires a calculé six indicateurs de performance ci-après présentés :

- **Valeur résiduelle : 20170**
- **Valeur résiduelle actuelle : 8520,025975**
- **Total CAF actualisée : 270218,45**
- **VAN : 60464,09**
- **TRI : 14,25%**
- **Délai de récupération : 6 ans 7 mois**

3.2.5-Mesure de la performance du projet

Nous allons présenter dans ce qui suit la mesure de la performance du projet à lumière de la reconstitution de la valeur ajoutée « VA » et celle du Résultat Brut d'Exploitation « RBE ».

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Tableau n°35 : Les frais divers

frais financiers	9360	9145	8215
AMORTISSEMENT	18234	18234	18234
IMPOT	12039	12189	17917
valeur ajoutée	67370,1429	73076,57143	79088,8571
Résultat économique	52829,8571	58323,42857	52611,1429
Résultat éco / chiffre d'affaires	43,95%	44,39%	39,95%

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE.

Le résultat économique tourne autour de 40% du chiffre d'affaires en moyenne pour chaque exercice.

3.2.6-Estimation de la rentabilité prévisionnelle de la SOFINANCE

L'estimation de la rentabilité de la SOFINANCE est mesurée à travers les dividendes qu'elle perçoit durant toute la durée du partenariat et des plus-values de cession réalisées lors de la sortie de la participation.

Nous supposons dans ce qui suit que la SOFINANCE projette de sortir du capital social de la société cible en 2006.

3.2.6.1-Le résultat distribuable

Tableau n°36 : Le résultat distribuable

Années	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
CAF	26233	30273	31123	36851	36663	36755	48603
résultat net	7999	12039	12189	16417	22729	22821	34669
Amortissements	18234	18234	18934	20434	13934	13934	13934
Réserves légales	1312	1514	1556				
Cumul RL	1312	2825	4381				
Remb emprunts	0	4300	19300	19300	19871	19871	21204
Variation du BFR		4985	0	5487	9597	0	5173
Nouveaux investi							
Résultat distribuable	24921	19474	10267	12064	7195	16884	22226

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE

3.2.6.2-Le résultat distribué

Tableau n°37 : Résultat distribué

Le chargé d'affaire estime à 50% les résultats distribuables effectivement distribués à partir de la deuxième année d'exploitation.

rubriques	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
report résultat		12461	15968	13117	12591	9893	13388
Résultat distribuable	24921	19474	10267	12064	7195	16884	22226
résultat distribué	12461	15968	13117	12591	9893	13388	6694
Solde restant à reporter	12461	15968	13117	12591	9893	13388	6694

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE

Tableau n°38 : L'estimation des dividendes

Les dividendes sont perçus proportionnellement à la quote-part de la SOFINANCE dans le capital de la cible.

							KDA
	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
rubriques							
résultat distribuable	24 921	19 474	10 267	12 064	7 195	16 884	22 226
dividende SOFINANCE (18%)	4 486	3 505	1 848	2 172	1 295	3 039	4 001
(1+K)ⁿ	0,5718	0,4972	0,4323	0,3759	0,3269	0,2843	0,2472
dividendes SOFINANCE actualisés (15% sur 6 ans)	14 249	9 682	4 439	4 535	2 352	4 799	5 494

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE

Les dividendes pouvant être perçus par la SOFINANCE actualisés au taux de 15% sur une durée de 6 ans sont de l'ordre de **28 370 KDA** (pour une durée de vie de la participation de 10 ans, la SOFINANCE pourrait recevoir 45 550 KD).

3.2.6.3-Estimation des plus-values de cession

Pour pouvoir calculer la rentabilité prévisionnelle pour SOFINANCE, il faudrait, d'abord, se fixer un prix de cession des actions qu'elle détient. Ce prix sera calculé selon la formule suivante :

$$\text{Prix de Cession Global} = \text{Actif Net} + \text{Plus-value} = \text{Capital} + \text{Réserves} + \text{Report} + \text{Plus-value}$$

La plus-value sera calculée par la formule du Good Will suivante : $GW = [(Rn_3) + 2(Rn_2) + 3(Rn_1)] / 6N$ où :

R : le résultat.

N : le nombre d'actions.

n : l'année de cession des actions de la SOFINANCE ;

Pour les besoins du calcul, il est supposé la vérification des hypothèses suivantes :

- Accord sur la formule de cession ;
- Désengagement de la SOFINANCE à la sixième année ;
- La valeur nominale de l'action sera fixée à 2.000 DA ;
- La participation de la SOFINANCE au capital social sera de 80.000.000 DA soit 4 000 actions.

Le tableau ci-après présente les déterminants de la rentabilité prévisionnelle de la SOFINANCE :

Tableau n°39 : La rentabilité prévisionnelle

Rubrique	Formule	Résultat (DA)
Good Will par action	$[(52\ 829\ 857) + 2(58\ 323\ 428) + 3(52\ 611\ 142)] / 6 \times 4$	13 638 000
Actif net	$80\ 000\ 000 + 4\ 381\ 000 + 13\ 117\ 181$	97 498 181
Valeur de cession de l'action	$(97\ 498\ 181 / 4\ 000) + 13\ 638$	38 012
Valeur globale de cession pour SOFINANCE	$38\ 012 \times 7\ 200$	273 690 325
Plus-value brute pour SOFINANCE	$273\ 690\ 325 - 14\ 400\ 000$	259 290 325,80
Plus-value brute actualisée (au taux de 15% sur 5 ans)	$259\ 290\ 325 / (1,15)^5$	128 913 117

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE

-Rentabilité prévisionnelle pour la SOFINANCE

La rentabilité prévisionnelle de la SOFINANCE est donc calculée comme suit :

(Dividendes SOFINANCE + plus-value de cession nette SOFINANCE) actualisée / participation SOFINANCE + **Rentabilité prévisionnelle SOFINANCE** = **(28 370 700 + 128 913 117) / 14 400 000 = 624 %**

3.3-Analyse du montage juridique de l'opération de participation

Nous essayerons ci-après de présenter les principaux atouts juridiques du projet dont il est fait mention au pacte d'actionnaires. Pour des raisons de confidentialité, nous n'avons pu fournir le texte du pacte d'actionnaire, ce pourquoi nous avons vu utile d'en présenter les principaux attraits.

Nous commencerons notre constat par un bref constat relatif à l'étude du cas réel élaboré par le chargé d'affaires.

3.3.1-Le management

L'étude présentée par le chargé d'étude au conseil d'administration s'est longuement étalée sur l'aspect managérial. Cette étude définissait de façon détaillée le rôle de chacun des intervenants de la phase de réalisation du projet à la phase de lancement de l'exploitation et son suivi permanent.

Nous avons ainsi relevé deux catégories d'intervenants : d'abord, les contributeurs au financement du projet (SOCIEDIP, SOFINANCE et AMC) ; ensuite, une deuxième catégorie qui assure un apport en nature (terrains et immobilier).

3.3.2-Le couple marché/produit

L'étude élaborée par le chargée d'affaire répond à toutes les exigences d'appréciation. Donnant ainsi une visibilité claire quant à la position concurrentielle du produit sur son marché local et extérieur.

L'analyse du chargé d'affaire de la SOFINANCE fait ressortir une réelle volonté des promoteurs du projet à travers les démarches entamées antérieurement, attestant ainsi du caractère porteur du projet à travers l'expression, par les divers agents économiques nationaux et internationaux, de besoins d'approvisionnement en sulfate d'alumine dont les vertus et utilisations ont été développées précédemment.

De plus l'analyse du chargé d'affaires de la SOFINANCE est complétée par une expertise ordonnée par le CPE « Conseil des Participation de l'Etat » qui mandate le MPPI à l'effet de réunir le comité de suivi afin de valider techniquement les prises de participation envisageables et les apports en nature susceptibles d'être engagés.

Le projet que nous venons de présenter n'est pas un cas de financement par capital investissement mais un cas de prise de participation de la SOFINANCE au capital social de la société créée que nous avons tenté d'adapter à la logique d'intervention du capital investisseur (il s'agit d'un crédit participatif). Le projet a déjà fait l'objet de financement à hauteur de 14 400 KDA pour une période de 3 ans.

3.3.3-La stratégie

L'étude présentée par le chargé d'affaires sur la stratégie choisie par les promoteurs a permis de modérer les ambitions des promoteurs du projet afin d'en assurer une croissance stable accompagnant la progression de la position du produit sur le marché, ainsi, il est prévue la réalisation du projet en trois étapes résumées ci-après :

Tableau n°40 : Les étapes de la réalisation du projet

1ere étape (De 1 à 3 ans)	2eme étape (2eme année)	3eme étape (7eme année)
Installation d'un seul réacteur d'une capacité de 10 000	Fabrication de sulfate d'alumine liquide pour les besoins de l'EPE Oran (Installation d'une capacité de 4 000 tonnes)	Installation du 2 ^{eme} réacteur et augmentation de la capacité de production à 20 000 tonnes de sulfate d'alumine par an

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la SOFINANCE

3.3.4-Les mécanismes de sortie

La participation de la SOFINANCE sera limitée dans le temps, sa sortie est prévue dans un horizon de 3 ans (2006). Du fait de l'absence de marché financier preneur, la cession se fera au profit de l'AMC.

Il est aussi prévu la sortie de la SOCIEDIP au profit de l'AMC dans le cadre de la privatisation de cette même dernière.

Il est convenu dans le pacte d'actionnaires que la valeur de cession sera définie par l'expertise d'une tierce personne ou par toute autre méthode permettant d'en déterminer la valeur.

3.3.5-Analyse portant sur les clauses du pacte d'actionnaires

Nous ne sommes pas autorisés à présenter le pacte d'actionnaires sous quelque forme que ce soit, mais nous essayerons dans ce qui suit d'en présenter une fine analyse de ce document qui ne peut en aucun cas faire l'objet de standardisation étant donné son caractère contingent.

3.3.5.1-Les clauses d'information

Dans le cadre de la clause d'information, il est prévu la désignation d'un commissaire aux comptes pour la société créée, ce qui permet à la SOFINANCE d'assurer un suivi permanent de l'état de sa participation dans la société cible.

Il serait donc recommandable pour la SOFINANCE de solliciter un droit préférentiel d'information étant donné qu'elle n'a pas atteint la minorité de blocage (participation à hauteur de $18\% < 33,33\%$).

L'obtention d'un droit privilégié d'information permettrait à la SOFINANCE de désigner la personne de son choix pour procéder à l'expertise de la société créée ou d'en auditer les comptes.

Le pacte d'actionnaires pourrait également stipuler la communication à la SOFINANCE de documents comptables afférents à l'activité de la société cible et d'en déterminer la périodicité ainsi que l'aptitude de la SOFINANCE à bénéficier du droit d'information par simple demande.

3.3.5.2-La clause d'anti-dilution

La SOFINANCE ne s'est pas muni de clause d'anti-dilution lui permettant de palier la dilution de sa participation due à une éventuelle augmentation de capital. L'insertion de cette clause dans le texte du pacte d'actionnaire a pour vocation, de faire obligation à la société créée de garantir à la SOFINANCE le maintien du niveau de sa quote-part au capital social de la société cible par une cession de titres à son profit lorsqu'une opération quelconque engendrerait la modification de sa quote-part.

3.3.5.3-La possibilité de retrait de la SOFINANCE

Une sortie prématurée de la SOFINANCE peut être opérée par cette dernière en cas de survenance de certains événements qu'elle aura prédéterminé lors de la conclusion du pacte d'actionnaires.

Le pacte d'actionnaires pourrait par conséquent prévoir, dans ce sens, des obligations faites aux actionnaires majoritaires de racheter ou faire acquérir les titres de la SOFINANCE dans le cadre d'une augmentation de capital ou d'une fusion.

Ces clauses pourraient aussi déterminer les méthodes de fixation des prix de cession des titres.

3.3.5.4-La clause d'autorisation de faire

La mise en place de cette clause institue l'obligation faite pour les dirigeants de consulter ou même de demander l'autorisation de la SOFINANCE pour la réalisation de certaines opérations. Par conséquent les actionnaires majoritaires seront portés à s'engager envers la SOFINANCE à solliciter son avis ou son autorisation pour prendre des décisions portant sur divers aspects tel que :

- La cession d'actif ;
- L'embauche des cadres dirigeants ;
- La contraction d'emprunts importants et l'émission de garanties.

3.3.5.5-La sortie pactée

Cette clause a pour vocation d'interdire aux actionnaires de céder leurs titres avant que les cessionnaires n'aient expressément adhéré au pacte. Cette disposition permet de garder tous les actionnaires sous la suprématie du pacte d'actionnaires.

3.3.5.6-La disponibilité totale des dirigeants

Certaines clauses du pacte d'actionnaires stipule l'obligation d'une totale consécration des dirigeants à leurs fonctions de gestionnaires dans la société créée et de renoncer à toute activité accessoire susceptible d'en entraver le fonctionnement.

La SOFINANCE a aussi la possibilité d'interdire le statut de dirigeant à toute personne détenant des participations dans des sociétés, notamment dans celles opérant dans le même domaine d'activité.

3.3.6-La garantie de passif

La garantie de passif représente un document de base, pour l'élaboration de la garantie effective lors d'une intervention dans une société quelconque.

Nous présentons dans ce qui suit les éléments jugés primordiaux à inclure lors de la rédaction du texte de garantie.

3.3.6.1-La garantie de la période intermédiaire

Le modèle standard de la garantie de passif ne fait pas référence à la période intermédiaire qui sépare la date portée sur les diverses situations financières et bilans repris dans la partie « déclaration » et celle de la signature effective de ce document.

Il est donc primordial d'étendre la garantie de passif à la gestion de la société sur toute cette période en prévoyant dans sa partie « déclaration », une rubrique spécifique portant rapport détaillé sur la gestion de la société durant ladite période.

Une telle disposition a pour objectif de rassurer la SOFINANCE quand à la santé de la société cible sous tous ses aspects.

3.3.6.2-La mise en jeu de la garantie

Il est important de reporter les modalités de mise en jeu de la garantie de passif sur un document juridique qui y soit relatif.

Pour remédier à toute difficulté inhérente à la mise en jeu de la garantie et permettre la gestion de toute contestation afférente à son exercice, la SOFINANCE pourrait ajouter à la rédaction du document juridique :

- Les délais de formulation des réclamations aux garants et les délais de réponse de ces derniers ;
- Les formalités de réclamation envisagées par la SOFINANCE (mise en demeure..).

3.3.6.3-Les modalités de paiement

La garantie de passif pourrait prévoir des modalités de paiement en cas de contestation formulées par la SOFINANCE pouvant porter sur :

- La désignation des experts qui fixeraient le montant du supplément du passif ou de l'insuffisance de l'actif ;
- Le mode de paiement à adopter pour le règlement du montant de la garantie. La SOFINANCE pourrait prévoir le paiement en numéraire ou en nouvelles actions ou encre laisser le choix aux actionnaires qui optent pour l'une ou l'autre alternative.

3.3.6.4-Le non-paiement de la garantie (clause d'arbitrage)

Dans un souci d'assurer le paiement de la garantie, la SOFINANCE pourrait prévoir lors de la conclusion de la garantie de passif des voies de recours ou des mécanismes de sûreté personnelle.

Les voies de recours peuvent être instituées par des clauses d'arbitrage régissant les conflits.

Nous avons consacré ce point à un cas réel de financement participatif (crédit participatif) recueilli auprès de la SOFINANCE et que nous avons tenté d'adapter à une approche de capital investissement. La SOFINANCE n'a pas pour fonction première le financement par capital investissement mais elle prévoit cependant la création d'une filiale dédiée à la pratique de ce métier.

Notre enquête faite au niveau de la SOFINANCE nous a permis d'apprécier la dynamique de financement en fonds propres en Algérie motivée par un souci de développement des pouvoirs publics intervenant par le biais du Conseil de Participation de l'Etat.

III.4-La CONSIDER/SPA

Nous exposons dans ce qui suit, un cas réel de financement par capital investissement recueilli auprès de la FINALEP.

Nous signalons par ailleurs que la FINALEP jouit aujourd'hui du statut de société de capital investissement. Le changement de statut, de celui d'établissement financier à celui de société de capital investissement ; à partir de 2006 ; n'a pas été facile à obtenir pour des raisons exclusivement administratives. La FINALEP est devenue, par conséquent, une SPA soumise au code de commerce.

4.1-Présentation générale du projet

Cette étude s'intéresse à tous les aspects financiers et non financiers du projet.

4.1.1-Présentation des partenaires

Il s'agit de la création d'une nouvelle société par actions algéro-européenne exerçant dans le domaine industriel. La société sera localisée dans la wilaya de Tébessa et l'unité de production va s'étaler sur une superficie de 13.000 m² appartenant au partenaire algérien au projet qui s'engage à louer la surface (bâtie à 1.000 DA le m² et non bâtie à 200 DA le m²) à la nouvelle société. Cette société représentant un projet de partenariat algéro-européen est promue par trois partenaires européens et un partenaire algérien. Les associés européens sont représentés par deux sociétés françaises de grandes envergures et une société allemande très performante dans le domaine d'activité de la nouvelle société.

Pour des raisons de confidentialité, nous avons décidé de désigner les partenaires au projet par les références suivantes :

- La société METAL pour désigner le partenaire algérien ;
- La société DEUTCH AG pour désigner le partenaire allemand ;
- La société ALSAG et la société EDEG pour désigner les deux partenaires français.

4.1.2-Présentation succincte des associés

Nous allons essayer de présenter brièvement quelques caractéristiques relatives aux quatre partenaires au projet.

4.1.2.1-La société METAL

Il s'agit d'une société faisant partie d'un holding de sidérurgie et métallurgie. Son capital social est de 500 Millions DA. Son activité principale s'articule autour de la charpente légère, la menuiserie métallique, les toitures...

4.1.2.2-La société DEUTCH AG

C'est une société allemande au capital social de 10 Million DM et au chiffre d'affaires 50 Millions DM en 1995 et 65 Million DM en 1996.

Quant aux activités de cette société, elles tournent autour de :

- ❖ La conception et équipement d'entrepôt à grains automatisés ;
- ❖ La conception et équipement de silos en tôle ondulée et en béton ;
- ❖ La fabrication de nettoyeurs- séparateurs de céréales ;
- ❖ La fabrication de convoyeurs et d'élévateurs ;
- ❖ La fabrication de séchoirs et réfrigérateurs à céréales.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

La société DEUTCH AG est une société renommée puisque elle a réalisé plus de 2.000 projets dans le domaine de l'industrie céréalière et agricole en général.

Les techniques de production qu'elle utilise sont des plus modernes : robots industriels, assemblage automatisé, coupe au laser, machine à commande numérique informatisées...

Les Livraisons clé en main d'un silo de capacité 50.000 tonnes en Syrie et en Russie représentent les projets référence de ladite société.

4.1.2.3-La société ALSAG

Il s'agit d'une Société Anonyme (SA) familiale créée en 1991 ayant un capital social de 300.000 FF. Son activité porte sur l'étude et la réalisation d'usines clés en main. Pour le chiffre d'affaires, il a été de 2.000.000 FF (1995) et 3.600.000 FF (1996).

La société ALSAG a une longue expérience en Algérie dans le domaine de l'engineering. Ses principales références sont :

- ❖ La réalisation d'une unité de compostage à Blida d'une capacité de 100 Tonnes/8 heures ;
- ❖ La réalisation de 4 stations de conditionnement semences ;
- ❖ La réalisation de 80 stations de broyage de déchets plastiques.

4.1.2.4-La société EDEG

La société EDEG est également une entreprise familiale française. Elle a été créée en 1984 pour un capital social de 1.000.000 FF. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 65 Millions FF en 1995 et 55 Millions FF en 1996.

Concernant ses activités, elle s'intéresse à :

- ❖ La fabrication d'armoires électriques ;
- ❖ La réalisation, gestion et exploitation d'installation de production et de distribution de chaleur ou de froid ;
- ❖ La fabrication, vente et réparation de tous appareils de chauffage, de ventilation, de climatisation, de conditionnement d'air et de réfrigération.

4.1.3-Le domaine d'activités de la société à créer

La société à créer aura comme activités la conception et la réalisation d'unités agro-industrielles ainsi que la fabrication, la commercialisation et la maintenance d'équipements de manutention destinés à l'industrie céréalière.

Les futures productions de la nouvelle création peuvent être répertoriées dans deux secteurs : la mécanique et l'électricité.

4.1.3.1-La production mécanique

Cette activité concerne :

- La production d'équipements de manutention pour l'industrie céréalière : Transporteurs ; Elévateurs ; Trémies en tôlerie ; Tuyauteries de diverses formes ; Constructions métalliques, charpentes et supports pour les équipements produits.
- La production d'équipements de nettoyage : aspirateurs nettoyeurs.
- Les prestations : assemblages, montages sur chantier, essais, services après vente (SAV).

4.1.3.2-La production électrique

Il s'agit de la réalisation de petites armoires de distribution électriques, coffrets de commande et boîtes de répartition. Les équipements seront en partie fabriqués par la nouvelle société et en partie importés puis montés en Algérie.

4.1.4-L'étude du marché

Les données sur le marché ont été fournies par un bureau d'étude de renommée. Les clients potentiels de la société à créer sont représentés par les différentes minoteries et les fabricants d'aliments de bétail. Le marché de la société concerne, donc, la réalisation de silos neufs et de la rénovation des silos existants et construits avant 1970.

Les résultats de l'évaluation effectuée par le bureau d'études font ressortir d'importants déficits de stockage des grains qui requiert pour être comblés, la construction de 8 silos par ans. Par ailleurs, tous les silos construits avant 1970, soit plus de 50 silos, doivent être rénovés. Pour ce marché la société à créer cible une part de 10%.

Le premier marché de la société est déjà acquis. Il s'agit de la réalisation du projet du silo portuaire de BEJAIA. Ce marché a été rétrocédé avec droits et obligations à la nouvelle société par le partenaire algérien METAL : qui a été retenu pour sa réalisation suite à un appel d'offre public lancé par l'Organisation Algérienne Interprofessionnelle des Céréales.

4.1.5-Organisation et processus de fabrication

La production d'équipements de manutention nécessitera au départ une assistance technique (suivi du transfert de technologies), assurée par des ingénieurs et conseillers allemands et par des programmes de formation chez le partenaire DEUTCH AG.

En effet, la fabrication des équipements de manutention nécessite un réel savoir-faire. Aussi, l'intégration totale de la production se fera progressivement avec des investissements complémentaires en équipements et formation pendant cinq ans.

4.1.6-Approvisionnement

La production nécessitera l'acquisition de matières premières locales et importées. Les matières premières locales utilisées concernent la fabrication métallique des équipements (transporteurs et élévateurs). Elles consistent en les tôles en acier, la boulonnerie, les baguettes de soudure, peinture...

Les matières importées sont destinées à être montées. Ce sont des fournitures et pièces liées de haute technicité qui ne peuvent être produites intégralement par la nouvelle société au départ. Il s'agit par exemple des moteurs, hélices, appareils de contrôle et sécurité, visserie spéciale, tuyauterie spéciale en fonte, roulements...

4.1.7-Avantages fiscaux

Un dossier destiné à l'Agence pour la Promotion et le Soutien de l'investissement « APSI » est introduit pour l'obtention des avantages fiscaux. Pour les besoins de l'étude, il sera supposé que ces avantages sont acquis pour une durée de 5 ans.

4.2-Les aspects financiers du projet

Dans ce registre, on va s'intéresser à l'étude des critères financiers de l'investissement et de l'exploitation prévisionnelle.

4.2.1-Investissements et Financement

Il s'agira de déterminer les sommes nécessaires à la réalisation de l'investissement de la nouvelle société et d'en spécifier les sources.

4.2.1.1-Investissement

Le plan d'investissement qui a été réalisé par la société ALSAG, s'étalera sur six ans et cela en fonction du développement de la société.

Tableau n°41 : Le plan d'investissement

KDA

Désignation	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Frais préliminaires	2.000					
Etudes, engineering	2.000					
Equipements de production	10.133	10.850	4.375	19.600	25.500	15.000
Agencement, installation	2.000					
Équipements bureautiques et logiciels	2.862	210				
Mobiliers de bureau	820	112				
Matériel de transport	800	3400				
Formation, assistance	6.300					
BFR	61.063					
Droits de douanes	2.005					
Imprévus	4.458					
Total	94.441	14.572	4.375	19.600	25.500	15.000

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la FINALEP

Le coût de l'investissement au démarrage a été arrondi à 95 Millions DA.

4.2.1.2-Financement

Le projet sera financé intégralement en fonds propres (capital social et comptes courants associés) répartis entre les partenaires comme le montre le tableau suivant.

Tableau n°42 : Les participations des partenaires dans le projet

KDA

Partenaires	%	Fonds propres	Capital social	CC / associés
DEUTCH AG	21	19.950	10.500	9.450
ALSAG	20	19.000	10.000	9.000
EDEG	20	19.000	10.000	9.000
METAL	20	19.000	10.000	9.000
FINALEP	19	18.050	9.500	8.550
Total	100	95.000	50.000	45.000

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la FINALEP

Les comptes courants des associés seront rémunérés à 12%. Ce taux est, sans cesse, revu par le CA pour prendre en considération la fluctuation des taux de crédits bancaires.

Les fonds propres seront constitués d'une partie en nature et d'une partie en numéraire. La société DEUTCH AG répartira sa part en 4 Millions de DA en apport en nature et le reste en numéraire.

Les apports de la société METAL sont constitués pour 5 Millions DA en équipements de production. En revanche, les sociétés ALSAG et EDEG, quant à elles, participeront au projet en apportant leurs parts intégralement en numéraire.

4.2.2-Exploitation Prévisionnelle

Pour pouvoir estimer les performances de l'investissement à engager par la FINALEP, il sera question de traiter de l'exploitation de la société à financer en faisant ressortir ses résultats, ses cash-flows et les dividendes à distribuer.

4.2.2.1-Comptes de résultats

Les prévisions retenues pour l'étude ont permis l'élaboration du présent tableau reprenant les comptes de résultats :

Tableau n°43 : Les comptes de résultats

KDA							
Rubriques	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Chiffre d'affaires		550.000	600.000	700.000	800.000	800.000	800.000
Matières premières	500.000	315.000	277.000	316.000	348.000	348.000	348.000
Services	319.000	8.400	9.240	10.164	10.672	11.206	11.766
Sous-traitance	6.000	48.000	88.000	90.000	100.000	100.000	100.000
	4000						
Valeur ajoutée	135.000	178.600	225.760	283.836	341.328	340.794	340.234
Frais de personnel	84.906	98.585	113.208	132.075	150.943	152.289	152.289
Impôts et taxes	5.094	5.915	6.792	7.925	58.278	58.688	58.688
Frais divers	15.500	17.000	18.500	21.000	24.000	25.000	25.000
Dot. aux amort.	10.253	13.262	14.137	18.057	17.425	15.988	13.818
Frais financiers	10.000	11.000	12.000	14.000	16.000	16.000	16.000
Résultat brut	9.247	32.838	61.123	90.779	74.682	72.829	74.438
IBS						27.675	28.287
Résultat net	9.247	32.838	61.123	90.779	74.682	45.154	46.152
CAF	19.500	46.100	75.260	108.836	92.107	61.142	59.970

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la FINALEP

4.2.2.2-Tableau des cash-flows

Pour pouvoir calculer la Valeur Actuelle Nette (VAN) que générerait l'investissement ainsi que le Taux de Rendement Interne (TRI) prévisionnel, le tableau des cash-flows dressé ci-bas a été élaboré.

Tableau n°44 : Les cash-flows

KDA							
Rubriques	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CAF	19.500	46.100	75.260	108.836	92.107	61.142	59.970
Réserves légales	462	1.642	2.896				
Remboursement CC							8.550
Variation BFR	3.347	2.910	10.132	10.229	313	93	
Investissement nouveau	13.672	4.375	19.600	25.500	15.000		
Cash-flows nets	2.019	37.173	42.632	73.107	76.793	61.049	51.420
Cash-flows nets cumulés	2.019	39.192	81.824	154.931	231.724	292.773	344.193

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la FINALEP

Le chargé du dossier a fait ressortir pour le projet :

- Une VAN (à 15% sur 7 ans) : **163.300 KDA**
- Un TRI : **51.5%**.
- Un Délai de récupération du capital : **3ans et 3 mois**.

4.2.2.3-L'estimation de la rentabilité pour la FINALEP

La FINALEP a comme sources de profit :

- Les dividendes perçus annuellement et relatifs à la participation au capital social de la société à financer ;
- La rémunération de la participation en compte courant des associés ;
- La plus-value de cession des actions détenues.

4.2.24-Estimation des dividendes

Les dividendes ne seront distribués qu'à partir du troisième exercice à hauteur de 50% du résultat distribuable.

Tableau n°45 : L'estimation des dividendes

Rubriques	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CAF	19.500	46.100	75.260	108.836	92.107	61.142	59.970
Réserves légales	462	1.642	2.896				
Remboursement CC							8.550
Variation BFR	3.347	2.910	10.132	10.229	313	93	
Investissement	13.672	4.375	19.600	25.500	15.000		
Report à nouveau				21.316	47.211	62.002	61.525
Résultat distribuable	2.019	37.173	42.632	94.423	124.005	123.051	112.945
Dividendes distribuables		21.316	47.211	62.002	61.525	56.473	
Dividendes FINALEP			4.050	8.970	11.780	11.690	10.730

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la FINALEP

Les dividendes perçus par FINALEP sont actualisés au taux de 15% sur sept ans : **22.730 KDA.**

4.2.2.5-Rentabilité prévisionnelle pour la FINALEP

Pour pouvoir calculer la rentabilité prévisionnelle pour la FINALEP, il faudrait, d'abord, se fixer un prix de cession des actions qu'elle détient. Ce prix sera calculé selon la formule suivante :

$$\text{Prix de Cession Global} = \text{Actif Net} + \text{Plus-value} = \text{Capital} + \text{Réserves} + \text{Report} + \text{Plus-value}$$

La plus-value sera calculée par la formule du Good Will suivante :

$$GW = [(R_{n-3}) + 2 (R_{n-2}) + 3 (R_{n-1})] / 6N \text{ où}$$

R : le résultat.

N : le nombre d'actions.

n : l'année de cession des actions de la FINALEP.

Pour les besoins du calcul, il est supposé la vérification des hypothèses suivantes :

- Accord sur la formule de cession ;
- Désengagement de la FINALEP à la huitième année ;
- La valeur nominale de l'action sera fixée à 100.000 DA ;
- Le Capital social sera de 50.000.000 DA soit 500 actions ;
- La participation de la FINALEP au capital social sera de 9.500.000 DA soit 95 actions.

Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du capital investissement en Algérie

Le tableau ci-après présente les déterminants de la rentabilité prévisionnelle de la FINALEP :

Tableau n°46 : Les déterminants de la rentabilité prévisionnelle

Rubrique	Formule	Résultat (DA)
Good Will par action	$[(90.682) + 2 (88.829) + 3 (90.438)] / 6 * 500$	180.000
Actif net	$50.000.000 + 5.000.000 + 61.525.000$	116.525.000
Valeur de cession de l'action	$(116.525.000 / 500) + 180.000$	413.000
Valeur globale de cession pour FINALEP	$413.000 * 95$	39.235.000
Plus-value brute pour FINALEP	$39.235.000 - 9.500.000$	29.735.000
Plus-value brute actualisée (au taux de 15% sur 7 ans)	$29.735.000 / (1.15)^7$	11.179.000

Source : Etude faite par le chargé d'affaires de la FINALEP

-Rentabilité prévisionnelle pour la FINALEP

Rentabilité prévisionnelle de la FINALEP = (Intérêt sur comptes courants des associés + Dividendes + plus-value) actualisés / participation) = $(4.270.000 + 22.730.000 + 11.179.000) / (9.500.000 + 8.550.000) = 211\%$

4.3-Négociation du pacte d'actionnaires (Voir annexe n°8)

Nous présentons dans l'annexe n°8, un aperçu de la négociation du pacte d'actionnaires. Vu que les actes et conventions du pacte sont secrets pour l'essentiel, il nous a été permis de présenter, sans donner de détails, les grands traits du pacte d'actionnaires. C'est la raison pour laquelle, nous avons décidé de le classer en annexe au lieu de l'insérer dans le texte même de notre mémoire.

4.4-Les critères de prise de décisions

Il s'agira à travers ce point de revenir sur l'étude du cas réel effectuée par le chargé du dossier de la FINALEP en 1998. Nous essaierons, tout en rappelant les points forts qui ont poussé la FINALEP à s'impliquer dans le projet, d'apporter de petites appréciations à l'étude effectuée par le chargé d'affaires. Avant de commencer notre réflexion, nous jugeons utile de rappeler les principaux critères de décision pour un Capital-risqueur, à savoir : le management, le couple produit/marché, la stratégie, l'aspect financier et les mécanismes de sortie. En dehors de l'aspect financier, le chargé du dossier ne s'est pas trop attardé sur les autres critères et s'est contenté, dans le rapport présenté au Conseil d'Administration pour la prise de participation, de les effleurer brièvement sans en déceler les points forts. Pourtant, l'on a déjà explicité le caractère spécifique du Capital-risque qui consacre la plus grande importance aux hommes et à leurs idées, c'est-à-dire au management, au produit et à la stratégie. Il est vrai que l'aspect financier et le calcul prévisionnel des performances de l'investissement sont très importants, mais la réalisation de ces prévisions n'est-elle pas souvent subordonnée à la qualité du management, du produit et au type de stratégie choisi ? Par ailleurs, les mécanismes de sortie, qui sont d'une importance capitale pour le Capital-risque, ont, également, été un peu négligés par l'étude qui s'est contentée du calcul d'un prix de cession prévisionnel. Au-delà de l'aspect financier dont les performances, qui ont été largement exposées ci-dessus, sont très appréciables, nous reviendrons sur la manière dont ont été abordés les autres critères de décision pour y apporter quelques petites réflexions. Nos réflexions souffrant d'un manque d'informations, dicté par le secret professionnel, seront sommaires et concises.

4.4.1-Le management

L'étude effectuée par le chargé du dossier et présentée au Conseil d'Administration pour prise de participation ne s'est pas du tout étalée sur le management de la future entreprise, alors qu'il est la clé de réussite de tout projet. L'étude du projet a, certes, fait référence aux différents partenaires et à leurs statures, mais elle s'est totalement désintéressée de l'équipe qui dirigera la société à créer. Une étude approfondie sur les aptitudes des futurs dirigeants de la société à financer s'imposait car le rôle que jouent les managers dans un projet quelconque est déterminant pour le bon déroulement de celui-ci. L'étude pourrait, en l'occurrence, être concrétisée par une analyse fine des Curriculum Vitae des dirigeants ainsi que par des enquêtes sur leurs passés professionnels. L'analyse des Curriculum Vitae, qui peut s'avérer indicative sur les compétences des dirigeants, est complétée par la richesse des enquêtes concernant les postes que ces derniers ont, auparavant, occupés ou leurs prouesses dans les missions qui leurs aient été confiées. Ces enquêtes peuvent se réaliser sous forme d'interviews des anciens employés, clients ou fournisseurs de ces futurs dirigeants.

4.4.2-le couple produit/marché

Comme nous l'avions vu ci-haut, l'étude du dossier s'est contentée d'un bref aperçu du marché et d'une présentation très concise du produit. Une analyse plus approfondie sur la technicité des produits aurait été plus intéressante dans la mesure où elle aurait mis en exergue « le petit plus » que les capital-risqueurs attendent de toute nouvelle création. C'est, en effet, ce « petit plus » qui permettra au nouveau produit de percer dans le marché. L'étude a, certes, mis en relief les importants déficits en matière de stockage et les besoins en matière de rénovation des silos, mais elle ne s'est pas étalée sur les caractéristiques propres des produits de la nouvelle société. C'est dans ce sens, qu'un intérêt particulier devrait être porté à la technologie et la technicité que peuvent apporter les partenaires étrangers au projet.

4.4.3-La stratégie

La stratégie de production de la société à créer a, également, été abordée avec une certaine brièveté. Elle n'a pas fait l'objet d'une rubrique spécifique dans l'étude, mais elle a été traitée implicitement à travers les paragraphes rédigés sur l'approvisionnement, le processus de fabrication, la sous-traitance et les employés. L'étude du Capital-Risqueur, dont la finalité est de mettre en exergue les atouts et les faiblesses d'une société, devrait se consacrer longuement sur les stratégies à entreprendre.

Ainsi, l'étude du dossier pourrait s'étendre sur la stratégie de sous-traitance qui assure la suppression de certaines charges non productives et une meilleure gestion. La sous-traitance permet à la nouvelle société de se spécialiser dans son activité principale et de faire réaliser les activités qui lui sont accessoires par d'autres personnes spécialisées pour réduire les coûts et optimiser la gestion, à la fois. Réduire les coûts, parce que la société n'en recourt qu'en cas de besoin et ne s'engage pas en permanence. Optimiser la gestion, car elle n'aura pas à gérer des activités accessoires. L'étude devrait, également, s'étendre aux avantages que fournit la stratégie de recrutement qu'adopterait la société et qui consiste en le recrutement de 17 personnes permanentes. Les autres recrues seraient temporaires et conditionnées par les chantiers à réaliser. Les avantages de cette politique de recrutement seraient d'une part, la mobilité de la société, une mobilité indispensable compte tenu de la dispersion géographique des chantiers et d'autre part, la réduction des coûts, une réduction générée par un recrutement adapté aux besoins de chaque chantier.

4.4.4-Les aspects financiers

Le capital investisseur aura trois questions auxquelles il devra trouver une réponse :

- Quelle serait l'éventuelle rentabilité dégagée par le projet ?
- Quel est le niveau de rentabilité optimale pour la société de capital investissement ?
- A quelle hauteur engager la société ?

Pour ce qui est de la rentabilité du projet, l'entrepreneur devra assurer une rentabilité supérieure à celle de la moyenne du secteur dans lequel il intervient. En effet, si le projet apporte une nouveauté technique ou technologique, le capital investisseur exige de lui une rentabilité supérieure à celle de son marché.

Par ailleurs, les exigences du capital investisseur seront d'autant plus importantes que les risques que présente le projet à financer sont importants.

En moyenne, le métier de capital investissement génère un Taux de Rentabilité Interne de l'ordre de 15 à 18 %, un taux relativement faible si l'on considère que dans la majorité des cas le Taux de Rentabilité Interne attendu est de l'ordre de 30 %. Ce taux est souvent écorné une fois greffés les frais de gestion et les provisions.

Enfin, le capital investisseur prendra compte du montant d'investissement que la société (la participation de l'entreprise cible) peut fournir et des modalités de financement et surtout du timing de financement.

4.4.5-Les possibilités de sortie

La sortie de l'investissement n'a pas été abordée, dans l'étude, avec l'importance qu'elle renferme. Celle-ci s'est suffise à présenter un prix de cession de référence pour pouvoir calculer les performances du financement. En revanche, ce qui nous paraît plus intéressant, c'est l'aspect attrayant de la participation de la FINALEP pour les futurs acheteurs potentiels. En effet, le concours de la FINALEP qui s'élève à 19% du capital social de la nouvelle société, pratiquement au même rang que les autres partenaires, véhicule un intérêt particulier pour un industriel qui voudrait intégrer le capital de la société. Cet avantage est d'autant plus fondé que les mécanismes de sortie, en Algérie, se limitent au rachat des participations par les entrepreneurs eux mêmes ou par d'autres industriels, à défaut d'un marché boursier approprié.

La sortie du capital de la société cible ou le désinvestissement est une étape cruciale lors de financement par capital investissement, ce pourquoi l'investisseur accorde une grande importance à la liquidité future de sa participation et doit assurer et protéger au maximum sa sortie.

Pour Bouatouata K-E (2005), les éléments qui fondent la décision d'accorder ou non le financement de l'investissement sont :

- La qualité des dirigeants ;
- Le couple produit/marché ;
- La perspective de réaliser une plus value, car le capital investisseur n'est pas un philanthrope.

Conclusion

En Algérie et à travers la FINALEP, le capital investissement n'a pas été introduit comme instrument de financement de l'économie qu'il convient d'encourager pour en assurer le développement de manière sérieuse et soutenue, mais uniquement comme l'instrument de mise en œuvre d'une politique de partenariat algéro-européen beaucoup préoccupé en fait par l'aspect diplomatique (Bouatouata K.E, 2005).

En tant qu'instrument de financement, il est pratiquement passé inaperçu et il a même été malmené, puisque la FINALEP est considéré comme étant un établissement financier et soumise à la loi sur la monnaie et le crédit (jusqu'à 2006), qui est un cadre juridique des plus contraignant pour l'activité de capital investissement, alors qu'elle n'exerce pas d'opérations de banque ou opérations connexes.

L'étude effectuée confirme l'idée que l'expérience vécue par la FINALEP, mérite d'être capitalisée pour être à l'avantage de l'économie nationale et de la promotion de la PME. Ainsi, nous avons pu constater une pratique relativement conforme à l'éthique du métier malgré un manque flagrant de l'encadrement en plus de l'absence d'un cadre réglementaire avant 2006, autant d'éléments amplifiant notre vision en perspective du CI algérien.

L'examen des documents juridiques de base du métier et l'analyse de la manière dont sont menées les études de cas réels, au sein de la FINALEP, sont révélateurs de la bonne voie dans laquelle s'oriente l'exercice technique du capital-risque algérien.

Toutefois, le capital investissement accuse un retard considérable quant au jugement des hommes et de leurs qualités managériales. En effet, la pratique algérienne considère à priori, le management et l'équipe dirigeante, en tant qu'élément commun à tous les projets et focalise plus l'attention sur les actionnaires, une démarche injustifiée si l'on sait qu' « *il n'y a d'autre gloire que celle des hommes* ».

Autre remarque, la gestion du financement par les SCI s'avère peu active et est limitée à la participation d'un représentant de celle-ci au Conseil d'Administration de la société cible. Un partenariat « hands off » qui ne dit pas son nom, est de plus, très prisé par les entrepreneurs atteints de complexes patrimoniaux.

Ces imperfections obèrent la pratique du CI en Algérie. Une tendance sans doute due à l'aspect nouveau du métier, ainsi qu'au manque de formation en la matière si l'on considère que la majorité des chargés d'affaires en CI sont des banquiers de formation.

A cet égard, une majorité de banques et d'établissements financiers algériens a pris conscience de la nécessité d'organiser des formations en CI à l'intention de leurs agents. Une telle initiative est principalement due à leur désir de créer soit conjointement soit à titre individuel des sociétés de CI.

Nous avons tenté à travers ce chapitre de présenter les aspects pratiques de l'activité de capital investissement en Algérie. Nous avons, dans un premier temps procédé à la présentation du cadre juridique et réglementaire régissant le capital investissement en Algérie, puis en second lieu nous avons passé en revue des structures de financement activant sur le marché algérien, à savoir la SOFINANCE et la FINALEP, et enfin, on a abordé, la présentation de quelques entreprises financées par ce mécanisme.



CHAPITRE II
Contraintes et perspectives
de l'industrie du capital
investissement en Algérie

Introduction

Le capital investissement joue un rôle irréfutable dans l'optique du développement économique, de par son implication dans toutes les phases de création et de développement de l'entreprise, commençant par l'identification et le soutien des créneaux considérés à très haute valeur ajoutée et d'une importance majeure pour l'économie, jusqu'à la maturité des entreprises et leur éventuelle introduction en bourse, ou leur acquisition par des entreprises multinationales. Il constitue une nouvelle culture, et son introduction dans un pays donné requiert un changement des mentalités au niveau de tous les intervenants. Donc, le capital investissement nécessite le développement de nouveaux réflexes et de nouvelles règles du jeu, qui devraient être pro-risque, et pro-innovation.

En d'autres termes, le capital investissement, qui est complémentaire au secteur bancaire, est un métier difficile où il n'y a pas seulement de « success stories » mais connaît aussi de graves échecs.

En ce qui concerne l'Algérie, le potentiel pour le développement de cette activité est « énorme » mais demeure encore « émergent¹ ». En effet, l'expérience algérienne en matière du développement de ce mécanisme de financement présente des écueils qui portent sur des considérations multiples : économiques et financières, institutionnelles, structurelles voire culturelles, entravant sa prolifération. De ce fait, le capital investissement en Algérie est à l'état embryonnaire et se réduit à un simple crédit participatif.

L'objet de ce chapitre est d'analyser les problèmes rencontrés par les organismes de capital investissement en Algérie, notamment la FINALEP et la SOFINANCE, aux différentes phases d'investissement, mais aussi de clarifier les multiples opportunités qui se présentent. Nous commencerons ce chapitre, par un bref constat de l'économie algérienne, puis nous nous intéresserons ensuite aux diverses contraintes de la pratique du capital investissement en Algérie et nous conclurons en énonçant les atouts et les perspectives du secteur.

Afin d'atteindre ce but, nous traiterons des sections suivantes :

Section I : Un bref constat économique de l'Algérie

Section II : Problématiques et contraintes du capital investissement en Algérie

Section III : Les atouts et les perspectives du capital investissement en Algérie

¹ Selon un représentant d'une société française spécialisée dans le capital investissement (La SIPAREX), les fonds levés dans le cadre de cette activité financière représentent 0,05% du PIB en Algérie contre 0,9% en Tunisie, et 1,1 % du PIB pour le Maroc. En revanche, le capital investissement constitue dans les autres pays dits moyennement développés, entre 4 et 5 % (L'intervention de Azeddine Guessous, membre de l'Association pour le Progrès des Dirigeants « APD », lors de la rencontre tournant autour du thème : «Le capital investissement : levier stratégique de création de valeur pour les entreprises »).

Section I : Un bref constat économique de l'Algérie

Dans cette section nous présenteront les points suivants : la genèse des PME en Algérie, les caractéristiques générales des PME algériennes, et les déterminants macroéconomiques de la compétitivité des PME en Algérie.

I.1-Genèse et développement des PME en Algérie

Les PME constituent un complément important à la grande entreprise et une source de création d'emploi, dans les pays développés, alors que les pays sous développés y voient un outil efficace de développement industriel taillé à leur mesure.

Les PME par leurs investissements et par leurs emplois jouent un rôle désormais indiscutable dans le dynamisme et le développement économique d'une région ou d'un pays (Torres, 1998). Les PME représentent en général, plus de 90 % de l'ensemble des entreprises. Elles génèrent plus de 55 % du PIB et plus de 65 % du nombre total de l'emploi dans les pays développés (OCDE, 2002).

Les PME ne se caractérisent par aucune définition unique. En effet, ce secteur n'a rien d'homogène puisqu'on compte les très petites entreprises, les petites, les moyennes, les travailleurs autonomes, les artisans, le café du coin de la rue, cybercafés, taxiphones etc. La définition statistique de la PME varie d'un pays à l'autre. On se réfère souvent à la valeur du chiffre d'affaire et/ou de la valeur des actifs ou du nombre des effectifs employés. La plupart des pays membres de l'OCDE choisissent le deuxième critère à savoir le nombre d'effectifs (fixé à 200 ou 250 personnes). Le Japon et les Etats-Unis ont adopté une autre barre de 300 salariés et 500 salariés respectivement (OCDE, 2002).

Sur le plan politique, on assiste à une pléthore de programmes d'encouragement et d'aide aux PME dans presque tous les pays du monde. L'Algérie n'a pas fait exception à cette règle, plusieurs programmes et structures ont été créés à l'attention de ce secteur.

Nous citerons entre autres :

- La Loi d'orientation sur la PME de 2001
- Le Ministère de la PME et de l'artisanat
- L'agence nationale de développement de la PME (ANDPME)
- Les fonds de garantie des PME (FGAR)
- La caisse de garantie des crédits d'investissement des PME (CGCI)
- Le conseil national consultatif pour les PME
- Les pépinières d'entreprises
- Les programmes de mise à niveaux

Cependant, en dépit de tous ces programmes et mesures, les PME qui existent déjà éprouvent d'énormes difficultés à survivre et à être compétitives. Ce qui engendre un secteur non structuré de production important par rapport à un secteur structuré en déperdition (les EPE). Cette situation peut être attribuée à la méconnaissance des facteurs qui déterminent la compétitivité de ces entreprises. Ce qui entraîne un chevauchement des mesures destinées aux PME.

La majorité des PME en Algérie ont vu le jour à partir de la fin des années 1980. Avant cette date, la PME avait un rôle secondaire. Ordinairement, on peut distinguer deux périodes de l'évolution de la PME depuis l'indépendance.

1.1-La période de l'économie administrée (1962-1988)**1.1.1-La période 1962-1982**

Durant la période pré-indépendance, la plupart des PME étaient détenues par des colons. Après l'indépendance, ces entreprises ont été confiées à des comités de gestion après le départ des colons; elles furent absorbées à partir de 1967 par des sociétés nationales.

Le premier Code des Investissements qui a été promulgué en 1963 n'a pas eu d'effets notables sur le développement du secteur des PME, et ce, malgré les garanties et les avantages qu'il comptait accorder aux investisseurs nationaux et étrangers.

Durant cette période l'économie algérienne était complètement étatisée et caractérisée par un interventionnisme étatique élevé. La grande entreprise publique occupait une place importante dans la stratégie de développement. La PME (les PME privées étaient minoritaires) a été reléguée au second rôle et cantonnée dans des activités périphériques. Il s'agit d'un système hyper-centralisé non flexible à l'opposé d'une économie qui permet une « destruction créatrice » dont parlait Schumpeter (Julien, 1997). Les plans de développement étaient planifiés par l'administration centrale (ministère de la planification). Cette représentation de l'industrialisation du haut vers le bas s'est distinguée par une faiblesse de la dynamique entrepreneuriale qui favorise des entreprises à très faible productivité, assistée par la rente pétrolière. Alors que dans certains pays à croissance rapide tels que les nouveaux pays industrialisés : « l'industrialisation a été conçue comme un processus long de transformation sociale, procédant d'un foisonnement d'activités et de cheminements détournés, avec un souci constant d'amélioration de la productivité » (Hernandez, 2002).

Le nouveau Code des Investissements N° 66/284 qui a été promulgué le 15/09/1966 a essayé de faire jouer au secteur privé son rôle dans le développement économique tout en prévoyant une place prédominante pour le secteur public sur les secteurs stratégiques de l'économie. Ce code a institué l'obligation pour les entrepreneurs privés d'obtenir l'agrément de leurs projets auprès de la Commission Nationale des Investissements (CNI)¹.

1.1.2-La période 1982-1988

Durant cette période, les pouvoirs publics ont tenté de repenser le secteur public de manière à ce que d'une part, les entreprises privées ne se trouvent pas juxtaposées aux entreprises publiques et d'autre part, pour que le secteur public de son côté, soit capable d'exiger sa logique de fonctionnement au secteur privé tout en préservant sa position de monopole. La PME se voit promue, -surtout à partir de 1982-, à la recherche d'une complémentarité avec le secteur public. Elle a été utilisée comme moyen pour faire face à la crise d'endettement. Sa reproduction était « l'expression de la réappropriation d'une certaine logique marchande » (Bernard, 1991). Elle s'est développée dans un modèle à dominante familiale, généralement petit, car elle était fortement contrariée dans sa croissance. L'Etat a joué un rôle de « prospecteur », favorisant la réglementation au lieu de l'incitation (Hernandez, 2002). De grandes réformes en faveur du secteur privé ont été amorcées, à savoir, les deux plans quinquennaux (1980/1984) et (1985/1989) et la promulgation d'un nouveau cadre législatif relatif à l'investissement privé (loi du 21/08/1982)².

¹ - La CNI a été dissoute en 1981 en raison de la complexité des procédures d'obtention d'agrément.

² - Cette loi a prescrit un ensemble de mesures favorables aux PME telles que : le droit de transfert nécessaire pour l'acquisition des équipements et dans certains cas des matières premières ; l'accès, même limité, aux autorisations globales d'importations (AGI) ainsi qu'au système des importations sans paiement (CNES, 2002).

Toutefois, certains obstacles aux PME persistent tels que le plafonnement du financement par les banques à 30 % du montant total de l'investissement; la limitation des montants investis à 30 millions de DA pour la SARL ou la SPA et 10 millions de DA pour l'entreprise individuelle ou au nom collectif; et l'interdiction de posséder plusieurs affaires.

1.2-A partir de 1988 : Les PME en quête de nouvelles perspectives

La période de libéralisation a été marquée dès le début de la décennie quatre vingt dix par l'application des réformes économiques (réformes fiscales, réformes bancaires, libéralisation des prix, libéralisation du commerce extérieur). Ces dernières convergeait vers un certain libéralisme réclamant « davantage d'Etat facilitateur » et accompagnateur de l'initiative privée. La PME s'est vue reconnaître un rôle essentiel dans la relance de l'économie nationale. Les pouvoirs publics ont sensiblement élargi le cadre institutionnel par la promulgation du Décret législatif de 1993 qui se voulait être « la pierre angulaire de la volonté d'ouverture de l'économie et d'une nouvelle politique de promotion de l'investissement »¹. Cette orientation stratégique de développement de la PME comme une solution de rupture, s'inscrit dans l'objectif de diversifier les sources de croissance en exportant hors hydrocarbures. Cette volonté est confirmée par le nouveau rôle de l'Etat facilitateur et accompagnateur de l'initiative privée et par les moyens mis en œuvre pour atteindre des objectifs qualitatifs.

Dans ce sens, dès le début de la décennie 2000 le cadre législatif et réglementaire a été renforcé dans l'objectif de relancer l'investissement. Il précise toutes les garanties attribuées aux investisseurs en mettant en place un dispositif d'incitation qui change selon la localisation et la nature de l'investissement. La loi d'orientation sur la promotion de la PME promulguée le 12 décembre 2001, supprime toute différenciation et discrimination entre investissement public et investissement privé. Elle élargit le concept d'investissement aux investissements réalisés en concession ou/et en licence, aux prises de participation dans une entreprise lorsqu'il y a apport en numéraire ou en nature, et aux reprises d'activités dans le cadre d'une privatisation.

1.2-Les caractéristiques générales des PME algériennes

2.1-Définition

Théoriquement, la PME est identifiée par la combinaison des critères : qualitatifs, englobants ; la responsabilité des dirigeants, la propriété personnelle ou familiale du patrimoine, et de critères quantitatifs concernant l'effectif employé par l'entreprise et le chiffre d'affaires. Cependant, il en est tout autrement dans la pratique, son identification est essentiellement basée sur des éléments mesurables entre eux, pour des raisons d'objectivité et de facilitation de la sélection et du classement des entreprises (petites, moyennes ou grandes).

L'Algérie retient comme définition des PME celle adoptée par l'Union Européenne en 1996² et qui a fait l'objet de recommandation à l'ensemble des pays membres. Une définition reprise par la loi n°01-18 du 12 décembre 2001, portant loi d'orientation sur la promotion de la PME dans son article 04, elle se base sur : les effectifs, le chiffre d'affaires et le total du bilan annuel et son indépendance.

¹ Selon : projet de rapport « Pour une politique de développement de la PME en Algérie », CNES, Alger, 2002.

² Op.cit, p. 14.

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie

Ainsi, la PME algérienne est définie comme une entreprise de production de biens et de services, de quelque statut juridique que ce soit, employant entre 1 à 250 personnes à plein temps pendant une année, dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 2 milliards de DA ou dont le total bilan n'excède pas 500 millions de DA, et qui respecte le critère d'indépendance.

Cette définition constitue une référence dans le traitement périodique et conjoncturel des statistiques relatives aux PME. Cependant, une distinction entre les petites, moyennes et grandes entreprises s'impose avant une quelconque classification :

Tableau n°47 : La classification des entreprises selon la taille

	Nombre d'effectifs	Chiffre d'affaires annuel	Total bilan annuel
Moyenne entreprise	50 à 250 employés	Compris entre 200 millions et 2 milliards de DA	compris entre 100 et 500 millions de DA
Petite entreprise	10 à 49 employés	N'excède pas 200 millions de DA	N'excède pas 100 millions de DA
Très petite entreprise (TPE) ou micro entreprise	1 à 9 employés	Inférieur à 200 millions	N'excède pas 10 millions de DA

Source : Loi n° 01-18 du 12 décembre 2001 portant loi d'orientation sur la promotion de la PME

2.2-Evolution des PME algériennes

A partir de 2000, le poids de la PME dans le tissu économique national a fortement augmenté ; la densité des entreprises a presque quadruplé pendant que le nombre de créations à plus que doublé. Les statistiques démontrent qu'environ 54 % des PME ont été créées entre 2001 et 2008, suite à l'adoption de la loi d'orientation sur la PME de 2001, soit 212 120 PME. A la fin de l'année 2008, sur un nombre de 519 526 entreprises, les PME ont la part de 392 013 entreprises ce qui représente 75,45 % du total (MPMEA, 2008). Ainsi, elle connaît une évolution positive par rapport à l'année 2007 de 9,34 % et semble suivre la même cadence constatée durant toute la période (2002-2007) où le taux d'évolution annuel était de 8,54 %.

Le nombre moyen de personnes employées par entreprise est de 3 personnes, ce qui explique la domination des Très Petites Entreprises (TPE) dans le parc des PME privées en Algérie. Ce nombre varie entre 2 personnes en Grèce et 4 en Italie, jusqu'à 11 et 12 personnes au Royaume-Uni et aux Pays-Bas respectivement, alors que la moyenne pour l'Europe est de 7 personnes par entreprise (ABBAS, 2008).

La prégnance de la Très Petite Entreprise « TPE » paraît constituer une donnée constante de la structure des PME en Algérie et témoigne de ce que la majorité de ces entreprises adoptent une stratégie de croissance modérée ou même de non croissance. En effet, les données du MPMEA (2009) relevaient que 96,15 % des entreprises employaient moins de 10 salariés en 2008 (*) alors qu'elles représentaient 90 % pour les années 1995 et 2000 (ONS, 2000), et plus de 95% du total des entreprises pour 2005(ONS, 2005) (tableau 48). Cet aspect n'est pas propre à la PME algérienne. En effet, de nombreux pays affichent les mêmes statistiques relatives au poids de la micro-entreprise dans l'économie notamment en Autriche, Belgique, France, Grèce, Italie, Espagne.

* - Laisant ainsi une part de 3,26 % pour les Petites Entreprises « PE » et moins de un pour cent pour les Moyennes Entreprises 0,58 % « ME ».

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie

D'une manière plus globale, les TPE représentent 92 % de l'ensemble des PME dans les pays de l'Union Européenne en 2005 (ABBAS, 2008) et entre 70 % et 90 % dans l'ensemble des pays de l'OCDE en 2000.

En matière de densité, l'Algérie, avec un taux de dix PME pour mille habitants, est loin des standards internationaux où le taux le plus faible est de l'ordre de quarante cinq PME pour mille habitants.

Figure n°14 : La nature des PME en Algérie, 2008 (Voir tableau 53)

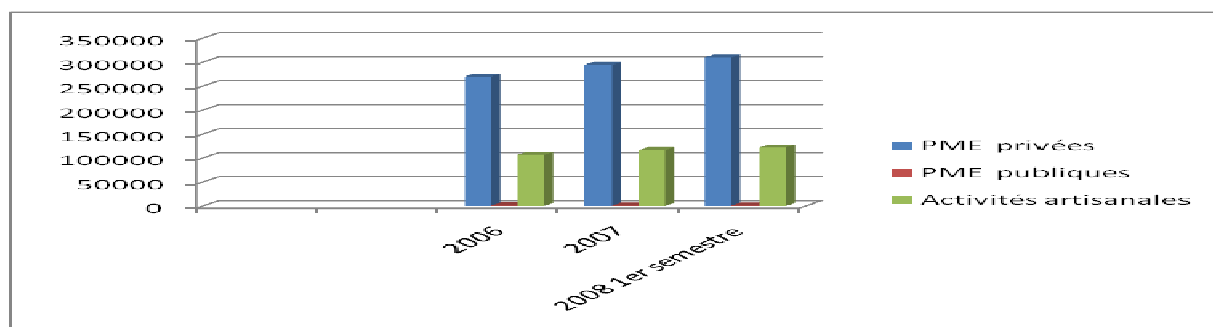
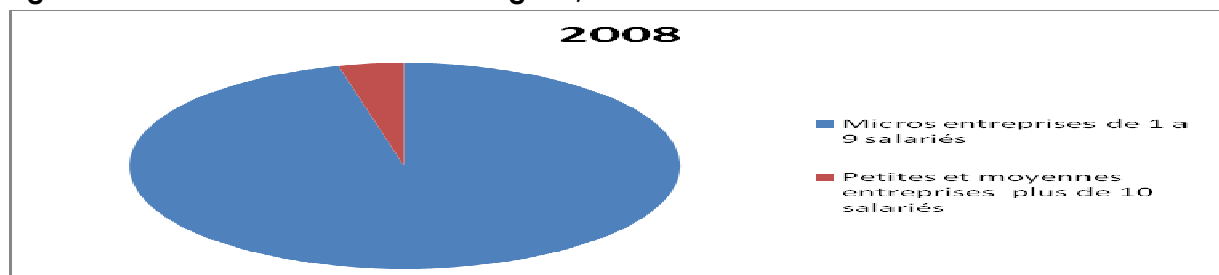


Tableau n°48 : Evolution de la structure des PME en Algérie (1995-2008) en %

	1995	1999	2000	2007	2008
Micro-entreprises de 1 à 9 salariés	91,00	93,24	90,00	95,53	96,15
Petites et moyennes entreprises plus de 10 salariés	9,00	6,76	10,00	4,67	3,85
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Source : Conception personnelle à partir des statistiques disponibles sur le site du MPMEA.

Figure n°15 : La structure des PME en Algérie, 2008.



Source : Conception personnelle à partir des statistiques de l'ONS, 2000, Rapport du CNES sur la PME, 2002 et les statistiques disponibles sur le site du MPMEA.

I.3-Les déterminants macroéconomiques de la compétitivité des PME algériennes

Le débat sur la compétitivité des entreprises s'est imposé en Algérie depuis l'ouverture de son marché à la concurrence avec l'entrée en vigueur de l'Accord d'Association avec l'Union Européenne, le 1^{er} septembre 2005 et la mise en place du processus d'adhésion à l'OMC en 2010. Assister l'entreprise dans sa course vers la compétitivité consiste à mettre à niveau à la fois, l'entreprise et son environnement. En effet, les facteurs de la compétitivité sont de deux types : les facteurs **microéconomiques** qui sont endogènes à la firme (gestion et organisation, savoir-faire, outil industriel, marketing, partenariat) et des facteurs **macroéconomiques** qui sont imposés à l'entreprise par son environnement (services d'appui, environnement des affaires, infrastructure, cadre institutionnel, politique de la concurrence).

Ce sont ces derniers qu'il s'agit d'identifier et d'analyser dans cette section dans le cas des PME algériennes.

La compétitivité condense fortuitement dans un seul mot deux termes qui en définissent les principaux ingrédients : la combativité qui signale un état d'esprit, et les compétences qui désignent un savoir faire (Bienaymé A, 2001).

En d'autres termes, le terme compétitif fait référence inéluctablement au terme compétition, et ceci peut être à l'échelle d'une entreprise, d'une région ou d'une nation. A l'origine, le concept de la compétitivité est réservé à l'entreprise se référant d'une part à son fonctionnement interne et aux relations qu'elle entretient avec l'extérieur, d'autre part. Dans la littérature récente, deux doctrines méritent d'être exposées :

Selon Bertrand Bellon, in Aréna et al, 1991, p.482 : « *La compétitivité se définit comme la capacité d'un acteur économique déterminé à produire, à vendre et à se développer dans le temps, en valorisant ses propres acquis ou potentialités, dans un environnement ouvert et complexe.* ».

Le point de vue de G Hamel et C. K. Prahalad (1994) diffère sensiblement de celui de B. Bellon. Pour ces deux auteurs : « *L'entreprise compétitive se définit par sa constante capacité à se redéployer avant les autres dans une concurrence qui ressemble plus à une guerre de mouvements qu'à une guerre de position.* ».

G. Hamel et C. K. Prahalad expriment dans cette définition une conception volontariste de la compétitivité de l'entreprise. A leurs yeux, l'entreprise doit être capable d'imaginer le futur, de dessiner les nouvelles configurations de marchés qui se profilent à l'horizon, de les situer au confluent des évolutions concernant les modes de vie, la démographie, les technologies, les données géopolitiques, la réglementation. L'objectif est ainsi de préempter les opportunités de produits nouveaux plutôt que de défendre obstinément des parts de marchés éphémères et de trop écouter les clients d'aujourd'hui.

A la notion du *fit*^(*), G Hamel et C. K. Prahalad opposent la notion du *stretch*^(**) : une entreprise qui se soucie d'être compétitive sur les marchés émergents que les technologies laissent entrevoir, doit se préparer dès aujourd'hui à l'impossible pour prendre pied avant les autres sur les marchés de l'avenir.

D'après les différentes définitions, la compétitivité est un processus causal dont les facteurs qui la déterminent sont liés à : l'entreprise, à l'environnement et au produit.

Dans ce qui suit nous intéresserons au facteur de l'environnement (les structures d'appui, l'environnement des affaires, les infrastructures, le cadre institutionnel et la politique de la concurrence).

3.1- Une pluralité des structures d'appui à la PME

Depuis le début des années 1990, plusieurs structures sont impliquées dans la création et le développement des PME.

* - C'est-à-dire la parfaite adéquation des moyens (ressources) aux fins (ambitions stratégiques). Dans cette logique, l'entreprise compétitive ajuste ses compétences distinctives à ses programmes pour rester au moins provisoirement inimitables.

** - Capacité à se redéployer avant les autres dans une concurrence qui ressemble à une « guerre de mouvement ». Dans la même inspiration, R. d'Aveni (1995) voit dans l'entreprise compétitive un être imprévisible, un trublion capable de perturber les marchés par ses initiatives d'initiateur ou de « first mover ».

3.1.1-Ministère des petites et moyennes entreprises

Le Ministère chargé des PME a été créé en 1991. Il est chargé des fonctions suivantes :

- Développement des petites entreprises et leur promotion.
- Fournir des mesures d'incitation et de soutien pour le développement des PME.
- Contribuer à la recherche de solutions pour les problèmes du secteur des PME.
- La préparation de statistiques nécessaires, et la fourniture des informations nécessaires pour les investisseurs de ce secteur.
- Adopter une politique pour la promotion du secteur et la mise en place du programme de redressement économique des PME.

Il faut indiquer aussi que de nombreuses institutions spécialisées dans la promotion du secteur ont été créées sous l'égide du Ministère de la PME, nous y trouvons entre autres :

3.1.1.1-Les pépinières et incubateurs d'entreprises

Ces institutions publiques, de caractère industriel et commercial ont pour buts d'aider les PME. Elles prennent deux formes, à savoir :

- **Atelier** : c'est une structure de soutien aux détenteurs de projets dans le secteur de l'industrie et de l'artisanat.
- **Pépinière** : elle prend en charge les promoteurs des PME activant dans le secteur des services.

Les pépinières d'entreprises sont chargées de :

- Accueillir et accompagner les entreprises naissantes pour une période déterminée;
- Gestion et location des magasins ;
- Donner des orientations et des conseils dans le domaine de la comptabilité, le droit, le commerce et la finance ;
- Assistance pour la formation sur les principes et les techniques de gestion au cours de la phase de maturation du projet.

3.1.1.2-Centres de facilitation

Il s'agit de structures d'accompagnement, d'encadrement, d'appui et d'orientation des porteurs de projets. Il s'agit de leur offrir un guichet unique approprié afin de les aider en matière de formalités administratives dans la phase de création de leurs entreprises, réduire le délai de création d'entreprises, gérer les dossiers qui ont bénéficié du soutien des Fonds créés au sein du Ministère concerné. En outre, ils visent à développer un tissu économique local et accompagner les PME à s'intégrer dans l'économie internationale.

Ces centres ont pour fonctions :

- L'étude des dossiers et leur suivi, ainsi que l'aide des entrepreneurs à surmonter les obstacles au cours de la phase de la création.
- Accompagner les entrepreneurs dans les domaines de la formation et de la gestion ; et la diffusion de l'information sur les possibilités d'investissement.

- Soutenir le développement des capacités concurrentielles, le déploiement de nouvelles technologies et la présentation des services de conseil dans le domaine de l'exploitation des ressources humaines, marketing, technologie et innovation (MPMEA 2007, 2008, 2009).

3.1.1.3-Le Conseil National Consultatif

Le CNC est un organisme consultatif jouissant d'une personnalité morale et d'une indépendance financière. Il a pour mission la promotion du dialogue et de concertation entre les PME et les associations professionnelles, d'une part et les organismes et les autorités publiques, de l'autre part. Ses fonctions se résument comme suit :

- ❖ Assurer un cadre de dialogue et de concertation continu entre les autorités et les partenaires sociaux pour permettre l'élaboration de politiques et de stratégies pour le développement du secteur de la PME ;

- ❖ Encourager et promouvoir la création d'associations professionnelles et la collecte des informations qui concernent les employeurs et les associations professionnelles, ... etc.

3.1.2-Les structures d'aide à la création d'entreprises (activités économiques)

En plus du MPMEA, il y a des organismes gouvernementaux et des institutions spécialisées qui jouent un rôle actif dans le développement des PME.

3.1.2.1-L'Agence Nationale de Soutien pour l'Emploi des Jeunes (ANSEJ)

C'est un organisme national doté d'une personnalité morale et d'une autonomie financière. Elle vise à encourager toutes les formules menant à la stimulation de l'emploi des jeunes à travers la création de micro-entreprises. Elle a été créée en 1996 et représentée à l'échelle régionale à travers des antennes. Elle est sous l'autorité du Premier ministre. Grosso modo, l'ANSEJ est chargée de :

- Mettre à la disposition des jeunes porteurs de projets toutes les informations d'ordre économique, technique, législatif et réglementaire relatives à l'exercice de leurs activités.
- Fournir des aides à l'investissement pour les jeunes porteurs de projets dans le cadre du montage financier et le suivi des prêts.
- Établir des relations permanentes avec les banques et les institutions financières dans le cadre du montage financier des projets.

Cette agence offre son soutien financier sous différentes formes : subventions financières, fiscales et para-fiscales. Les subventions financières prennent la forme de prêts sans intérêt, à long terme accordés par l'agence exonérée de paiement des intérêts.

En ce qui concerne les subventions fiscales et parafiscales, elles sont destinées aux micro-entreprises durant la période d'exploitation, y compris l'exonération de taxe sur la valeur ajoutée, sur les frais de transfert de propriété, l'exonération des droits contractuels, de la taxe d'enregistrement et sur l'immobilier, l'exonération totale des impôts sur les bénéfices des sociétés et sur le revenu.

L'ANSEJ est un dispositif qui concerne plutôt les micro-entreprises. Il a été lancé, effectivement, au second semestre de l'année 1997.

L'analyse de la répartition spatiale des projets, indique une grande concentration dans la région du centre ; près de 49 % des projets y sont localisés.

3.1.2.2-L'APSI¹ et l'ANDI

❖ **L'APSI** : L'APSI a été créée dans le cadre de la promulgation de décret législatif N° 93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement. C'est une agence publique chargée de l'assistance et de l'encadrement des investisseurs. Il a créé un guichet unique regroupant toutes les administrations et services concernés par les investissements dans l'objectif de réduire les délais et les procédures administratives et juridiques relatives à la mise en place des projets sur le terrain, de manière à ne pas dépasser 60 jours.

L'APSI a pour fonctions principales :

- Le suivi des investissements ;
- L'évaluation des investissements et la présentation des décisions concernant l'octroi ou le refus des avantages ;
- La prise en charge de toutes ou une partie des dépenses relatives à la réalisation des projets ;
- L'octroi des avantages liés à la promotion des investissements.
- Fournir des facilités douanières.

Vu les résultats médiocres réalisés par cette agence, elle a été révisée dans le cadre de la promulgation en 2001, de deux textes législatifs, comme nous l'avons mentionné dans le début de cette section : l'ordonnance relative au développement de l'investissement et la loi sur la promotion de la PME donnant naissance à l'Agence Nationale du développement de l'Investissements (ANDI).

Entre 1993 et 2000, près de 3.344 milliards de dinars d'engagement ont été déclarés auprès de l'APSI. L'analyse de ce chiffre² permet de dégager les éléments suivants³ :

- *La dominance du secteur industriel* : la dominance du secteur industriel dans le domaine des investissements en Algérie est très importante : 37 % du total des projets déclarés à l'APSI ont trait à l'industrie ; ces projets constituent 45 % du coût global et 40 % des emplois à créer.
- *La concentration régionale* : la majorité des projets déclarés à l'APSI sont caractérisés par une grande concentration dans les grands centres urbains, notamment dans le centre du pays (21 % des projets réalisés à Alger).
- *La faiblesse des réalisations effectives* : nous pouvons lire dans un rapport du CNES adressé à l'APSI : « l'évaluation des investissements recensés au niveau de l'APSI fait ressortir la faiblesse des résultats obtenus, aussi bien pour les investissements nationaux que pour les investissements étrangers. Les engagements cumulés d'investissement depuis 1993 à la clôture de l'exercice 2000 s'élèvent à près de 42 milliard de dollars US pour plus de 43.000 projets. Cependant un décalage important subsiste entre ces engagements et les investissements effectivement réalisés ; ces derniers n'excèdent pas 500 millions de dollars US »⁴.

¹ APSI ; Agence de Promotion et de Suivi et de Soutien des Investissements, devenue l'Agence Nationale de Développement des Investissements (ANDI).

² Projet de rapport ; pour une politique de développement de la PME en Algérie, CNES, Alger, 2002, p 17.

³ Projet de rapport ; pour une politique de développement de la PME en Algérie, CNES, Alger, 2002, pp 17 à 19.

⁴ Projet de rapport ; pour une politique de développement de la PME en Algérie, CNES, Alger, 2002, p 30.

❖ L'ANDI

L'Agence Nationale du Développement de l'Investissement est un établissement public doté d'une personnalité morale et d'une autonomie financière. Elle a remplacé l'APSI, dans le but d'accomplir les missions suivantes :

- Réduire la durée d'octroi des licences à 30 jours au lieu de 60 jours ;
- Assurer la promotion, le développement et le suivi des investissements ;
- Accueillir, informer et assister les investisseurs résidents et non résidents ;
- Fournir les prestations administratives à travers un guichet unique ;
- L'octroi des avantages liés à l'investissement dans le cadre du système existant ;
- Gérer le Fonds d'Appui à l'Investissement en collaboration avec le CNI ;
- Assurer le respect des engagements pris par les investisseurs au cours de la période d'exemption.

L'ANDI est soutenue dans sa mission par un groupe d'organismes, à savoir :

▪ **Le Conseil National de l'Investissement (CNI) :** Il est placé sous l'autorité du Premier Ministre, chargé d'établir la stratégie de développement de l'investissement et même les formalités d'accès aux avantages prévus par la réglementation. Il propose aussi la création d'organismes et d'instruments financiers appropriés au financement de l'investissement.

▪ **Le Guichet Unique :** Il est créé au sein de l'ANDI un guichet unique regroupant les administrations et organismes concernés par l'investissement. Il a pour mission la vérification de la réalisation des facilités de procédures et des formalités pour la création des entreprises et la réalisation des projets d'investissement à travers l'entretien des relations permanentes avec les organismes concernés : la Direction des impôts, la Direction de l'Emploi, Département du Trésor, les municipalités concernées...

▪ **Fonds d'Appui à l'Investissement :** Il est destiné à financer la prise en charge de la contribution de l'Etat dans le coût des avantages octroyés aux entreprises et de la couverture partielle ou intégrale des travaux d'infrastructures de ces dernières.

3.1.2.3-Fonds de Garantie des Prêts (FGAR)

Ce Fonds a été créé par le décret exécutif N° 02/373 du 11/11/2002. C'est un établissement public, sous l'autorité du Ministère de la PME et de l'Artisanat (MPMEA), ayant une personnalité morale et une autonomie financière. Il a entamé officiellement ses activités, le 14 mars 2004. L'objectif de ce Fonds est de faciliter l'accès des investisseurs aux prêts bancaires de moyen terme, à travers la présentation des garanties pour les entreprises, exigées par les banques. La proportion de la garantie de prêt peut aller jusqu'à hauteur de 70 % du montant du crédit.

En ce qui concerne les types de prêt garantis, on trouve les prêts d'investissement ou les fonds de roulement. Ces garanties sont prévues uniquement pour les entreprises adhérentes au Fonds et qui paient une prime annuelle de 2 % du montant du prêt et pendant toute la durée du prêt (*).

* - Pour plus de détails sur le FGAR, voir plus loin.

3.1.2.4-Les CALPI, l'ADS et l'ANGEM

➤ **Comités d'Assistance, de Localisation et de Promotion des investissements (CALPI):** ces comités ont été mis en place à l'échelle locale en 1994, en vue d'assister les porteurs de projets dans le domaine du foncier industriel.

➤ **Agence de Développement Social :** c'est un établissement public créé en 1994 avec une personnalité morale et une autonomie financière, dans le but de fournir des microcrédits pour atténuer toutes les formes de pauvreté et de privation. Elle assure une double fonction. D'une part, la promotion et le financement des activités des agents économiques et sociaux, qui garantissent l'utilisation intense de la main-d'oeuvre ; et d'autre part, le développement des micro et petites entreprises activant dans l'artisanat, les petits travaux ménagers et les industries traditionnelles, grâce au microcrédit, afin de réduire la pauvreté et améliorer le niveau de vie.

➤ **Agence Nationale pour la Gestion du microcrédit (ANGEM) :** elle a été mise en place le 16 décembre 2003 pour appuyer la création d'entreprise, et elle a entrée en vigueur en 2004. Elle est destinée à garantir les prêts accordés par les banques et les institutions financières pour les bénéficiaires de microcrédits.

3.1.2.5-Les fonds de soutien sectoriels

Les PME sont également ciblées indirectement par le biais de plusieurs fonds de soutien sectoriels : dans les domaines du développement agricole et rural, de l'énergie, de l'emploi et de la formation professionnelle, de la recherche et de l'environnement :

- Fonds spécial de développement des régions du sud ;
- Fonds spécial de développement économique des hauts plateaux ;
- Fonds national de l'environnement et de la dépollution ;
- Fonds de régulation et de développement agricole ;
- Fonds national pour la maîtrise de l'énergie ;
- Fonds pour la promotion des exportations ;
- Fonds pour la promotion de la compétitivité industrielle ;
- Fonds national pour la préservation de l'emploi ;
- Fonds pour l'aménagement du territoire ;
- Fonds national de la recherche scientifique et du développement technologique ;
- Fonds pour la formation professionnelle continue et l'apprentissage.

3.1.2.6-Les organismes professionnels et financiers

✓ **Chambre Nationale de Commerce (CNC) :** La CNC est une forme de centre de l'information et lieu de rencontre pour les opérateurs économiques locaux et étrangers. Elle est devenue par le décret exécutif 96/94 du 3 Mars 1996, la Chambre Algérienne de Commerce et d'Industrie (CACI). Elle a pour fonctions : mise à la disposition des opérateurs économiques une banque pour les données économiques; prestation des conseils économiques, financiers et juridiques pour les entreprises; ratification des documents commerciaux tels que les factures et les certificats et la recherche de partenaires étrangers, en particulier avec l'Union Européenne.

✓ **Associations professionnelles** : la loi N° 90/31 du 04/12/1990 relative aux associations professionnelles a permis la création de nombreuses associations et organisations professionnelles. Elles ont pour objectifs : la négociation avec les pouvoirs publics, le développement des relations entre les banques et les entreprises privées, se rapprocher des autres organisations d'employeurs des autres pays ; développer le partenariat avec l'Union européenne (programme MEDA) ; apporter des solutions aux problèmes quotidiens de l'entreprise privée ; contribuer à l'intégration des professionnels de diverses branches d'activité à travers le libre échange d'expériences et d'informations entre les entreprises. Raviver la discussion sur le rôle du secteur des PME. Parmi ces organisations, On distingue : la Confédération Algérienne des Promoteurs (CAP); la Confédération des Industriels et des Producteurs Algériens (CIPA); la Coordination Nationale des Promoteurs (CNP); la Confédération Générale des Employeurs Algériens (CGEA), le Conseil Supérieur du Patronat Algérien (CSPA)...

✓ **Les sociétés financières** : on trouve entre autres la société financière algéro-européenne (FINALEP) et la société des services financiers et d'investissement (SOFINANCE), qui font l'objet de notre mémoire.

L'aboutissement de cette volonté d'aide aux PME est la création d'un programme national pour la promotion de la PME doté d'un budget de 4 milliards de DA pour la période 2005-2009 inscrit dans le programme de soutien à la relance économique (2005-2009), le programme de création de 200 000 PME (2010-2014), et le lancement des 48 fonds d'investissement de wilaya (*).

3.2-L'environnement économique

Le cadre institutionnel dans lequel évoluent les PME a connu de profondes mutations depuis 1990. Après une période de plus de 20 ans dominée par le secteur public, l'Etat donne une chance officielle pour le secteur privé de sortir de sa coquille à travers la promulgation de différentes lois relatives au développement de l'investissement privé, et les différents mécanismes de soutien aux PME. Toutefois, si le cadre réglementaire assoupli a permis l'essor du secteur privé, la réforme de la fiscalité, du droit des affaires et de l'administration reste encore inachevée et trop lente pour répondre aux exigences du marché. En effet, le climat des affaires s'analyse sous trois volets : les indicateurs de gouvernance publique, les évaluations du climat d'investissement et les indicateurs de « la pratique des affaires ».

3.2.1-Les indicateurs de gouvernance publique

Les indicateurs de gouvernance allient les indices de la qualité de l'administration publique (telles que la corruption et la prévisibilité des politiques) aux indices qui produisent la gouvernance (salaires dans la fonction publique, type et organisation des élections...).

Une étude réalisée par le FMI (2006) a analysé le climat des affaires en Algérie tout en le comparant avec les pays de l'EUPERI¹. Selon cette étude l'Algérie est classée l'avant dernière de son groupe juste devant l'Ukraine avec une qualité de gouvernance faible.

* - Pour plus de détails voir plus loin.

¹ Les 18 pays de l'EUPERI sont l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la République Tchèque, la République Slovaque, l'Ukraine, la Hongrie, la Roumanie, la Bulgarie, la Turquie, la Macédoine, la Slovénie, la Croatie, la Bosnie-Herzégovine, l'Albanie, la Tunisie et le Maroc.

❖ La centralisation administrative

Malgré toutes les tentatives inachevées de décentralisation, le contexte de l'économie algérienne est encore marqué par la forte centralisation des ressources et la prise de décision. Les initiatives des autorités locales visant à promouvoir les activités des PME sont souvent étouffées par un processus de prise de décision centralisé et un manque de moyens humains (le sous encadrement des communes est une réalité bien connue...) financiers et techniques au niveau local chose qui rend toute initiative d'entreprendre au niveau local fort difficile.

L'une des contraintes majeures très souvent dénoncée par les investisseurs algériens réside dans les lenteurs bureaucratiques, qui se manifestent dans la longueur, la complexité et le chevauchement des procédures administratives pour obtenir auprès des administrations locales et mêmes centrales les accords nécessaires à l'installation, à l'établissement et au démarrage de l'entreprise. Malgré les efforts consentis ces dernières années, il faut toujours produire une masse de documents pour faire enregistrer une entreprise et le processus complet de création prend des mois et des mois sinon des années pour aboutir si jamais il aboutit.

Or le temps c'est de l'argent. La création d'une entreprise en Europe prend en général une semaine¹. Le dédouanement d'un produit se fait en 24 heures, une livraison sur 1000 Km en 24 à 48 heures, un compteur électrique en 48 heures, une ligne téléphonique en 48 heures et un courrier par la poste en 24 à 48 heures.....

Il s'agit là d'actes de la vie courante d'une économie. Ils doivent pouvoir se faire sans solliciter un passe droit ou d'intervention intéressée d'un relationnel. En Algérie pour aplanir les difficultés on continue aujourd'hui plus qu'hier à recourir aux relations personnelles (lorsque cela est possible) sinon à la corruption qui est devenue monnaie courante. Celle-ci demeure en l'occurrence une gangrène qui ronge l'appareil administratif et que nul ne tente plus d'occulter (le chef d'Etat en personne n'a pas hésité à la stigmatiser dans ses différents discours). Ici on est loin de la « bureaucratie » idéale prônée par Max WEBER qui travaille en suivant des principes ne laissant aucune place aux rapports personnels, à la corruption, à la concussion, au népotisme, bref à une confusion entre intérêts privés et intérêts publics.

Aujourd'hui même les guichets uniques de l'ANDI qui a remplacé l'APSI ne sont que des boîtes d'enregistrement incapables de décisions concrètes qui motivent les investisseurs. Aucun représentant de l'ANDI qu'il soit douanier, fiscaliste, banquier, ou représentant foncier, n'est capable de prendre une décision sur place en connaissance de cause, sans se référer à son responsable hiérarchique. Sous d'autres cieux les guichets uniques sont de véritables centres de décision.

La création d'un guichet unique des services aux entreprises doit répondre aux critiques récurrentes des chefs d'entreprise. En Grande-Bretagne, les Business Links remplacés par les correspondants locaux du Small Business Service, jouent ce rôle : ils constituent l'unique point d'accès des entreprises à l'administration, pour les demandes d'aides publiques, pour les formalités administratives et pour toutes les prestations de conseil offertes par l'administration (démarche qualité, exportations). De même, en Italie, la loi n°127-97 (Bassani I) impose la création d'un guichet unique des services aux entreprises, constitué par convention entre les communes, les provinces et les régions.

¹ Y.AISSAOUI : « Lettre d'un entrepreneur émigré » El Watan du 04/04/1999, cité in BOUTALEB K, La problématique de la mise à niveau des économies maghrébines face aux défis de la mondialisation, Revue Idhara, n°2, Alger 1999.

❖ Un environnement administratif inadapté

Grâce aux différentes formules d'« aides » à la création d'entreprise, l'environnement institutionnel présente certes de nombreux avantages et facilités, mais la complexité et la lenteur des procédures administratives qui le caractérisent, sont « rédhibitoires »¹.

Ainsi deux réalités contradictoires coexistent dans le contexte algérien sans doute plus qu'ailleurs : la première, issue du discours officiel et faite de grandes décisions encourageant sans ambiguïté l'investissement, y compris dans les secteurs jusque là fermés, et l'autre, reflétant les pratiques d'un terrain truffé d'obstacles qui découragent les meilleures volontés. Autrement dit, comme le souligne encore le CNES à ce propos « l'Etat se trouve bloqué par ses propres structures chargées de mettre en œuvre sa politique. Ce phénomène qui n'est pas inconnu, tolérable dans des faibles proportions, qu'on appelle, par euphémisme bureaucratie, a atteint malheureusement des niveaux alarmants. ».

Cette approche a été aussi assez minutieusement développée dans une étude du Programme Nations Unies pour le Développement réalisée par le Pr. H. BENISSAD². Dans cette étude, l'auteur souligne que le fonctionnement de l'économie algérienne reste en fait caractérisé par deux logiques contradictoires :

- Celle de l'administration basée sur le côté procédurier et formaliste,
- Celle des gestionnaires basés sur des impératifs économiques d'efficacité.

De même, l'auteur se propose d'« analyser les blocages d'ordre institutionnel que rencontre la PME algérienne au cours des différentes étapes de son existence (création, investissement, exploitation) ».

Les contraintes recensées sont liées : au cadre législatif et administratif, au système bancaire et au financement, et aux approvisionnements et exportation.

En définitive, il est utile de faire remarquer que, selon H. BENISSAD « les lourdeurs administratives », « l'esprit de clientélisme », « la suspicion de discrimination », « la mauvaise allocation des ressources », « la marginalisation des détenteurs de compétences », « les décisions arbitraires », etc., se sont pratiquement soldés, au fil du temps, par l'amenuisement, voire par l'absence de création d'entreprises privées durant la décennie 80.

Le contexte a certes considérablement changé, les efforts des pouvoirs publics pour soutenir l'investissement et la création d'entreprises se sont multipliés et diversifiés en termes institutionnels (lois et règlement) et matériels (l'octroi des aides). Mais le changement institutionnel fondé sur les principes de la bonne gouvernance ne s'est pas opéré concrètement malgré l'habillage formel dont il se prévaut.

« La raison principale à cette situation semble être d'une part l'écart entre le cadre institutionnel formellement défini et sa mise en œuvre au profit du développement économique, et d'autre part l'insuffisante coordination (voire même l'incohérence) entre les différents segments des réformes : réformes économiques, réformes administratives, réformes de la justice, réformes du système éducatif etc.»³ À signaler aussi le chevauchement entre les différents mécanismes d'aide à la PME (ANDI, ANSEJ, ANGEM...).

¹ BENISSAD H : La PME privée en Algérie : environnement administratif et contribution à une politique de promotion, PNUD, Alger, 16/06/1993.

² HENNI A., Droits, appareil judiciaire et transition au marché en Algérie, 2004.

³ BELMIHOUB M C, Rapport sur les innovations dans l'administration et la gouvernance dans les pays méditerranéen : cas de l'Algérie, avril 2004.

❖ Les contraintes liées au système judiciaire

L'activité économique publique ou privée, marchande ou non-marchande, en économie socialisée ou en économie de marché suppose que les contrats passés entre agents économiques soient exécutés et, en cas de litige, que l'arbitrage soit neutre au sens de la loi du pays, entre les deux parties et prenne force exécutoire (A.HENNI, 2004). Ceci, bien entendu ne suppose pas seulement des lois mais surtout un appareil judiciaire et fiscal, et plus généralement des administrations d'autorité, pouvant faire appliquer ces lois et faire exécuter les sentences d'après le même auteur.

Pour que l'exécution d'un contrat soit prévisible et que ses fruits puissent être anticipés, il faut que les agents économiques aient des garanties concernant l'application des règles du marché. Ces garanties sont d'abord celles de la loi ou l'« Etat de droit »¹. Cette projection appelle donc un fonctionnement institutionnel encadré par une série de lois devant aboutir aux pratiques concrètes suivantes : La publicité de la loi, des actes juridiques, administratifs et commerciaux, des droits de propriété et leur définition et l'effectivité de l'application de la loi par quatre administrations d'autorité : la police ; le fisc et la douane ; la concurrence et les prix ; la monnaie et les banques.

D'où des réformes législatives, de structures et de statut des agents dans ces quatre administrations. Mais pour que ces réformes soient pertinentes, un préalable était obligatoire : régler la question de l'indépendance de l'arbitrage et du contrôle de l'application des lois.

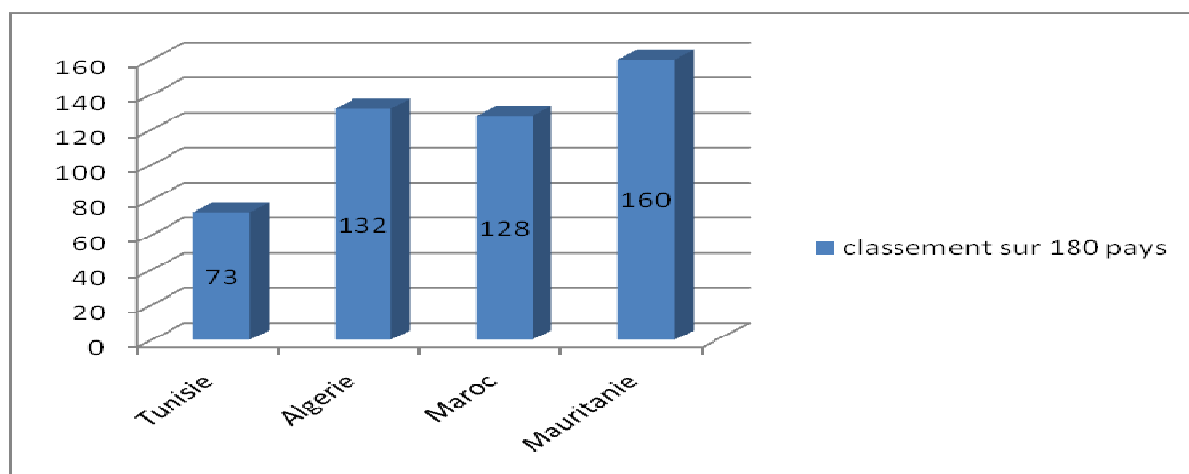
C'est ce qui explique que l'administration judiciaire constitue également un facteur de blocage pour les investissements. La banque mondiale a aussi interpellé dans le contexte de la création d'entreprises les systèmes judiciaires en mettant en relief les déroulements négatifs de la justice dans de nombreux pays (L'Algérie étant loin d'être l'exception) et ce en faisant écho à de multiples plaintes des milieux d'affaires à l'encontre de la machine judiciaire : « formation insuffisante des juges dans les domaines commercial, maritime et bancaire comme en droit de la construction et de l'urbanisme... autant de carences qui contribuent au caractère imprévisible des décisions judiciaires ». Donc, le manque de moyens humains et matériels nonobstant d'autres facteurs autrement plus explicatifs sont avancés pour justifier la lenteur avec laquelle les jugements sont rendus et publiés. Ce constat est largement conforté en Algérie par l'image négative de la justice dans l'opinion publique en général.

3.2.2-Les évaluations du climat d'investissement (ECI)

Elles mesurent le point de vue des chefs d'entreprises relativement à la gravité des obstacles au fonctionnement et à la croissance de leurs entreprises, tels que : les politiques et les services de l'administration publique; la qualité et la quantité des infrastructures physiques ; la structure et les fonctions des marchés de main-d'œuvre, de capitaux et de biens et services; les relations entre les entreprises et les réseaux d'entreprises ; l'exécution des contrats ; l'efficacité de la réglementation ; la fiscalité et la réglementation douanière et l'ordre public et autres aspects de la gouvernance. Selon l'ECI réalisé par la Banque Mondiale en 2008, l'Algérie est classée derrière tous ses concurrents (132^{ème} sur 180 pays) comme lieu d'attractivité pour l'exercice d'une activité d'entreprise.

¹: C'est-à-dire un système de gouvernement le plus démocratique possible, capable de réguler les marchés sans pour autant laisser une petite minorité d'initiés s'arroger les profits tirés des risques, des monopoles et des inégalités d'informations.

Figure n°16 : Indice global du climat d'investissement, 2008-2009



Source : Banque Mondiale. 2008. Doing Business : Algeria.

3.2.3-Les indicateurs de la pratique des affaires

Les indicateurs de la pratique des affaires (IPA) évaluent le poids de la réglementation sur les PME. L'IPA regroupe plusieurs indicateurs : création d'entreprise, obtention d'autorisation, embauche et licenciement de travailleurs, enregistrement de la propriété, obtention de crédit, protection des investisseurs, exécution des contrats, paiement des impôts et fermeture d'entreprises.

Suivant l'IPA de l'année 2011 réalisé par Doing business (Banque Mondiale), l'Algérie dispose d'un climat des affaires le moins attractif pour les PME par rapport à la région Afrique du Nord et Moyen Orient. C'est au regard de la pression fiscale sur les entreprises que la différence est affirmée entre l'Algérie et les autres pays.

Sur les 187 pays comparés dans le cadre de l'IPA, l'Algérie figure parmi les pays où la pression fiscale est la plus élevée (168^{ème}). L'impôt sur les bénéfices des sociétés payé par les entreprises est de 30 %¹, la taxe professionnelle est de 2 % du total des ventes, et la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) est de 17 %. Le nombre de taxes que les PME doivent payer chaque année est également le plus élevé (34 impôts).

Le tableau ci-après donne une vue générale de l'évolution du climat des affaires en Algérie :

Tableau n°49 : L'évolution des indicateurs de la pratique des affaires

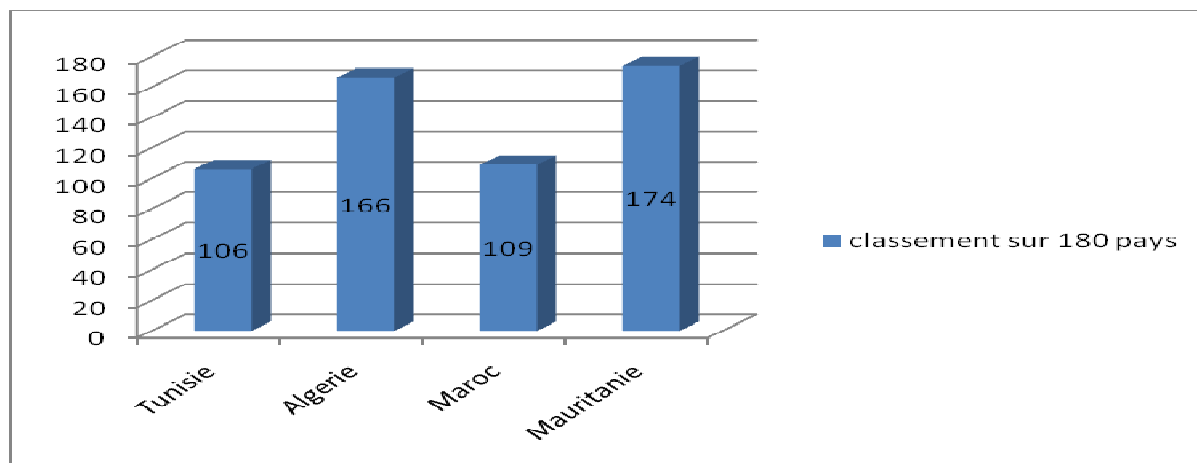
Classements par catégorie	DB 2011 Classement	DB 2010 Classement	Variation dans le classement
Création d'entreprise	150	147	↑-3
Octroi de permis de construire	113	111	↑-2
Transfert de propriété	165	159	↑-6
Obtention de prêts	138	135	↑-3
Protection des investisseurs	74	73	↑-1
Paiements des impôts	168	167	↑-1
Commerce transfrontalier	124	122	↑-2
Exécution des contrats	127	124	↑-3
Fermeture d'entreprise	51	51	Aucun changement

Source : Banque Mondiale. 2011. Doing Business : Algeria.

¹ A titre de rappel, il a été de 42 % avant 2000.

L'analyse du tableau ci-dessus fait ressortir la dégradation (évolution négative) du climat des affaires en Algérie d'année en année. En effet, notre pays a reculé dans le classement de la majorité des indicateurs de la pratique des affaires. Il n'y a que la fermeture d'entreprises qui est resté stagné.

Figure n°17 : Indice de paiement d'impôts



Source : Banque Mondiale. 2008. Doing Business 2008-2009 : Algeria.

3.3-Le cadre institutionnel et réglementaire

L'Algérie s'est engagée depuis la fin des années 1980 à assurer un cadre institutionnel adéquat aux exigences de l'économie de marché et le développement du secteur privé. De nombreuses lois ont été promulguées en vue d'encourager l'implantation des entreprises en leur facilitant les modalités de création, de fermeture, des procédures administratives...etc. Cependant, une des hypothèses formulées pour expliquer la faiblesse de la PME algérienne est que celle-ci n'a pas bénéficié d'un environnement institutionnel adéquat susceptible de soutenir son déploiement et sa modernisation.

Des études relatives au développement du secteur privé en Algérie et au climat des investissements ainsi que les déférentes analyses faites sur le système juridique et judiciaire algérien qui a trait aux entreprises, ont révélé des inadéquations et anomalies des règles appliquées au monde des affaires, particulièrement en matière de : lenteur des procédures, complexité de constitution et fonctionnement des sociétés, interprétation étroite des textes, insuffisance du niveau des agents concernés, insuffisance de l'information...etc.

A titre d'illustration, la phase de « constitution de société » se caractérise par une multiplicité des procédures (*), certaines formalités administratives sont assez contraignantes du fait des nombreuses pièces exigées pour la constitution des dossiers, avec au moins 14 procédures bureaucratiques et juridiques (Tableau 50). En effet, l'Algérie est classée au 141^{ème} rang pour le nombre et la complexité des procédures imposées au monde des affaires, alors que la Tunisie et le Maroc viennent au 37^{ème} et au 62^{ème} rang, respectivement (Banque Mondiale, 2008). L'Algérie a encore reculé à la 147^{ème} place en 2010 et 150^{ème} en 2011 (Banque mondiale, 2011).

* - Notamment pour la création des Sociétés Par Actions (SPA), qui entraîne l'intervention d'une multitude d'intervenants (notaire, autorités fiscales, registre du commerce), rendant ainsi la tâche délicate pour les entrepreneurs (BM, 2005).

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie

Tableau n°50 : Comparaison de l'indicateur de création d'entreprises

Indicateur	Algérie	Moyen-Orient et Afrique du Nord	OCDE
Procédures (nombre)	14	8,1	5,6
Délai (jours)	24	20,0	13,8
Coût (% du revenu par habitant)	12,9	38,0	5,3
Capital minimum (% du revenu par habitant)	34,4	-	-

Source : Banque Mondiale. 2011. Doing Business : Algeria.

Tableau n°51 : Evolution de quelques indicateurs sur la création d'entreprises

Réglementations liées à la création d'entreprises	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nombre de procédures	14	14	14	14	14	14
Durée (jours)	26	24	24	24	24	24
Coût (% du revenu par habitant)	16,3	14,6	12,4	13,4	13,2	10,8
Capital minimum (% du revenu par habitant)	73,2	65,5	55,1	46,0	45,2	36,6
Transfert de propriété						
Nombre de procédures	16	14	14	14	14	14
Durée (jours)	52	51	51	51	51	51
Coûts (% de la valeur de la propriété)	9,00	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Exécution des contrats						
Nombre de procédures	47	47	47	47	47	47
Durée (jours)	360	360	360	360	360	360
Coût (% de la dette)	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9	21,9
Mise en faillite						
Durée de mise en faillite (années)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Coût de mise en faillite (% De la propriété)	7	7	7	7	7	7
Taux de recouvrement (centimes par dollar)	41,7	41,7	41,7	41,7	41,7	41,7

Source : Conception personnelle à partir de différents rapports de la Banque Mondiale. Doing Business.

3.4-Les infrastructures

En matière d'infrastructures, le rapport mondial sur la compétitivité établit chaque année par le World Economic Forum, classe l'Algérie 84^{ème} sur 134 pays pour 2008, en recul de 3 points par rapport à son classement en 2007 (81^{ème}). A titre indicatif, elle est devancée par le Maroc (70^{ème}), l'Egypte (60^{ème}), la Tunisie (34^{ème}) et les Emirats Arabes Unies (14^{ème}) (World Economic Forum, 2008).

En ce qui concerne les sous piliers des infrastructures, le classement est le suivant :

- Pour le sous pilier infrastructure générale : 85^{ème} ;
- Qualité des routes : 77^{ème} ;
- Qualité des infrastructures ferroviaires : 63^{ème} ;
- Qualité des infrastructures portuaires : 103^{ème} ;
- Qualité des infrastructures du transport aérien : 106^{ème} ;
- Qualité de l'électricité : 74^{ème}.

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie

Le tableau ci-dessous fait ressortir le retard qu'accuse l'Algérie en matière d'infrastructures comparativement à ses voisins :

Tableau n°52 : Le classement de l'Algérie en termes d'infrastructure

Economie	Classement 2008-2009	Classement 2007-2008	Différence
Tunisie	34	32	-2
Maroc	70	68	-2
Algérie	84	82	-2
Libye	112	113	+1

Source: World Economic Forum. (2008). The Global Competitiveness Report 2008-2009.

3.5-Politique de la concurrence

L'harmonisation du régime juridique de la concurrence est devenue une nécessité avec l'ouverture de l'économie algérienne sur l'extérieur via les Accords d'association avec l'Union Européenne, de libre échange avec d'autres pays et la future adhésion à l'OMC, des facteurs qui ont augmenté l'intensité concurrentielle sur le marché national.

L'Algérie a procédé à la mise en place d'un régime de concurrence largement inspiré de la législation européenne de la concurrence. Ce régime, régit par l'ordonnance 03-03 du 19 juillet 2003 qui a abrogé l'ordonnance N° 95-06 du 25 janvier 1995, a pour objectif la protection de la libre concurrence et la garantie de la transparence et la loyauté dans les pratiques marchandes.

Pour ce faire, il détermine des règles strictes contre les pratiques déloyales des acteurs économiques contre d'autres notamment les Petites Moyennes Entreprises. L'abus de position dominante est également interdit par ce régime, qui consiste à ce que une grande entreprise utilise sa position dominante (monopole) sur le marché pour asphyxier des concurrents de moindre taille, ainsi que l'interdiction des actions concertées qui créent ou renforcent ces positions dominantes. L'Algérie contrôle aussi d'éventuels accords sur les prix entre les grandes entreprises qui risquent d'entraver la concurrence (c'est-à-dire les pratiques de connivence et d'entente entre les grandes entreprises qui remplacent les affrontements concurrentiels).

Cependant, le régime sur la concurrence est vu par les opérateurs privés comme étant répressif, notamment la persistance du favoritisme du secteur public. En effet, le Gouvernement demande aux opérateurs publics (administrations et collectivités, organismes d'Etat et entreprises publiques) d'acheter leurs biens et services d'abord et en priorité auprès d'autres institutions de l'Etat. D'ailleurs l'ensemble des pratiques dénoncées relèvent de la pratique d'abus de position dominante par les entreprises du secteur public. Et ceci paraît paradoxal quand sait que le secteur public ne participe qu'à moins de 13 % de la valeur ajoutée totale (OCDE, 2004 ; Banque Mondiale, 2005).

Une autre apparence qui caractérise la concurrence en Algérie, c'est sans doute le secteur informel qui représente aujourd'hui plus de 34 % du PIB. L'existence de ce secteur exerce, au moyen de pratiques déloyales et anti-concurrentielles, une pression sur le libre jeu de la concurrence et affecte la compétitivité des entreprises privées notamment de petite taille.

I.4-Les contraintes propres à l'environnement des PME : faiblesse de la demande de CI**4.1-Une pénurie de PME de haute-technologie**

Le marché du capital investissement est dominé par l'offre. En même temps, il est tiré par la demande : il dépend de l'existence d'un flux continu de petites entreprises innovantes ayant un potentiel de croissance forte (E. Dubocage et D. Rivaud-Danset, 2002).

Donc, les marchés de CI se développeront si les occasions d'investir existent. Or la création nette d'entreprises est encore à la traîne, notamment pour ce qui est des hautes technologies et ce malgré d'excellentes capacités de recherche et d'innovation. Les parcs technologiques et les centres d'innovation stimulent la création, mais ces start-ups ont tendance à rester de petite taille (*10 employés en moyenne après 10 ans d'expérience*). Des efforts doivent être consentis pour simplifier l'environnement juridique et réglementaire et ainsi faciliter la création d'entreprises et l'innovation. Une étude de la banque mondiale montrait qu'il faut entre 25 et 30 procédures différentes en Italie et en Grèce, une quinzaine en France et moins de 5 au Danemark. Le temps moyen de création varie de 1 semaine au Danemark à 28 semaines en Espagne.

4.2-Les capacités d'innovation des PME algériennes

En Algérie, les dépenses en R&D représentent moins de 1% du PIB, ce qui est dû à la faiblesse du secteur privé dans l'investissement en recherche. L'innovation est plus ou moins présente dans les grandes entreprises, cependant les PME ne s'impliquent pas assez dans les activités de recherche et d'innovation. En l'absence de statistiques qui concernent l'innovation en Algérie, si on prend comme indicateur le dépôt de brevets d'innovation, l'Institut National Algérien de la Propriété Industrielle (INAPI) a enregistré jusqu'à 2008 plus de 2000 inventions protégées par des brevets, dont 80% sont d'origine étrangère, les 20% restantes concernent les grandes EPE et très rarement les PME.

Les PME algériennes se caractérisent souvent par une insuffisance des capacités d'innovation. En effet, plusieurs obstacles entravent le développement des projets innovants dans ces entreprises. Les « PE » ont des surfaces financières limitées qui ne permettent pas de financer les efforts de R&D.

Un autre obstacle qui entrave le développement de l'innovation dans les PME est le manque d'information sur les évolutions technologiques. Il y a un manque de maîtrise des technologies et des nouveaux savoirs pour soutenir le processus de l'innovation. En effet, c'est parce qu'elles manquent souvent d'un personnel technique (chercheurs, ingénieurs, techniciens, etc.) que ces entreprises ne font pas assez d'activités de R&D (Bouacida. R et Haudeville. B, 2008). Lors de l'acquisition de machines modernes, un potentiel humain qualifié est indispensable pour maîtriser les nouvelles technologies.

Les compétences technologiques sont nécessaires aussi pour les entreprises afin qu'elles puissent entretenir des relations avec les organismes de recherche et les réseaux pour absorber les nouveaux savoirs et soutenir le processus d'innovation. Ainsi, le manque des compétences technologiques et des compétences en conception, commercialisation, etc. freine l'aptitude de ces entreprises à s'engager dans des projets d'innovation. A ce titre, il faut souligner qu'en Algérie il n'existe pas de soutien financier des pouvoirs publics à la formation pour les PME afin d'améliorer leur compétence (Bouacida. R et Haudeville. B, Op.cit).

En bref, l'entreprise algérienne ne s'est pas impliquée dans un processus d'innovation pour trois raisons (Djefflat, A, 2010). Dans un premier temps, l'entreprise était plus orientée à produire pour répondre à la demande immédiate. L'innovation était un besoin secondaire. En effet, l'entreprise algérienne était préoccupée par le transfert de technologie et la maîtrise de ce qu'elle avait acquis. La maîtrise technologique a été difficile auprès de nos entreprises. Deuxièmement, au niveau des décideurs publics, il fallait accélérer les choses en investissant en masse et pour enfin, une large part est due à un manque de sensibilisation sur l'innovation. Les entreprises étaient plus préoccupées par des problèmes comme la plomberie, la tuyauterie ou autres mais cela n'empêche pas l'innovation. L'idée de l'innovation mûrissait chez nous au même moment qu'en Inde, mais nous n'avons pas mis en œuvre le processus.

La mise en place de politiques publiques d'aide à l'innovation est primordiale pour stimuler l'émergence du processus de l'innovation dans les PME. Les aides financières en faveur de ces entreprises ont pour objectif de soutenir les investissements liés à l'innovation et l'effort de recherche. Les structures d'appui¹ permettent aussi aux PME de réunir les connaissances et les savoir-faire et facilitent les transferts de technologies, afin de favoriser le développement des projets d'innovation.

Cependant, les actions de ces structures en faveur des PME sont limitées. En dépit des efforts et de la prise de conscience des enjeux, les pouvoirs publics algériens n'ont pas encore réussi à instaurer une véritable politique d'innovation afin de promouvoir le développement et la compétitivité des entreprises².

Grosso modo, l'innovation dans les PME algériennes est faible (Haudeville, B et Bouacida R-Y, 2006, Op.cit). Il semble qu'en Algérie il n'existe pas encore une « culture d'innovation » dans les entreprises de petite dimension. Pourtant, l'innovation revêt une importance cruciale pour la réussite de chaque entreprise, mais aussi pour l'amélioration des performances du pays dans une économie devenue mondiale.

Les PME algériennes se concentrent dans des secteurs d'activités à faible valeur ajoutée. Elles se focalisent dans la production de biens de consommation afin de satisfaire la demande locale, sans se soucier de l'amélioration de la qualité des produits commercialisés à cause de l'absence de la concurrence des entreprises étrangères. Donc, le langage « innovation-compétitivité » est absent chez les entrepreneurs algériens (avant l'abandon de l'économie planifiée). Cela est dû le plus souvent au faible niveau de formation des chefs d'entreprises. En effet, le niveau de formation influe sur l'environnement de l'entrepreneur, environnement qui favorisera ou non la démarche d'innovation.

¹ En ce qui concerne les relais et les structures d'appui, il existe la Chambre Algérienne Locale de la Production Industrielle (CALPI) dont la mission est d'accompagner les PME afin de leur faciliter l'acquisition des nouveaux investissements (les nouvelles technologies), et la Chambre Algérienne de Commerce et d'Industrie (CACI) qui a pour rôle de fournir des informations aux entreprises sur les évolutions technologiques, les marchés et les produits.

² L'Algérie est au stade d'avant projets de textes de Lois pour asseoir les bases d'un processus d'innovation, mais elle devra trouver un véritable produit de financement des entreprises dans leur démarche R & D. Abdelkader Djefflat, Economiste algérien et professeur à l'Université de Lille, a été désigné chef de fil de l'équipe qui a mené l'étude sur le système national d'innovation. Il s'agit d'un processus très coordonné, et non d'institutions cote à cote, où tous les acteurs auront été identifiés (acteurs institutionnels qui sont les ministères directement concernés comme celui de l'Industrie, de la PME et les ministères sectoriels comme celui de l'Agriculture, les opérateurs, les Centres de recherches, les Universités, toutes les Agences de facilitation du genre de l'ANVREDET et les centres techniques), chacun a son rôle et sont tous intégrés dans une même logique.

En Algérie, on trouve souvent à la tête d'une entreprise de petite taille un dirigeant qui ne possède pas de diplômes, ou au moins un certain niveau d'études qui lui permet d'assumer son rôle, un rôle fondamental dans une PME (Melbouci. L, 2008). De ce fait, on trouve des PME dirigées par des personnes ne possédant pas les valeurs requises pour modifier les processus productifs, mobiliser les ressources internes et externes, établir des stratégies à terme, en particulier des stratégies d'innovation pour exciter la croissance et la compétitivité de leur entreprise ainsi que l'ouverture sur des marchés internationaux.

4.3-La spécificité de la start-up innovante et la problématique de son financement

L'innovation est un investissement risqué et sa dimension financière devrait être soumise à la même logique que le financement de toute activité économique.

Les nouvelles firmes innovantes représentent une catégorie particulière dans l'économie, jeunes, petites voire très petites et surtout développant de nouveaux procédés d'intervention sur le marché, sont, en général, caractérisées par :

❖ **La difficulté de valorisation des start-up innovantes**, en particulier, celles opérant dans le domaine des nouvelles technologies : une asymétrie souvent ressentie lors des négociations pour l'investissement, les investisseurs externes sollicités pour le financement du projet, ne disposent pas toujours de prérequis ou de connaissances suffisantes pour évaluer le procédé ou la technologie développée. Les entrepreneurs, de leur côté, qui n'ont pas toujours des réflexes de financiers, connaissent souvent mal le marché de l'entreprise et de son évolution future.

❖ **Une faible surface financière**, une capacité d'autofinancement insuffisante pour couvrir les coûts de développement. En plus, leur pouvoir de négociation limité auprès des investisseurs, dû en grande partie à l'absence d'actifs matériels pouvant être présentés en garantie.

❖ **Un portefeuille d'activité restreint** : la plus part des start-up disposent de réseaux d'approvisionnement, de réseaux de distribution peu importants, les rendant vulnérables à tout retournement conjoncturel.

Nous ne manquerons pas de rappeler que ni la comptabilité privée, ni la comptabilité nationale n'intègre le concept de l'innovation.

Outre, les spécificités qui pénalisent la PME innovante, elle se retrouve prisonnière de sa propre nature, de son environnement et du manque d'accompagnement de la part des pouvoirs publics et des institutions financières. Aussi, devient-il primordial de mettre en place des mécanismes d'évaluation, de sélection et de contrôle spécifiques. D'où l'intérêt que portent les pouvoirs publics algériens pour la promotion du CI.

Le financement de la haute technologie est un créneau risqué et difficile à appréhender par la finance traditionnelle qui la délaisse pour se tourner vers des opérations de prêt à court et moyen terme, moins risqués et relativement rentables.

De son côté, le capital investisseur adepte du rendement, trouve dans ce créneau, l'occasion idéale pour exercer pleinement son rôle d'apporteur de fonds. Ainsi, l'intervention du capital risque et du capital développement contribue au financement d'entrepreneurs porteurs de nouveaux procédés technologiques et de PME innovantes.

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie

Dans la pratique, l'intervention des organismes de capital investissement dépend de la nature de la structure de financement (captive, indépendante, semi captive ou fonds du secteur public). En effet, ces structures opèrent, selon le cas, dans des champs d'intervention qui leur ont été autorisés ou dans ceux dont elles ne se sont pas défendues elles mêmes de s'y aventurer.

Les difficultés rencontrées par les entreprises de haute technologie peuvent être résumées par les principaux éléments suivants :

➤ Elle doit enregistrer un niveau de croissance élevé dès les premières années de son existence. Ceci traduit la nécessité pour l'entreprise d'engager une course ardue aux parts de marché menant des politiques marketing, d'alliance ou d'association très coûteuses. Le prix est évidemment cher payé mais il est indispensable pour se frayer un chemin dans la cour des grands.

➤ La conquête des marchés internationaux, notamment le marché américain (50 % du marché mondial). Un challenge d'autant plus important que la mondialisation et l'ouverture des marchés dictent la compétence et la perfection, au profit de la croissance mondiale.

➤ L'investissement massif en recherche et développement devant accompagner la vie de l'entreprise est également un élément primordial quand l'évolution rapide de la technologie entraîne, systématiquement, l'obsolescence des produits.

➤ Les ressources humaines nécessaires à l'exploitation de la technologie sont souvent difficiles d'accès. Les experts préférant travailler sur des projets d'innovation plutôt que de s'orienter vers les grands industriels sont rares, ce pourquoi, l'entreprise doit engager une politique attrayante, de fidélisation et de formation des compétences.

4.3.1-Les contraintes pour l'entreprise financée

Le financement des entreprises par le CI est adapté aux différentes étapes de la vie de l'entreprise qui se définissent par l'amorçage, la croissance, la diversification, la maturation, la transmission. Il existe un ensemble de contraintes et d'avantages dont un entrepreneur doit faire l'arbitrage, afin de juger de l'intérêt d'une telle démarche. Ces facteurs sont résumés dans une matrice SWOT de l'Entreprise.

Figure n°18 : Diagramme SWOT entreprise cible

Forces - Conforter son Bilan - Crédibiliser son projet	Faiblesses - Partager les dividendes - Partager certains pouvoirs
Opportunités - Accélération des différentes phases opérationnelles - Apport de nouvelles compétences	Menaces - Risque de manque d' « affectio societatis » - Conséquences d'être liée par un « Pacte » (Cession forcée...)

Source : Jean-Paul ALBANESE - Proxipaca Finance Oran le 17 et 18 février 2007.

4.3.2-Les contraintes pour l'investisseur

De la même manière, il existe un ensemble de contraintes et d'avantages qu'un investisseur doit pondérer afin de juger de l'intérêt d'investir dans une entreprise cible. Ces facteurs sont résumés dans un diagramme SWOT de la société de capital-investissement. Pour un investisseur de type SA, SCR, FCP, l'entreprise est un « produit » et son l'objectif est de réaliser une opération d'achats et de reventes avec la plus grande plus-value. Au niveau bilanciel de l'investisseur, il existera une politique de provisions pour dépréciation de valeur liquidative, et éventuellement de réappréciation. L'investisseur complètera son analyse de la valeur par l'estimation de la rentabilité de l'entreprise et du montant des dividendes distribués.

Figure n°19 : Diagramme SWOT Investisseur

Forces	Opportunités
<ul style="list-style-type: none"> - Capacité de financements sans garantie - Capacité d'autonomie des modes d'intervention et de choix 	<ul style="list-style-type: none"> - Appétence du marché pour de fortes plus-values - Frilosité des banquiers/Industriels
Faiblesses	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Fonds sectoriels ou généralistes - Etre extérieur à l'entreprise - Temps limité 	<ul style="list-style-type: none"> - Retournement d'activités - Liquidité du Marché

Source : Jean-Paul ALBANESE - Proxipaca Finance Oran le 17 et 18 février 2007.

L'adéquation de ces deux problématiques, conduit à définir les critères de la convergence des intérêts :

- ❖ Si le besoin en financement de l'entreprise est faible, la réponse sera plus certainement l'autofinancement, ou éventuellement le capital de proximité (« love money »).
- ❖ Si la société est une société de services, plus probablement le financement sera sous forme de prêt bancaire, de même si le projet est à croissance modérée, l'interlocuteur privilégié sera le banquier, ou l'industriel/partenaire associés.
- ❖ Le CI interviendra plus particulièrement sur des Projets « discriminants, ambitieux, de croissance ».

Le moyen d'expression et d'échange entre les parties dans la phase prise de connaissances est le « Business Plan ». Il sera le support de l'investisseur, qui effectuera des analyses complémentaires sur l'aspect entrepreneurial, technologique, juridique, contractuel et concurrentiel de l'entreprise, afin de pouvoir prendre la décision de financement et de parcours commun, en toute connaissance. La chronologie opérationnelle d'analyse est sensiblement la même dans tous les fonds financiers.

Section II : Problématiques et contraintes de la pratique du CI en Algérie

Il existe plusieurs contraintes au développement du capital investissement en Algérie. Ces problèmes sont essentiellement dus au manque de culture financière propre au capital investissement et à l'environnement économique existant. Nous en citons ci-après les principaux problèmes.

II.1-Les contraintes liées à l'environnement économique et social**1.1-Un environnement financier peu propice**

L'accès aux marchés de capitaux est quasiment impossible pour les PME du fait du manque de transparence et d'information, une fiscalité, des règles comptables et une législation différente. Une multitude de barrières institutionnelles et réglementaires : le cadre institutionnel et réglementaire n'est pas propice à la transparence, à la stabilité et à la prévisibilité indispensables à l'expansion du capital-investissement. On notera comme lacunes principales : des restrictions pour les investisseurs institutionnels traditionnels, une entrée en vigueur tardive de la loi régissant les SCI et les textes d'application y afférents, une faible utilisation des prospectus dans le cadre des transactions transfrontalières, des règles comptables différentes qui imposent la présentation de comptes différents pour la recherche de fonds propres à l'étranger et de nombreuses barrières fiscales.

1.2-Absence de mécanismes de sortie

Black et Gilson (1998) soutiennent qu'un marché financier développé, par les modes de sortie qu'il offre, est indispensable à l'existence d'un marché du capital investissement dynamique. La sortie peut se faire via une introduction en bourse, une cession totale ou partielle à des tiers, un second buy-out/buy-in, une liquidation, au terme d'une période variant considérablement selon les projets d'investissement.

Cette phase constitue un véritable casse tête pour l'avenir du capital investissement en Algérie, car ne l'oublions pas, l'Algérie est en phase de transition d'une économie planifiée à une économie de marché, rendant ainsi la cession de participation difficile même aux industriels. De plus, la présence d'un marché financier peu liquide et inadapté au besoin du métier, risque de bloquer les investisseurs avec leurs participations entre les mains.

La phase ultime de tout investissement d'une Société de Capital Investissement « SCI » consiste dans la mise en œuvre d'un mécanisme de sortie qui doit allier deux objectifs : d'une part, la réalisation de plus values par les intermédiaires financiers spécialisés qui ont contribué au développement de l'entreprise et d'autre part, la possibilité pour l'entreprise d'accéder à d'éventuels relais de financement qui lui permettront de poursuivre sa croissance (Lachmann. J, 1999, p 300). Les possibilités de sortie offertes sont au nombre de six :

1.2.1-La mort de la participation

En fait, on distingue deux types de mortalité dans le portefeuille des participations : celle des nouvelles entreprises, dont globalement une sur deux connaît l'échec sur les cinq premières années de leur vie, et celle des entreprises existantes, dont le taux de mortalité est beaucoup plus faible (10 à 20% selon le secteur).

1.2.2-Le remboursement du capital

Deux techniques permettent de rembourser le capital aux actionnaires et aux capital-investisseurs : l'amortissement permet le remboursement de tout ou partie du capital par prélèvement sur les réserves (le montant du capital est in fine inchangé et le remboursement se fait au prix du nominal de l'action), et la réduction du capital en l'absence de pertes permet également un paiement en numéraire avec annulation d'actions.

1.2.3-La sortie financière

Cette sortie s'opère naturellement auprès d'autres SCI qui peuvent ainsi prendre le relais d'un intervenant spécialisé. A titre d'exemple, la Société de Capital Risque-Création peut vendre les participations à une Société de Capital Risque-Développement pour accompagner la croissance de l'entreprise.

1.2.4-La sortie industrielle

Elle s'opère lors d'une cession à une autre entreprise qui peut être minoritaire ou majoritaire par intégration dans un groupe industriel. Ce mécanisme, appelé capital risque industriel, semble être un outil de veille stratégique dont se saisissent certaines entreprises.

1.2.5-L'introduction en bourse

A côté de la cote officielle réservée essentiellement aux grandes entreprises, le second marché et le hors-cote sont deux marchés boursiers qui permettent dans un premier temps aux PME/PMI de mettre des titres sur le marché et, lors d'une deuxième étape, de se procurer des liquidités pour financer leur développement ou leur croissance.

La prise de risque est motivée par le mode de sortie envisagé par le capital investisseur et la plus value qu'il escompte réaliser. L'absence d'une voie boursière spécifique de sortie limite aussi le développement du capital investissement du fait que cette sortie est la phase primordiale de l'intervention d'un organisme de capital investissement et qu'elle permet une forte valorisation telle qu'en témoigne les success stories. Or la majorité des entreprises algériennes ne remplit pas les conditions d'introduction en bourse. Ce problème est encore plus pertinent lorsqu'il s'agit d'une entreprise nouvellement créée, pour accéder à la bourse qui constitue le cycle normal de développement d'une entreprise, il faut au préalable avoir exercé pendant une période d'au moins 15 ans. Le capital investissement et la bourse sont complémentaires.

1.2.6-La cession aux fondateurs, aux actionnaires ou aux salariés

Lorsque les différentes possibilités de sortie précédentes ne peuvent pas être mises en œuvre, la sortie sur l'entreprise ou la revente aux cadres est salariés de la société, moyennant un montage financier de type LMBO (Leverage Management Buy Out) ou RES (Reprise de l'Entreprise par les Salariés), peut être envisagée. Une opération de ce type doit permettre de racheter la participation détenue par la société de capital investissement.

Dans la mesure où, pour l'investisseur, l'introduction en bourse est une des sorties recherchées et pour l'entrepreneur, le couronnement de ses efforts (*), aussi, serait-il recommandable de s'inspirer de l'exemple américain ou européen et créer un marché boursier réservé aux PME algériennes.

* - 34% des sociétés cotées au nouveau marché en France sont financées par le CI (Mougenot G., Juin 2000)

Les risques immanents de la sortie du capital sont multiples. A ce niveau, on peut distinguer :

➤ *Le risque de faillite* : qui se traduit concrètement par «la mort de la participation ». Dans ce cas, le capital-investisseur en tant que créancier résiduel a très peu de chance de récupérer les sommes investies (HELLMANN, 1994).

➤ *Le risque d'illiquidité* : il apparaît au terme d'une échéance théorique prévue par l'investisseur. Il se traduit par l'impossibilité pour l'investisseur de sortir du capital et par la même, d'obtenir le montant escompté de plus-value. Ce risque d'illiquidité a fortement pénalisé le fonctionnement des Organismes de Capital Risque « OCR » : en limitant la reconstitution des portefeuilles des capital-risqueurs, en les empêchant de participer à des tours de financement et enfin, en réduisant la performance financière de cette activité financière (de FREMINVILLE, 1996).

C'est un risque qui a de multiples provenances : la conjoncture et le niveau de liquidité sur les marchés financiers (Mougenot G., Ibid), le niveau de valorisation dans les entrées dans le capital, l'absence de potentiel de développement de l'entreprise suite à l'échec du projet de développement. Ce risque concerne principalement l'Organisme de Capital Risque « OCR » qui, en plus d'une perte financière, risque de subir une perte en terme de réputation et de notoriété s'il ne mène pas le projet jusqu'à son aboutissement boursier ou industriel (BASCHA (2000, 2001)).

En l'absence d'un marché financier dynamique et liquide, le capital investisseur ne dispose pas de choix pour la cession de ses actions, et se retrouve obligé de négocier parfois en position de faiblesse, sa sortie avec les actionnaires. Dans ce cas, le cercle peut être qualifié de vicieux (Figure n°20). Il apparaît si, au moment de la sortie, les capital investisseurs éprouvent des difficultés à revendre leurs participations. Au mieux, ils récupèrent leur mise initiale, au pire ils subissent des moins values. Celles-ci sont autant de capitaux perdus pour les investisseurs. Cette situation les détourne, à la seconde période, du capital investissement. Ils préfèrent, alors, allouer les fonds dont ils ont la gestion a des opérations moins risquées. Les montants levés par les capital-investisseurs diminuant, les capitaux investis dans les entreprises vont également diminuer.

Ce rationnement peut inciter le capital investisseur à se désengager d'entreprises moins performantes que prévues, l'investissement étant alors classé comme perte (write-off). Il peut aussi nuire à l'activité de firmes existantes, en refusant de participer à de nouveaux tours de table. Ainsi, les moins values réalisées créent une fuite de capitaux et contribuent à l'aggravation des difficultés de financement de l'innovation.

Figure n°20 : Le cercle vicieux du capital-investissement



Source : E. Dubocage et D. Rivaud-Danset, revue d'économie industrielle- n°101, 4^{ème} trimestre 2002, p 43.

En revanche, le cercle peut être qualifié de vertueux si l'investissement dans la start-up fournit une plus value, au moment où le capital-investisseur liquide sa participation (Figure n°21). La majeure partie de la plus value retourne aux investisseurs. Dans une seconde phase, ces derniers en allouent une partie aux capital-investisseurs et ainsi de suite. Les plus values réalisées, preuve du caractère rentable de l'activité, sont réinjectées dans le circuit de financement et contribuent ainsi à entretenir la dynamique de cette activité.



Source : E. Dubocage et D. Rivaud-Danset, revue d'économie industrielle- n°101, 4^{ème} trimestre 2002, p 43, op.cit.

1.3-Le manque de ressources : Faiblesse de l'offre de capital investissement

Les deux sociétés opérant dans le marché ; en l'occurrence la FINALEP et la SOFINANCE, n'utilisent que leurs fonds propres pour financer leurs investissements. Par ailleurs nous avons constaté que les SCI à l'étranger bénéficient de l'aide de fonds publics et de ligne de fonds privés.

Seule alternative pour les SCI en Algérie, céder leurs participations au profit des entrepreneurs eux-mêmes ou à des investisseurs industriels.

Par ailleurs, la culture patrimoniale de l'entrepreneur algérien prévaut, malheureusement, la notion de secret et sa réticence quand à un partenariat actif sous-entendant l'ingérence de l'investisseur financier dans la gestion de l'entreprise.

II.2-Contraintes liées à l'environnement institutionnel du CI

2.1-Contraintes propres à la réglementation en vigueur

La législation fiscale algérienne n'est pas neutre face aux deux grands modes de financement que sont l'endettement et les fonds propres. En effet, elle favorise le premier au détriment du second à tel point que l'investisseur préfère être un prêteur classique qu'un apporteur de fonds propres et ce pour plusieurs raisons :

- D'abord les augmentations de capital sont soumises au droit d'apports proportionnels ; Les intérêts d'emprunts sont déductibles de base d'imposition de l'entreprise, alors que la rémunération des fonds propres subit une double imposition d'une part, au niveau de l'entreprise, par le biais de l'IBS et d'autre part, au niveau des actionnaires par le biais de la retenue à la source. La réglementation du CI, notamment dans son aspect fiscal, est pénalisante, comme l'atteste ci bien la déclaration Mr Bélaïd Omar (PDG de la FINALEP) : « Nous sommes assujettis à un régime fiscal de droit commun. Ce qui n'est pas normal. Nous vivons de dividendes, et si elles sont déjà imposées au niveau de l'entreprise puisque c'est des bénéficiaires qui lui appartiennent. Et les parts qui nous reviennent sont encore une fois imposables au taux normal de l'IBS. Mais, là, c'est réglé par la loi¹ »;

- Enfin la rémunération des comptes courants d'associés est limitée au taux légal, et reste en deçà du taux d'intérêt des emprunts.

¹ En effet, la SCI n'est plus soumise à l'Impôt sur le Revenu Global (IRG) pour les revenus provenant des dividendes, des produits de placements et des produits et plus-values de cessions des actions, en vertu de la loi du 24 juin 2006 relative aux conditions d'exercice des SCI.

Il faut souligner que le système fiscal algérien pousse au surendettement bancaire. Par ailleurs, pour les promoteurs, l'augmentation de capital est réputée être un financement résiduel, complexe, coûteux, long à mettre en œuvre et conjoncturel. Aussi, les formalités y afférentes découragent les entrepreneurs.

2.2-Contraintes spécifiques à l'activité de CI

L'activité de CI qui joue un rôle primordial dans le financement de PME à travers le monde, reste peu adaptée à la PME algérienne pour plusieurs raisons :

- ❖ Les critères d'éligibilité au financement par CI sont rigides et la prise de risque est limitée aux partenariats algéro-européens impliquant des sociétés de renommées.
- ❖ Le nombre de PME éligibles au financement par CI reste faible.
- ❖ Malgré les efforts et la bonne volonté des OCI, le nombre de dossiers investis reste très limité. En effet, la FINALEP n'a apporté son concours qu'à une douzaine d'entreprises en presque vingt ans d'existence.
- ❖ Comme pour les banques, les OCI ne prennent pas de risques et évitent d'intervenir dans les stades d'amorçage et de création d'entreprises, jugés trop risqués.

2.2.1-Sur le plan juridique : absence d'un cadre légal et réglementaire spécifique

Les SCI ont exercées leur activité en l'absence d'un cadre réglementaire, et ceci jusqu'au 24 juin 2006 date à laquelle fut promulguée la loi n° 06-11. Cette loi a été complétée par le décret du 11 février 2008 qui a pour objet de fixer le capital social minimum, les modalités de sa détention, les conditions d'octroi et de retrait de l'autorisation d'exercice ainsi que le statut fiscal de la SCI.

La promulgation de la loi sur le CI, en traçant un cadre approprié à cette activité, assorti d'un régime fiscal favorable ne manquera pas de lever les contraintes rencontrées jusque là et de permettre aux SCI qui ont capitalisé une réelle expérience du métier de relancer et de développer leurs activités. Elle permettra également au CI qui a fait ses preuves sous d'autres cieux comme instrument privilégié de création et de développement des PME d'occuper rapidement sa place dans le paysage financier algérien.

2.2.2-Le problème de l'article 104 de l'Ordonnance n° 03-11 du 26 août 2003 sur la monnaie et le crédit

Il faut savoir que si une loi sur la création des SCI existait depuis 2006, sa mise en application était quasiment impossible jusqu'à la publication de la LFC 2009.

La loi du 24 juin 2006 relative à la SCI autorisait la création de telles sociétés qui étaient définies comme étant des entités ayant «pour objet la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi-fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation».

Seulement, la mise en œuvre de ce texte se heurtait à l'article 104 de l'Ordonnance n° 03-11 en date du 26 août 2003 sur la monnaie et le crédit qui «interdit à une banque ou un établissement financier de consentir des crédits à ses dirigeants, à ses actionnaires ou aux entreprises du groupe de la banque ou de l'établissement financier».

Autrement dit, une banque ne peut avoir une double relation avec une même entreprise qui serait sa cliente, tout en y détenant des actions.

Depuis le scandale de la banque Khalifa et les milliards qu'il a coûtés au Trésor et au contribuable, les autorités monétaires du pays ont voulu être plus prudentes, mettant ainsi fin aux financements entre sociétés d'un même groupe.

La situation qui en a résulté s'est avérée être plus tard «un frein» au développement des sociétés de capital investissement (Benkhalfa A, 2009) (*). Il aura fallu attendre 2009 pour lever ce blocage après que la LFC 2009 ait abrogé l'article 104.

Désormais, «une banque ou un établissement financier peut consentir, dans la limite de 25% de ses fonds propres de base, des crédits à une entreprise dont elle/ou il détient une participation au capital», même s'il est interdit à une banque ou à un établissement financier de consentir des crédits à ses propres actionnaires et dirigeants et à leurs conjoints et parents.

Depuis, la BADR et la CNEP Banque ont annoncé la création d'une SCI appelée « El Djazaïr Istithmar » dont le capital d'un milliard de dinars détenu à 70% par la première et à 30% par la seconde. La BEA a également annoncé son intention de s'inscrire dans la même démarche.

2.2.3-Un niveau de capital social inadapté à l'activité de capital investissement

Le capital social minimum des SCI est fixé par voie réglementaire avant février 2008. Avec la promulgation du décret du 24 février 2008, le capital social minimum de SCI est fixé à cent millions (100.000.000) de dinars. Un capital très limité selon les professionnels du capital investissement.

2.2.4-Absence de mécanismes de garantie

L'absence d'un système de garantie fonctionnel est un autre facteur de blocage. Certes l'Algérie dispose de deux fonds de garanties des prêts aux PME (FGAR et CGCI), toutefois ces derniers ne font pas preuve ni d'efficacité ni d'opérationnalité. Or, le développement d'une véritable industrie du CI constitue la condition sine qua non de l'émergence des nouvelles sociétés innovatrices et technologiques, et dépend de l'existence d'un système de garantie actif. Afin de réduire au maximum les conséquences financières d'échec éventuel, hormis les Etats-Unis, certains pays tels que la France ont mis en place un processus d'adaptation lié à la particularité de leur économie.

Un système de garantie des investissements à l'instar du SOFARIS en France s'avère ainsi indispensable pour rassurer les investisseurs et promouvoir l'activité du CI car le développement de cette industrie dépend étroitement de la rapidité et des modalités de l'intervention d'un fond de garantie ou de cautionnement qui permet de récupérer au moins une partie de la participation en cas de difficulté ou de déboires.

La couverture des risques encourus par le capital investisseur est une pratique courante voire nécessaire pour la promotion de ce métier. Il n'existe pas malheureusement en Algérie d'organismes de garantie compétents en la matière à l'instar de la SOFARIS en France. Les investissements de la FINALEP et de la SOFINANCE ne sont pas couverts par une telle garantie.

* - Président de l'Association des Banques et Etablissements Financiers In « El WATAN économie », du lundi 21 au dimanche 27 décembre 2009.

2.2.5-Sur le plan fiscal : absence d'un régime fiscal approprié à cette activité

Le CI est assimilé à une activité d'investissement en capital et donc soumise aux dispositions du droit commun relatives aux valeurs mobilières de placement. Bien que ces dispositions favorisent l'investissement de manière générale, elles demeurent insuffisantes pour créer une dynamique du secteur de CI, véritable catalyseur du développement des PME.

Ainsi, l'absence d'un cadre spécifique au CI est, non seulement, non encourageant, mais en plus pénalisant pour le secteur. En effet, la structure de financement par fonds propres à travers des organismes de CI induit une double imposition dans le cadre des dispositions du droit commun. Les revenus qui remontent de la PME vers l'OCI subissent une première imposition dans le résultat de ce dernier, avant de supporter une deuxième taxation dans la main des investisseurs. Même si certaines dispositions de droit commun sont destinées à l'encouragement de l'investissement, elles demeurent insuffisantes.

Cette situation entraîne inévitablement un surcoût de l'investissement et, par conséquent, une dégradation de la rentabilité des fonds investis.

2.2.6-Sur le plan comptable et financier

En l'absence de dispositions comptables spécifiques au CI, les OCI se conforment aux dispositions du PCN. Cependant, dans la pratique, certains professionnels ont du mal à voir leur chiffre d'affaires, représentant de leur exploitation, passer en bas du compte des produits et charges (CPC). En effet, ce chiffre d'affaires est composé essentiellement de dividendes et plus values provenant de leurs participations, enregistré dans le résultat financier et non courant, et non dans le résultat d'exploitation.

Par ailleurs, sur le plan financier, il est regrettable de constater l'absence d'un marché financier dynamique et actif représentant la sortie privilégiée du CI.

La non prolifération du CI résulte en Algérie d'un autre facteur exogène ayant trait à la réglementation comptable. En effet, les PME ne sont pas tenues de représenter régulièrement leurs états financiers et ne sont pas formalisées d'une tenue correcte de comptabilité, ce qui aggrave la situation des organismes de CI et double le risque de financement.

II.3-Les contraintes culturelles : la non maîtrise d'une relation d'agence

3.1-Le problème des mentalités et de la culture d'entreprise

Nous relevons ici un problème de mentalité et de culture financière. En effet, l'esprit d'entreprise, le goût au risque et le sens de l'innovation financière sont nombre d'éléments ne faisant pas partie de la culture de l'agent économique algérien.

« *Les entreprises dans les pays en développement ont une dépendance forte vis-à-vis du financement externe, notamment le crédit bancaire, l'excès de l'endettement est la conséquence logique et fatale de l'insuffisance des capitaux propres des entreprises depuis leurs créations* »¹. Les firmes algériennes présentent ces mêmes caractéristiques auxquelles nous pouvons rajouter l'instinct peu schumpetérien de l'entrepreneur algérien et son environnement socioculturel. Une observation attentive de l'environnement du CI dans son pays natal à savoir les Etats-Unis montre l'importance de l'esprit entrepreneurial et la forte culture d'entreprise dans la promotion du CI. Ainsi, un contexte culturel qui valorise l'esprit d'entreprise et le goût du risque sont élémentaires pour le développement du CI.

¹ Dieng S. A., le capital-risque en Afrique subsaharienne : caractéristiques, problèmes et perspectives, la revue du financier N 129-130, Mars 2001 ; pp. 53-65.

Le CI dans les pays en voie de développement se trouve essoufflé par plusieurs formes de réticences dont la plus significative tient à la mentalité de l'entrepreneur caractérisée par « *la méfiance des promoteurs qui demeurent réticents à ouvrir leurs capitaux au public, ils veulent rester maîtres chez eux et acceptent difficilement des partenaires privés autres que les établissements financiers* »¹.

Le rapprochement d'un investisseur capitaliste et d'un entrepreneur à la tête d'une société non cotée n'est pas un acte de financement désincarné, mais une association pour réaliser un projet, pour mettre en œuvre une stratégie commune (Nouvellet D, op.cit, p 181). C'est une forme de mariage pour le meilleur et pour le pire. Il convient donc que les deux parties s'entendent parfaitement sur ce qu'elles vont faire ensemble, qu'elles partagent la même conception des choses, la même culture, voire la même éthique. En d'autres termes, le financement par CI est avant tout un « produit culturel ».

Donc, la favorisation de l'esprit d'entreprise doit constituer un objectif de politique économique. Celui-ci n'est pas une qualité qui serait limitée aux seuls entrepreneurs. Si la société souhaite développer un esprit d'entreprise, elle doit agir sur elle-même de manière cohérente, en s'adressant à l'ensemble de ses composantes, sans exclusivité. Il faut avant tout établir un effort coopératif à grande échelle pour la réussite de l'entrepreneur innovateur. Cet effort ne peut porter fruit que si les chercheurs, les ingénieurs, les gens d'affaires, le gouvernement et le public en général reconnaissent l'importance de l'entrepreneur innovateur et acceptent de le promouvoir.

➤ **L'aversion au risque**

Pour des raisons culturelles, les entrepreneurs sont assez réticents à partager leur pouvoir et répartir les tâches entre plusieurs centres de décisions. Il en résulte que les dirigeants ont souvent une appréciation erronée du risque à prendre, et que parfois l'extrême prudence les amène à prendre des décisions déraisonnables.

➤ **L'aversion au changement**

Contrairement à la culture occidentale, et surtout à la culture américaine qui prévaut dans la Silicon Valley, le changement n'est pas la norme dans la culture algérienne. Les entreprises essaient d'empêcher le changement, et ne changent qu'à regret, parfois trop tard, en tous cas sur un mode réactif et non pas proactif. En Algérie, on constate une inertie au changement dans tous les domaines.

Le propriétaire algérien réfute toute participation étrangère car il y voit une perte d'autonomie financière et de dilution des pouvoirs de décision. À trop se fier à ses compétences polyvalentes, il s'érige en unique centre de décision s'empare ainsi du pouvoir économique et du pouvoir juridique. Or, pour qu'une PME réussisse grâce à un financement par le CI, elle doit procéder à un alliage d'une multitude de technologies, de savoir-faire et autres composantes. C'est un tel montage qui a permis au CI américain de réaliser des « success stories ».

¹ Khelil I., L'introduction de la technique du capital-risque en Tunisie, allocution du gouverneur de la Banque Centrale au séminaire sur le capital-risque, Tunis, Octobre 1988.

Le CI est un « agent de changement » qui fait évoluer les mentalités et le management et développe « l'entrepreneurship » : c'est donc un acteur clé pour le développement et pas seulement une source de financement parmi d'autres (Nouvellet D, 2008).

➤ **La personnalité de l'entrepreneur**

Faute de moyens financiers importants, les gérants de PME ne s'entourent pas de cadres compétents pour renforcer leur capacité de gestion ou compenser leurs lacunes techniques en matière de marketing, comptabilité, finance, approvisionnements, production ou gestion des stocks.

➤ **Les freins psychologiques de l'entrepreneur**

Les motivations psychologiques de l'entrepreneur constituent parfois un frein sérieux au développement de l'entreprise. En effet, pour des raisons de statut social, prestige, d'indépendance,...l'entrepreneur-proprétaire refuse de céder une part de son capital parce qu'il ne tolère pas une immixtion dans sa gestion et qu'il souhaite léguer à ses descendants l'affaire à laquelle il a consacré toute sa vie.

En bref, le développement du CI passe nécessairement par un changement progressif du comportement et des mentalités de nos entrepreneurs et par une sensibilisation sur les avantages de ce mode de financement.

3.2-Le caractère familial de l'entreprise : La SARL, l'autre souci

Le tissu industriel et commercial des PME (et même de certaines grandes entreprises) en Algérie est composé essentiellement de sociétés à caractère personnel et familial qui trouve sa justification « dans le maintien du secret des affaires dans le cercle familial ».

En fait, c'est la nature juridique de la majorité des entreprises algériennes qui pose aujourd'hui problème, car près de la moitié (49,28%) des sociétés inscrites au niveau du Centre national du registre du commerce à la fin de l'année 2010 sont des SARL, contrôlées et gérées essentiellement à un niveau familial, alors que les SPA ne représentent que 4,6% des entreprises inscrites au Conseil National du Registre de Commerce « CNRC ».

Le statut familial des PME privées algériennes risque de contrarier le développement de ce type d'instrument financier. Le directeur général de l'ANDI soutient que 50% des déclarations des projets d'investissement le sont sous forme de personne physique et parfois pour de gros investissements. « Ce type d'entreprises, me semble-t-il, ferme la porte à l'intervention de fonds d'investissement » (Baghdadli, 2010)¹. Le directeur général de l'ANDI estime que le manque de ressources expertes et la faiblesse du système d'information sont des obstacles à l'élargissement de ce type d'intervention financière.

Ce type d'entreprises présente certes des avantages immédiats, dont une forte solidarité entre les membres de la société, un réseau de communication interne simple et par conséquent une flexibilité et une rapidité dans la prise de décision décentralisée.

Cependant, cette caractéristique présentent certains inconvénients dont principalement l'imperméabilité à des compétences externes à la famille, l'absence de vision et d'orientation stratégique, la fragilité de la structure financière qui s'appuie uniquement sur les ressources de la famille (autofinancement) et une organisation concentrée autour du père de la famille (le modèle à acteur unique de la prise de décision).

¹ : In EL MOUDJAHID du 18 mars 2008.

Cela induit une application restreinte de la loi, car la notion de SPA qui traduit la véritable volonté d'investissement est réduite par rapport à celle de la SARL qui représente, en revanche, plus une forme de régulation familiale (Djerrad. D, 2010)¹. D'après, Omar Bélaïd, PDG de la FINALEP, « *il y a beaucoup de sociétés chez nous qui ont un caractère familial et qui n'ont pas cette volonté d'ouverture de capital. C'est un travail à faire pour ancrer dans les mentalités l'idée du CI. Ce n'est pas encore dans la culture managériale algérienne. Il y a l'actionnariat familial qui domine, alors que nous cherchons des SPA* » (*).

3.3-L'absence d'une culture managériale

Dans de nombreuses PME, le défaut d'une culture managériale constitue une sérieuse menace au développement des performances de celle-ci. Les dirigeants sont souvent désignés non pas sur la base de critères objectifs de compétence, mais par leur appartenance à la famille, l'adhésion aux idées du patron, le lien avec un groupe influent, les interventions,... Dans ces conditions, l'entreprise se retrouve entre les mains d'un staff moins compétent qu'il pourrait l'être.

Par malheur, l'abrogation de l'article 104 de l'ordonnance 03-11 du 26 août 2003 n'a pas tout résolu car d'autres obstacles subsistent. Selon Benkhalfa A (2010, op.cit), « *la création de SCI est une ouverture de capital qui exige de la part des chefs d'entreprise un nouveau comportement managérial. Il faut qu'ils acceptent l'entrée dans leur capital de partenaires externes. Il faut également une grande maîtrise de l'information et surtout des possibilités de sortie du capital pour les investisseurs.* » Or, sur ce dernier point, les choix ne sont pas nombreux, la bourse étant une option de sortie mais, son «faible développement» l'empêche d'être une option sérieuse, ce qui laisse une possibilité de sortie du capital «à travers le gré à gré».

3.4-Le manque de transparence de l'information

Le nombre de dossiers de crédit rejetés par les banques révèlent que les entrepreneurs ne font jamais appel à des bureaux d'étude pour la préparation de leurs dossiers bancaires, alors qu'il est communément admis qu'un dossier ou un contrat de crédit contient des aspects juridiques dont seuls les initiés sont au courant.

C'est pourquoi le capital investisseur juge généralement les informations fournies par le promoteur insuffisantes et ambiguës. D'ailleurs la plupart des dossiers présentés sont incomplets et ne répondent guère aux conditions normales de recevabilité.

Ainsi, la non-transparence de l'information ne permet pas d'instaurer un climat de confiance entre le capital investisseur et l'entrepreneur et aboutit dans la plupart des cas au rejet du dossier de financement.

3.5-La faiblesse des fonds propres et de l'autonomie financière

Les études sur les PME (notamment celles réalisées par le ministère de la PMEA) ont permis de confirmer la sous-capitalisation des entreprises d'une part et un déséquilibre financier d'autre part.

¹ : In EL MOUDJAHID du 18 mars 2008, Op.cit.

* - In « El WATAN économie », du lundi 19 au dimanche 25 novembre 2007.

Nous nous trouvons devant une situation paradoxale où le propriétaire (entrepreneur) cherche à conserver son autonomie de décision et refuse d'ouvrir son capital à des partenaires, au moment même où sa dépendance vis-à-vis des banques atteint des proportions alarmantes. Il s'agit en effet d'une autonomie fictive et fragile qui freine considérablement la croissance de l'entreprise.

Par ailleurs, le succès de l'entreprise est rapidement utilisé pour améliorer la situation financière de la famille qui s'enrichit alors que l'entreprise s'appauvrit. Avec le temps, l'appareil de production devient obsolète et l'entreprise perd sa compétitivité sur le marché.

Cette situation explique le taux élevé de « mortalité infantile » des entreprises familiales algériennes ; ce qui explique en grande partie, ce que rapportent les statistiques, sur la disparition de plus de la moitié des entreprises au bout de leur première année d'existence.

Nous pouvons citer d'autres contraintes et obstacles au développement du CI en Algérie.

➤ **L'absence d'une base de données qualitative et quantitative sur l'activité des entreprises en général** : En effet, le manque d'informations financières sur les entreprises par secteurs d'activité, pénalise les capital-investisseurs dans l'étude et l'analyse des projets qui leur sont présentés. Rappelant qu'en France, par exemple, il existe au moins la centrale des bilans consultable à volonté, et qui offre des comparables dans divers secteurs d'activité.

➤ **L'absence d'un code déontologique de la profession de CI** : Ceci est un véritable handicap à la professionnalisation du métier et à l'instauration de pratiques et d'éthiques qui assureront l'intégrité du milieu.

➤ **L'absence d'un coordinateur et initiateur d'actions** : Pour la défense des intérêts des professionnels du CI, il faut créer un organisme spécialisé ; à l'image de l'European Venture Capital Association « EVCA », l'Association Française des Investisseurs en Capital « AFIC » en France, et l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital au Maroc.

II.4-Les contraintes du CI en Algérie et la phase de développement du projet

Les problèmes actuels de l'industrie du CI concernent les différentes phases d'investissement : la levée de fonds, la sélection de projets, l'investissement et surtout la sortie.

4.1-La phase de levée de fonds : La fiscalité en tant qu'un excellent catalyseur

Le capital investissement est une activité financière marquée par l'influence de l'Etat : les phases d'accélération des investissements résultent de réformes fiscales favorables au développement du CI. A titre d'illustration, il convient de rappeler que les investissements américains en capital investissement ont fortement augmenté au début des années 80 suite à la diminution des impôts sur les plus values en 1978 pour diminuer à la suite de la réforme fiscale de 1986 beaucoup moins favorable.

Les soutiens à l'activité de CI représentent un ensemble diversifié et complexe de mesures dont l'efficacité est difficile à appréhender. On peut diviser en trois catégories les mesures que les Etats peuvent développer pour inciter à la pratique du CI :

❖ *Les apporteurs de capitaux* : investissements dans des SCI, création de fonds de fonds ;

- ❖ *La mise en place d'incitations financières* : les garanties sur les prêts des institutions financières;
- ❖ *Le développement d'incitations fiscales* : mesures de crédit d'impôt pour la création d'entreprise innovante, allègements fiscaux pour certains investissements dans des FCP...

4.2-La phase d'investissement : De réelles contraintes ressenties

Une fois la levée de fonds effectuée, la SCI aborde la phase d'investissement. A ce stade, elle rencontre quatre séries de difficultés : le manque d'opportunités d'investissement, l'insuffisance de la transparence comptable, l'interdiction d'effectuer des opérations majoritaires et l'absence de garanties pour les crédits d'accompagnement. Ces contraintes relevées diffèrent d'une catégorie de SCI à une autre.

4.2.1-Le problème d'insuffisance des opportunités d'investissement

Ce problème est commun aux SCI, toutes catégories confondues. D'abord, la diminution de l'investissement privé a sensiblement affecté la situation financière des sociétés d'investissement et leur rythme d'investissement. Avec une croissance marginale, l'investissement privé devient un problème de grande envergure pour l'économie nationale. De plus, limitées de manière plus ou moins exhaustive dans leur champ d'action, les SCI se retrouvent en pénurie des projets à la fois innovants et rentables et se voient parfois obligées de canaliser leurs fonds vers des investissements peu générateurs de valeur ajoutée.

4.2.2-Le problème de l'absence de la culture du « Private Equity »

Si les capital-investisseurs présents sur le marché algérien ne jouent pas vraiment le jeu de véritables financiers du risque, les promoteurs, de leur part, sont enclins au financement bancaire et au maintien d'une structure fermée de leur entreprise « familiale ».

4.2.3-Le problème de la transparence comptable

Ce problème ne se pose pas de la même manière aux quatre catégories de SCI. En effet, celles issues de groupes privés contrôlent, par ailleurs, les affaires où elles participent et n'ont donc aucun problème nouveau de ce point de vue. Par contre, les sociétés d'investissement issues des banques, ayant la plupart du temps effectué un portage, connaissent, au moins en théorie, le prix et le calendrier de leurs « sorties », quels que soient les résultats affichés de leur participation en question et les degrés de transparence inhérents. A l'opposée, le problème de transparence est au cœur du succès ou de l'échec des SCI indépendantes et des SCI régionales, fonctionnant sans portage. En effet, si les états financiers de leurs participations qui connaissent un vrai succès, ne traduisent pas fidèlement et complètement les bons résultats, les SCI qui auront nécessairement fait de moins bons projets par ailleurs, ne pourront pas, elles-mêmes, afficher une rentabilité acceptable.

En tant qu'acteur économique et social toute entreprise se doit aujourd'hui de rendre des comptes sur son activité, ses méthodes, son comportement, au risque de voir remettre en cause son existence. Les crises médiatiques subies par Nike (travail d'enfants), Total (Erika), Andersen Consulting (Enron), Buffalo Grill (vache folle), sont là pour nous rappeler que les entreprises, aussi puissantes soient-elles, peuvent être confrontées au risque d'opinion et au devoir de responsabilité. Le mouvement d'exigence éthique vis-à-vis de l'entreprise est aujourd'hui une tendance profonde de notre société.

Tous les segments de l'industrie du CI, depuis les fonds de CR en passant par les fonds de LBO jusqu'aux fonds de retournement, sont concernés au premier plan par l'intégration de la problématique de l'investissement socialement responsable.

4.2.4-Le problème du manque de protection légale

L'interdiction faite aux SCI de détenir la majorité ainsi que l'obligation de « rétrocéder » ses titres au promoteur, renforce l'opinion que ces sociétés d'investissement jouent un rôle passif. Dans la réalité, le pacte d'actionnaires n'est pas officiellement reconnu par le législateur algérien et, il n'existe pas de jurisprudence spécifique au métier. Les conventions, contrats, pacte d'actionnaires et autres documents ne sont pas exécutoires de manière efficiente. Ceci constitue une grande défaillance pour les actionnaires minoritaires que sont les SCI.

4.3-La sortie : Une problématique qui handicape l'entrée

Les obstacles rencontrés par les SCI, au cours de cette troisième phase de leur activité, viennent en grande partie du fait qu'une participation minoritaire est toujours plus difficile à vendre qu'une participation majoritaire. Ceci est d'autant plus vrai, que le marché boursier Algérien, voie de sortie par excellence des participations minoritaires, rencontre aujourd'hui des difficultés qui font que les introductions ne sont pas aisées. En effet, la sortie via le marché boursier reste encore absente sur la place algérienne. Elle est par contre la sortie de prédilection chez les anglo-saxons permettant de maintenir le management en place et de lever de nouveaux fonds pour les sociétés introduites en bourse. Les cessions se font généralement sur des marchés secondaires ou alternatifs créés à cette fin.

Par ailleurs, pour ce qui est des sorties plus sophistiquées (type LMBO)¹, la place algérienne est encore peu familière avec ces techniques et les banques peu enclines à s'engager dans de tels montages. En Algérie, aucune opération de ce genre n'est à signaler, alors qu'en Tunisie une seule opération du genre a été réalisée, par la SICAR « Tuninvest », en 2004.

II.5-Les contraintes liées au cheminement du traitement d'un dossier de participation : Une parfaite illustration de la théorie des coûts de transaction

Les procédures de traitement des dossiers de financement sont pratiquement les mêmes pour toutes les sociétés de capital investissement (SOFINANCE et FINALEP en particulier). Nous relevons toutefois quelques différences relatives à la nature même de la structure de financement.

Nous essayons dans ce qui suit de présenter une procédure standard de traitement d'un dossier de participation. Il est toute fois important de signaler que le schéma présenté ci-après est en grande partie inspiré du mode opératoire propre à la FINALEP :

5.1-L'étude du dossier

Cette phase est très importante puisque elle détermine la suite à donner à la demande de financement. Elle est subdivisée en cinq sous étapes.

¹ Leverage Management Buy Out (LMBO) : Montage financier qui consiste à vendre la participation de l'Organisme de Capital Investissement à une holding qui s'endette auprès d'une banque.

5.1.1-La sélection des demandes^(*)

Le chargé d'affaires devra en cette étape décider conjointement avec le Directeur Général de la suite à donner au dossier en question.

Si la demande de financement ne correspond pas au mode opératoire de la Société de Capital Investissement, il y aura systématiquement rejet assorti d'un justificatif à l'intention du promoteur.

Par contre, si la demande est acceptée, le chargé d'affaires soumettra partenaire (l'entreprise choisie) une copie de l'imprimé relatif à la prise en charge du dossier par l'organisme (annexe n°1). En cas d'accord mutuel, un protocole d'accord (annexe n°2) sera signé et c'est à ce moment là que la structure de financement prendra en charge l'étude du dossier qui lui à été soumis.

Pour la SOFINANCE, un accord préalable (annexe n°3) délivré par le CPE (Conseil des Participation de l'Etat) est indispensable pour la suite à donner au dossier.

Toutefois, des vérifications d'usage (annexe n°4) s'imposent lors de la remise de l'étude de faisabilité.

5.1.2-La réception de l'étude de faisabilité

L'étude de faisabilité regroupe une étude de marché, une étude technique ainsi qu'une étude économique et financière (annexe n°5).

Généralement, l'étude de faisabilité est élaborée par le promoteur, mais elle peut aussi être réalisée par le chargé d'affaire exclusivement ou en collaboration avec le promoteur du projet.

En général, deux chargés d'affaires sont désignés pour conduire les réunions de travail avec le promoteur. Le premier aura pour tâche d'étudier l'affaire et de préparer les dossiers de prise en considération et de participation, soumis ultérieurement à l'approbation du Comité Exécutif et de l'Assemblée Générale. Le deuxième est régulièrement tenu informé de l'évolution du dossier afin de palier toute éventuelle défaillance du premier chargé d'affaires. Par conséquent, chaque réunion tenue, fera l'objet d'un compte rendu destiné au Directeur Général.

5.1.3-La première réunion du comité interne

Ce comité est composé du Directeur Général et des deux chargés d'affaires et a pour mission d'examiner des affaires destinées à être présentées au Comité Exécutif pour une prise en considération.

Il s'agira lors de cette réunion de combler les lacunes que peut présenter l'étude réalisée et de répondre aux éventuelles questions susceptibles d'être posées par les membres du Comité Exécutif.

* - Au niveau de la sélection des affaires, la SCI doit mettre en œuvre une technique de repérage de dossiers et d'expertise des projets retenus pour permettre d'identifier les projets ayant un potentiel de croissance élevé. Aussi, pour développer cinq activités dont une peut être une belle réussite, il faut raisonner sur le montage financier d'une bonne dizaine de dossiers, ce qui nécessite l'identification d'une bonne cinquantaine de projets et des contacts auprès d'une centaine d'entreprises ou de « porteurs d'idées ». Au total, sur dix projets identifiés, un seul bénéficie d'un soutien financier effectif. Ce taux de 10% de dossiers retenus se retrouve dans tous les pays industrialisés (Lachmann J, 1996).

5.1.4-La prise en considération

L'étude de la faisabilité, revue par le comité interne, ainsi qu'une fiche récapitulative sont soumises au comité exécutif pour une prise de considération. Le comité exécutif se prononce soit en donnant son accord pour la poursuite de la procédure soit en rejetant l'affaire.

Dans les deux cas, une note sera adressée au promoteur, avec la conclusion du comité exécutif.

5.1.5-La deuxième réunion du comité interne

Avant convocation du conseil d'administration pour la prise de participation, le comité interne de la société se réunit une seconde fois, afin d'évaluer le dossier qui lui sera présenté en prenant en considération les remarques formulées par le Comité Exécutif de la société commune.

La phase de l'étude de dossier engendre des coûts de transactions pour le capital investisseur, appelés les coûts de la recherche et sélection des entreprises à financer. De son côté l'entreprise candidate au financement supporte les coûts de rédaction de l'étude de faisabilité et de business plan.

5.2-La prise de participation

Le Conseil d'Administration doit prendre une décision quand à sa prise de participation dans le projet qui lui a été soumis. Il peut, par conséquent, formuler un accord favorable assorti ou non de réserves, il peut, aussi, rejeter le dossier en présentant des justificatifs insérés dans le texte du procès verbal.

En cas d'accord, la Direction générale est mandatée par le Conseil d'Administration pour la signature du pacte d'actionnaires et des statuts. La Direction Générale est également chargée de la gestion des modalités de libération du capital.

5.2.1-La signature du pacte d'actionnaires (annexes n°6)

Le pacte d'actionnaires est signé par l'ensemble des actionnaires dans l'intention de formaliser les futurs rapports qu'ils viendront à entretenir mutuellement.

Il servira à déterminer : le type de société à créer (SPA), la quote-part de chacun des actionnaires, le nombre d'administrateurs, la désignation contractuelle des commissaires aux comptes, les modalités de sortie et les repreneurs potentiels.

Les actionnaires minoritaires voient dans le pacte d'actionnaires la possibilité de protéger leurs intérêts.

Le pacte d'actionnaires fait supporter au capital investisseur des coûts de rédaction du contrat comme les frais de notaires.

5.2.2-La souscription à la garantie de passif (annexe n°7)

La garantie de passif est mise en place par les entrepreneurs actionnaires majoritaires de la société créée, en faveur de la société de capital investissement. Elle a pour objet de garantir tout ce qui n'a pas été annoncé et tout ce qui n'est pas repris dans le bilan.

La garantie de passif engage les dirigeants de la société créée, à dédommager le capital investisseur à l'occasion de moins-value enregistrée suite à la survenance d'éléments dont on a omis de faire mention à l'avance et non pris en compte dans la valeur de négociation.

Il existe une valeur planchée pour la garantie de passif en deçà de laquelle elle ne peut être mise en jeu et une date de validité, fixés lors de la mise en place de cette garantie.

5.2.3-La recherche d'éventuels partenaires financiers

Des démarches en direction des banques commerciales seront entreprises, et une demande de crédit sera introduite auprès de la banque retenue, afin d'assurer des financements complémentaires si cela s'avère nécessaire. Cette étape engendre des coûts de recherche et de sélection des partenaires financiers.

L'un des partenaires se chargera de suivre la procédure bancaire en contre partie d'une rémunération préalablement convenue avec les autres associés. Cette rémunération est considérée comme des coûts de transaction (coûts d'incitation) supportées par le capital investisseur ou le porteur du projet.

5.2.4-La création de société conjointe

Généralement, la phase « création » est prise en charge par le promoteur du projet (le candidat au financement) : signature des statuts, publication au Bulletin Officiel des Annonces Légales (BOAL), immatriculation au Centre National du Registre de Commerce (CNRC), demande d'avantages auprès de l'ANDI, dossier bancaire,...

Toutefois, à titre de service en faveur de la société créée et pour témoigner de son implication dès le départ, la Société de Capital Investissement (SCI) peut accomplir les tâches suivantes :

- L'élaboration des statuts avec le notaire ;
- La réalisation du dossier ANDI ;
- La recherche d'autres ressources de financement.

5.2.5-Le suivi de la participation

A la création de la société conjointe, la Société de Capital Investissement (SCI) désigne un représentant au sein du Conseil d'Administration qui se chargera du suivi. Ce dernier devra tenir une fiche qu'il doit mettre, régulièrement, à jour (en fonction des Conseil d'Administration tenus et/ou d'événements survenus). Ce suivi revient à apporter une valeur ajoutée à l'entreprise financée dans tous les domaines de la gestion. Il s'agit pour le capital investisseur d'opter pour une stratégie « hands on » ou carrément « hands in ». Donc, le capital investisseur ne va pas se contenter d'apporter son financement, mais il apporte aussi son carnet d'adresses, son expertise. Dans cette étape, le capital investisseur engage des frais de surveillance pour suivre sa participation.

Par ailleurs, chaque chargé d'affaires d'une société de capital investissement est censé suivre au maximum une dizaine de participations par années (moins si les projets sont importants ou à problèmes) et seules deux à trois nouvelles propositions peuvent être amenées par années, ce qui induit un coût annuel en frais de suivi et d'accompagnement estimé à 1,2 million de francs à la charge de la société de capital investissement (Lachmann J, 1996). Il convient de réduire ces frais par des mesures publiques appropriées.

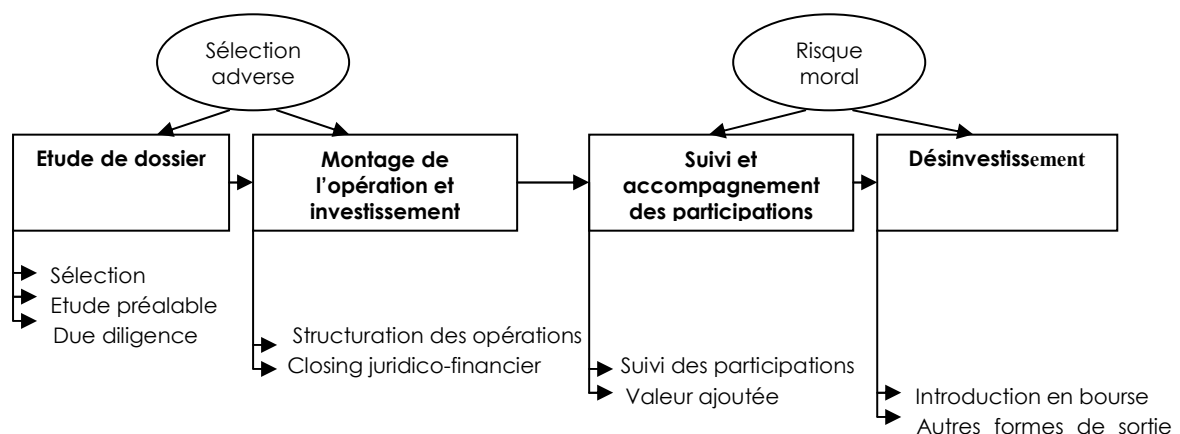
5.3-Le désinvestissement

C'est la phase finale de tout investissement d'une société de capital investissement. Il correspond à la sortie du capital investisseur de l'affaire. Le pacte d'actionnaires signés précédemment par l'ensemble des parties prenantes formalise les modalités de sortie (l'échéance et le canal de sortie). Cette dernière peut s'opérer par introduction en bourse de la société cible ou par reprise de l'affaire par le promoteur fondateur ou d'autres industriels ou financiers. A ce stade du partenariat capital-investisseur/entrepreneur, les actions sont supposées avoir acquis la maturité suffisante pour valoriser au maximum la valeur de la cession (Bouatouata. K-E, 2005, op.cit).

Il consiste à mettre en œuvre un mécanisme de sortie qui doit satisfaire deux objectifs : d'une part, la réalisation de plus-values par les intermédiaires financiers spécialisés (les SCI) qui ont contribué au développement de la firme et, d'autre part, la possibilité pour l'entreprise d'accéder à d'éventuels relais de financement qui lui permettront de poursuivre sa croissance.

Le processus d'investissement et de sélection de projets en vigueur dans l'activité de capital investissement, en particulier au sein de la FINALEP, est représenté de manière succincte à la figure 19 :

Figure n°22 : Le processus du financement par capital investissement de la FINALEP



Source : Conception personnelle à partir des données de la FINALEP.

Le processus de prise de décision dans le CI peut être décomposé en deux périodes (Chérif, 2003) :

- *La phase préfinancement* : elle est caractérisée par une forte asymétrie d'information entre le manager de la PME et le capital investisseur. Ce dernier investira du temps et de l'argent pour réduire au minimum cette asymétrie : c'est la phase de sélection (screening), fondée sur une analyse approfondie du business plan afin d'en dégager les points forts, les points faibles et les opportunités.
- *La phase post-financement* : elle se caractérise par des conflits d'intérêts potentiels et une activité de contrôle et de suivi (monitoring) très poussée du capital investisseur. Les aspects non financiers jouent ici un rôle fondamental dans la création de valeur. Durant cette phase, les deux parties officialisent leur partenariat par un pacte d'actionnaires (contracting).

Section III : Les atouts et les perspectives du CI en Algérie

Nonobstant les contraintes et les difficultés citées plus haut, la situation économique actuelle en Algérie présente certains aspects propices au développement de ce mode de financement. En effet, il y a des indices qui montrent que le capital investissement peut être lancé dans notre pays (Belaid O, 2006, *ibid.*).

III.1-L'évolution du rôle économique des PME algériennes

Les PME algériennes ont été marginalisées jusqu'à la fin des années quatre vingt au profit de la grande entreprise. Elles ont évolué dans un milieu totalement défavorable, et étaient concentrées sur des activités de transformation courante et à très faible valeur ajoutée et intensité technologique. Ce n'est qu'à partir de l'introduction des réformes économiques au début des années quatre vingt dix en vue d'une libéralisation de l'économie que les pouvoirs publics ont commencé réellement à accorder une attention particulière aux PME.

Le nombre de PME a connu un accroissement significatif durant ces dernières années passant de 280.000 en 2003 à près de 400.000 en 2007, et à 607.297 entreprises à la fin du premier semestre 2010, soit la création de 23.400 nouvelles PME par rapport à 2009 (Ministère de l'Industrie, de la PME et de la Promotion de l'investissement).

Les PME qui cherchent d'autres formes de financement et qui n'ont pas les moyens d'aller en bourse constitue un vivier non seulement pour la FINALEP, mais aussi pour d'autres sociétés de capital investissement à créer (Belaid. O, 2006, *op.cit.*).

A moyen terme, il est prévu de porter le nombre de PME à 1 million tous secteurs confondus, un potentiel à même de susciter l'émergence de plusieurs SCI.

Dans cette optique, le secteur de la PME a bénéficié aussi d'un programme de mise à niveau de la compétitivité industrielle et de développement des services d'appui technologiques et de conseils à l'industrie. L'objectif étant de stimuler l'innovation dans ces entreprises.

Le tableau récapitulatif, ci-dessous illustre, l'évolution globale des PME et en particulier les PME privées dont le nombre est en constante croissance :

- ❖ 24 140 PME créées en 2007.
- ❖ 15 632 PME en 2008 (1^{er} semestre).
- ❖ 23 400 en 2010 (1^{er} semestre).

Tableau n°53 : L'évolution globale des PME en Algérie (*)

Nature des PME	Nombre			Evolution (2006-2007)	%	Evolution (2007-2008) 1 ^{er} semestre	%
	2006	2007	2008 1 ^{er} semestre				
PME privées	269.806	293.946	309.578	24140	8,95	15632	5,32
PME publiques	739	666	637	-73	-9,88	-29	-4,35
Activités artisanales	106.222	116.347	121.853	10125	9,53	5.506	4,73
Total	376.767	410.268	34192	34192	9,08	21.109	5,14

Source : Conception personnelle à partir de différentes statistiques disponibles sur le site du MPMEA, <http://www.pmeart-dz.org>.

* - La définition juridique des PME en Algérie est la suivante : Micro entreprise : 1 à 9 salariés ; Petite entreprise : 10 à 49 salariés ; Moyenne entreprise : 50 à 249 salariés (Ministère de la PME et de l'Artisanat, 2001).

Les réformes amorcées en Algérie depuis les années quatre-vingt ont conduit progressivement à changer la politique économique qui sera désormais fondée sur les forces du marché. Cette nouvelle politique a reconnu pour les PME le rôle important à jouer dans le développement local et national. Dans ce contexte, nous allons analyser l'évolution du rôle des PME dans l'économie nationale à travers : le PIB, la valeur ajoutée et l'emploi. Le tableau 54 nous informe sur l'évolution de la part des PME dans les trois indicateurs pour la période 2001 à 2007.

Les entreprises privées contribuent par une moyenne de 78 % dans le PIB sur la période 2001/2007, notant que cette contribution est en constante évolution, de fait qu'elle a été à concurrence de 53,6 % en 1998 (CNES, 2002). Notant au passage que la contribution de la PME au PIB est de 57 % au Japon, 64,3 % en Espagne, 56 % en France, 44 % en Autriche, 43 % au Canada, 33 % en Australie (OCDE, 2002).

Après avoir représentée uniquement 40 % de la valeur ajoutée totale créée durant les années 1990, la part des PME privées est passée à 87,64 % en 2007, en passant par 84 % en 2002 et 85,90 % en 2005, soit une moyenne de 85,80 %. A titre comparatif, la valeur ajoutée des PME en Union Européenne correspond à 57,6 % du total en 2005.

Tableau n°54 : L'évolution de la part des PME dans le PIB, la valeur ajoutée et l'emploi

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PIB	Valeur*	1 560,2	1 679,1	1 884,2	2 146,7	2 364,5	2 740,06	3153,77
	%	76,4	76,9	77,1	78,2	78,41	79,56	80,80
Valeur ajoutée	Valeur*	1 486,8 1	585,3 1	783,77	2 038,84	2 239,56	2 605,68	2 986,07
	%	85,35	84,68	85,06	85,53	85,90	86,63	87,64
Emploi	Nombre				592 758	888 829	977 942	1064 983
	%				70,69	76,76	78,07	78,57

* : En milliards de dinars algériens.

Source : Etabli par l'auteur à partir des données disponibles sur le site du MPMEA (<http://www.pmeart-dz.org>)

En dynamique, les PME sont responsables de la grande majorité des créations d'emplois sur le long terme. Alors qu'elles représentaient en 1985, 61 % de l'emploi salarié, les entreprises de moins de 500 salariés participent à la création de l'emploi à hauteur d'une moyenne annuelle de 76 % entre 2001 et 2007.

Le rôle des PME va encore se renforcer avec les privatisations, les programmes de soutien à la compétitivité des entreprises, la création d'incubateurs, la révision du code des marchés publics, et d'autres programmes publics.

1.1-Les privatisations¹

La privatisation à grande échelle des entreprises publiques permettra également au capital investissement de s'affirmer à travers sa formule de capital-succesion en apportant aux éventuels repreneurs les fonds nécessaires aux rachats des actifs de ces entreprises.

Les SCI peuvent aider les promoteurs qui veulent acheter, à travers le capital-transmission. Elles interviennent pour aider les privés à acquérir le patrimoine d'entreprises dissoutes. Si ailleurs, la transmission se fait d'un père à un fils, d'un actionariat à un autre, dans notre pays, c'est du public au privé. Ce qui constitue aussi un énorme vivier pour les SCI.

¹ Programme de privatisation de 1200 entreprises : 140 entreprises privatisées à fin 2004 et 300 entreprises en 2005.

Par exemple, le FSIE peut intervenir dans le cadre du processus de privatisation des entreprises publiques économiques en rachetant pour le compte de l'effectif de ces EPE les 10% du capital que leur accorde la loi.

1.2-Les programmes d'appui à la compétitivité des entreprises

L'Algérie a mis à la disposition de ses PME un ensemble de programmes d'appui destinés à booster leur compétitivité. Il s'agit des programmes suivants : le Programme National de l'Amélioration de la compétitivité industrielle, le Programme Euro Développement Pme (MEDA) et le Programme National de Mise à Niveau de la PME.

1.2.1-Programme National pour l'Amélioration de la Compétitivité Industrielle

Ce programme est piloté par le Ministère de l'Industrie. Il a pour objectifs d'améliorer le potentiel de l'entreprise industrielle de plus de 20 salariés et de renforcer sa compétitivité. Il comporte deux phases, la phase Diagnostic et la phase Plan. Pour la période janvier 2002 au 31 décembre 2005, ce programme a réalisé le bilan suivant :

- *La phase Diagnostic* : il a reçu 324 demandes, il a traité 317 en retenant 218 et en rejetant 99 ;
- *La phase Plan* : il a soumis 110 dossiers et traité 96 dont 93 ont bénéficié de la réalisation du Plan de Mise à Niveau. Ce programme a été corrélé par 4 certifications ISO 14000 pour 4 entreprises. (ONUDI, 2006 ; Boughadou, 2006).

1.2.2-Programme d'Appui au Développement des PME (Euro Développement PME)

Le programme EDPme a été lancé à partir de 2002 et a pris fin en 2007. Il est le projet d'appui le plus important en termes de ressources mobilisées, avec un budget de 62,9 millions d'euros. Il vise la mise à niveau des entreprises privées industrielles ainsi que les entreprises qui sont liées au secteur de l'industrie dont la taille est comprise entre 20 et 250 salariés. Le projet est domicilié auprès du Ministère de la PME et de l'Artisanat et financé par ce dernier conjointement avec la Commission Européenne. Il est dirigé par une Unité de Gestion de Projet (UGP)¹ qui a pour missions, la coordination et la gestion opérationnelle des activités du projet. Il dispose d'un siège à Alger et de cinq antennes dans les régions : Alger, Annaba, Ghardaïa, Oran et Sétif. Il est constitué de trois volets :

- **Volet 1 : Appui direct aux PME** : il s'agit entre autres de la réalisation de pré diagnostic, d'actions de mise à niveau dans les entreprises et l'organisation de séminaires de formation. À fin décembre 2007, ce programme a fait bénéficier 445 entreprises d'actions de mise à niveau.

- **Volet 2 : Appui financier** : le projet a fourni un appui à la création d'un Fonds de Garantie des Crédits aux PME (FGAR) et a permis la formation d'analystes des banques algériennes aux techniques d'appréciation des risques entreprise.

- **Volet 3 : Appui à l'environnement institutionnel des PME** : le projet a permis la création d'un Conseil National Consultatif de la PME. Il a aussi financé des formations destinées aux associations patronales et professionnelles ainsi qu'aux chambres de commerce et d'industrie et aux cadres du MPMEA (Boughadou, 2006 ; ONUDI, 2006 ; MPMEA, 2007a).

¹ Composée d'une équipe mixte d'experts européens et algériens.

1.2.3-Le Programme National de Mise à Niveau de la PME

1.2.3.1-Présentation du programme

Afin d'améliorer l'environnement des entreprises de petite taille¹ et de promouvoir leur développement, étant données qu'elles ne sont pas prises dans le cadre des programmes précédents, les pouvoirs publics par l'intermédiaire du Ministère de la PME et de l'Artisanat ont mis en place un programme de mise à niveau co-financé par l'Union Européenne² en l'année 2000. Le but de ce programme est d'améliorer les capacités de production de ces entreprises, une meilleure compétitivité au niveau des prix/qualité et innovation ainsi qu'une insertion dans le marché mondial en vue de l'adhésion du pays en 2010 à l'OMC ainsi que l'accession à la zone de libre échange euro-méditerranéenne (retardée pour 2020). Le financement de ce programme est de l'ordre de 1 milliards DA annuellement.

Pour piloter ce programme, l'Etat a créé l'Agence Nationale de Développement de la PME (ANDPME) par le décret exécutif N° 05-165 du 3 mai 2005 (Boughadou, 2006, MPEMA, 2007a, op.cit).

La mise à niveau, principale condition d'accès au renforcement de la compétitivité des entreprises industrielles, est, avant tout, un processus continu d'apprentissage, de réflexion, d'information et d'acculturation en vue d'acquiescer des attitudes nouvelles, des réflexes et des comportements d'entrepreneur moderne ainsi que des méthodes de management dynamique et innovant. Pour schématiser, la mise à niveau des PME/PMI c'est : « *Des actions de conseil, formation et information pour mener à bien dans l'entreprise les transformations indispensables dans la gestion des hommes et des activités* ». (Programme d'appui aux PME/PMI algériennes : Euro développement PME).

Donc, la mise à niveau est considérée comme un processus continu d'apprentissage pour l'acquisition d'attitudes nouvelles de réflexes et comportements entrepreneuriaux, de management (M. Moussaoui, p.8)^(*). Le programme de mise à niveau se définit comme un ensemble de mesures contribuant au renforcement de la compétitivité des entreprises.

Le programme dispose d'une enveloppe budgétaire de un milliard de dinars/an. Le financement est d'origine publique de budget de l'Etat. Il a été confié à l'ANDPME³. Il cible les PME de droit algérien et en activité depuis deux ans et n'ayant pas de difficultés financières. Il vise à intégrer l'innovation et la veille technologique. Il a pour ambition de s'élargir aux secteurs de la PME non encore ou insuffisamment couverts par les autres dispositifs et l'insistance sur la mise à niveau de l'environnement de la PME et une priorité accordée aux investissements immatériels.

Donc, la mise à niveau, c'est le sésame qui va ouvrir les crédits aux entreprises. En d'autres termes, il s'agit de leur donner les outils et les rendre accessibles aux crédits, cela tient à la bancabilité des projets aussi.

¹ Avec un effectif de moins de 20 salariés, et qui constituent 97% de l'ensemble des PME privées.

² Ceci entre dans le cadre du partenariat entre les pays de l'Union Européenne et les pays Méditerranéens (Programme MEDA).

* - In EL MOUDJAHID du 18 mars 2008, op.cit.

³ ANDPME : Agence Nationale de Développement de la PME, établissement public placé sous tutelle de ministère de la PME, elle est chargée de mettre en œuvre le programme national de mise à niveau des PME et d'assurer son suivi. Elle agit en tant que conseil, chargée d'études et de plate-forme de communication. L'ANDPME assure l'appui à la mise à niveau et son adaptation permanente aux exigences du marché, favorise la promotion du partenariat et l'implication de l'environnement, modernisation de l'entreprise, densification du tissu de la PME, compétitivité, et toutes les autres passerelles de l'aide aux PME.

En Algérie, la mise à niveau appliquée aux entreprises industrielles s'est traduite par :

- ❖ L'adoption de bonnes pratiques de gestion, préalable indispensable à tout progrès,
- ❖ Le renforcement des ressources humaines (encadrement et formation),
- ❖ Une meilleure appréhension du marché et du positionnement de l'entreprise,
- ❖ L'application d'une stratégie de développement,
- ❖ La recherche permanente de l'innovation,

1.2.3.2-Les résultats du programme

Le programme d'appui aux PME/PMI, financé conjointement par la Commission européenne et le Gouvernement algérien, est en charge de la mise à niveau des petites et moyennes entreprises industrielles privées. Il est animé par une unité de gestion, dénommée Euro Développement Pme, comprenant 25 experts permanents (21 algériens et 4 européens).

Ce programme intervient dans trois domaines :

- L'appui direct aux PME/PMI par le biais de diagnostics et d'actions de mise à niveau,
- La facilitation de l'accès au financement bancaire pour les PME/PMI par le soutien aux Fonds de garantie (FGAR et CGCI-PME),
- L'appui sur l'environnement direct des PME/PMI : Ministère de la PME et de l'Artisanat, organisations patronales et associations professionnelles de branche, chambres de commerce et d'industrie, etc.

Les résultats du programme au 31 mai 2007 (après 4 ans et 8 mois d'activité) sont à apprécier en termes quantitatifs et qualitatifs.

Pour l'appui direct aux PME industrielles privées, les résultats sont comme suit :

- **PME mises à niveau**
 - 716 PME sont entrées dans un processus de mise à niveau sur une population estimée à environ 2 150 PME/PMI (soit 33,3 %)
 - 256 PME (35,8 %) ont abandonné après le diagnostic ou le pré diagnostic
 - 18 PME pré diagnostiquées (2,5 %) devraient entrer dans la mise à niveau
 - 442 PME (61,7 %) ont terminé au moins un premier cycle de mise à niveau
- **Actions engagées (total de 2 008 actions engagées depuis septembre 2002)**
 - 552 pré-diagnostics
 - 470 diagnostics
 - 847 actions de mise à niveau
 - 7 actions diverses
 - 133 actions annulées ou abandonnées

Ces actions ont été menées dans toute l'Algérie, dans tous les sous-secteurs de l'industrie manufacturière et accessoirement auprès d'un petit nombre d'entreprises de services liés à l'industrie. Ces actions ont porté sur cinq grands domaines de la gestion de l'entreprise : le management, la production, le marketing, la qualité et la gestion financière et comptable.

En ce qui concerne l'impact de la mise à niveau sur les PME industrielles privées, l'enquête qui a été menée par le MPMEA en avril-mai 2006 auprès de 716 PME/PMI fait apparaître les constats suivants :

- ✓ La mise à niveau ne laisse personne indifférent,
- ✓ L'impact des actions est globalement satisfaisant sur l'évolution de l'entreprise,
- ✓ Cet impact positif se matérialise essentiellement dans l'évolution managériale, l'organisation de l'entreprise et son encadrement, l'implication du personnel. Tout ceci contribue à rendre l'entreprise plus dynamique,
- ✓ Pour beaucoup de chefs d'entreprise les actions de mise à niveau ne sont pas perçues comme la déclinaison d'une démarche globale de qualité ; laquelle vise à améliorer l'ensemble des processus et leurs interactions qui font la valeur ajoutée de l'entreprise,
- ✓ Pour beaucoup de chefs d'entreprise la position concurrentielle de l'entreprise reste difficile à corrélérer avec les bénéfices de la mise à niveau.

Il est encore effectivement difficile de mesurer les effets quantitatifs d'opérations de mise à niveau sur la productivité et la compétitivité des entreprises ; non pas qu'il n'y ait pas augmentation significative de compétitivité, mais parce qu'il est vraisemblable que d'autres facteurs interviennent dans ces variations.

Ce que l'on peut affirmer à coup sûr, c'est que pour la grande majorité des entreprises industrielles privées entrées dans la mise à niveau, on a constaté des augmentations de chiffre d'affaires, de la productivité, des augmentations de personnel, en particulier de cadres, des diminutions de coûts de production, ce qui rend ces PME éligibles au capital investissement (MPMEA, 2006).

1.3-La création d'incubateurs et les pépinières : des organismes au chevet de la PME algérienne

Les incubateurs jouent un rôle déterminant au sein des clusters et dans d'autres formes de concentrations géographiques d'entreprises (à méditer pour la nouvelle ville de Sidi Abdallah). Mais le bon fonctionnement du modèle d'incubation tient beaucoup à l'importance des clusters, qui facilitent le développement de synergies et de réseaux au sein même des différentes catégories d'acteurs et entre elles.

L'incubateur fourni, en plus d'une panoplie de services d'assistance technique et logistique, une offre de services de gestion courante à forte valeur ajoutée (conseil stratégique, marketing et commercial, conseil juridique et financier, mise à disposition de réseaux, aide à la recherche de financements...) qui assure une plus grande aide au lancement des projets qu'ils incubent.

Enfin, compte tenu du rôle central des incubateurs, ceux-ci sont considérés par les Organismes de Capital Investissement « OCI » comme d'excellents pourvoyeurs de dossiers, et jouent donc également un rôle de baromètre de la qualité des dossiers.

En Algérie, en plus des mesures incitatives initiées dans le cadre des différentes lois de finances, les pouvoirs publics ont également procédé à la mise en place de mécanismes pouvant favoriser la pérennité des PME. Sur ce point bien précis, les spécialistes en la matière font savoir que la création d'incubateurs et de pépinières peut être d'un apport considérable au processus de création des PME, ainsi que leur développement.

En matière de création de ces structures, l'année 2009 est plutôt marquée par une phase qu'on peut qualifier de « maturation ». En clair, au niveau du ministère de la PME, les efforts sont à présent concentrés sur les phases de maturation et de réalisation de structures pouvant être d'un apport considérable au processus de création des PME, ainsi que leur développement. Et ces structures d'appui que sont les incubateurs et les pépinières d'entreprises bénéficient d'une intention particulière de la part des pouvoirs publics. Pour preuve, près de 16 centres de facilitation et de 10 pépinières d'entreprises et incubateurs ont été créés en 2009.

Dix autres projets ont été réceptionnés durant le premier semestre 2010. Sept projets sont en cours d'étude ou de formalisation administrative pour leur réévaluation ou restructuration en collaboration avec les services du ministère des Finances. Les six projets restants subiront inévitablement des retards au début de leur lancement et seront décalés sur l'année 2011.

Le coût global financier des différents projets en cours s'élève à 778,5 millions de dinars. Il sera de l'ordre de 1.117 millions de dinars après réévaluation. « Les projets qui seront réceptionnés à la fin de l'année en cours généreront des engagements financiers de l'ordre de 813,9 millions de dinars »^(*).

En d'autres termes, il s'agit d'engager une approche graduelle ciblant les premiers centres de facilitation et de pépinières réceptionnés, en l'occurrence ceux d'Oran, de Tipasa, de Tamanrasset, de Sidi Bel Abbès, de Ghardaïa, de Tébessa et de Bordj Bou Arréridj. Ce ciblage permettra d'implanter les bonnes pratiques de fonctionnement des centres, appuyées par un « benchmarking » approprié, visant différentes actions.

Il est projeté, entre autres, l'élaboration puis la mise en oeuvre de programmes de formation destinés aux ressources humaines des centres de facilitation, l'élaboration d'un guide des opportunités d'investissement selon un format standardisé mais en tenant compte des spécificités locales et régionales et, enfin, l'élaboration des procédures de travail et des guides d'accompagnement et de conseil.

Cette politique d'encadrement et d'accompagnement vise, in fine, l'émergence de profils d'entrepreneurs compétitifs et en parfaite harmonie avec leur potentiel productif dans les filières d'activités innovantes et à forte valeur ajoutée.

1.4-La révision du code des marchés publics

La décision la plus récente dans l'effort de promotion des Petites et Moyennes Entreprises a trait à la révision du code des marchés publics en faveur de celles-ci. Les mesures de modification vont contribuer au développement du secteur. En effet, les modifications du code des marchés publics doivent permettre aux entreprises algériennes d'accéder aux projets de l'Etat. Parmi les modifications figure le lancement d'appels d'offres restreints réservés uniquement aux nationaux visant à encourager les entreprises algériennes à décrocher davantage de contrats, surtout dans les différents programmes d'infrastructures et de construction étatiques.

* - Chiffres repris in La tribune du 28 octobre 2010.

Les modifications porteront particulièrement sur l'augmentation du taux de « *la préférence nationale* » passant de 15% à 25% (*), et sur la possibilité de lancer des appels d'offres exclusivement nationaux lorsqu'il s'agit d'un marché petit ou moyen, alors que le code en vigueur exige des appels d'offres nationaux et internationaux pour tous types de marchés.

Il est prévu également l'encouragement du gré à gré au profit d'entreprises publiques et l'allègement de certaines conditions telles que la caution de garantie et la caution de bonne exécution. Ces nouvelles mesures auront des conséquences positives dans le processus de développement des PME, à en croire les dires de certains experts. A l'image de l'allègement des cautions de garantie et de bonne exécution exigées dans le cadre des projets étatiques, certains experts industriels estiment que ladite mesure est indispensable car les montants des cautions sont exorbitants pour les PME.

1.5-Les autres programmes publics

5.1-Programme de Relance et de Développement Économique 2005–2009

C'est un programme de 55 milliards USD de réalisation d'infrastructures de base telles : autoroute Est/Ouest de 1200 km, construction de 1 000 000 de logements, construction de huit (08) barrages, réhabilitation et réalisation de ports et aéroports.

5.2-Programme 2010-2014

Les objectifs retenus pour la période 2010-2014, visent la promotion de 200.000 PME génératrices, entre autres, d'emplois.

Le secteur de l'industrie, de la PME et de la promotion de l'investissement a bénéficié récemment d'une série de mesures qui viennent renforcer celles entreprises en 2009. En effet, au cours de l'année 2010, un ensemble de dispositions s'est articulé autour du développement des filières industrielles, la promotion de la plate-forme « qualité et sécurité industrielle » et la promotion de nouvelles activités, notamment, celles en relation avec le développement du tissu national de la PME et la recherche de partenariat dans une perspective de transfert de technologies. Ainsi, les politiques déployées, visant à réduire les contraintes liées à la création et au développement de PME, particulièrement celles liées à leur environnement, ont permis d'enregistrer une évolution régulière se situant autour de 25.000 créations de PME/an.

De ce fait, et au titre du programme quinquennal 2010-2014, il est question de consolider les acquis réalisés sur le plan opérationnel par la mise en œuvre des différents programmes de soutien à la promotion et au développement des PME. Les objectifs retenus pour la période 2010-2014, visent la promotion de 200.000 PME génératrices d'emplois productifs.

Toutes ces initiatives sont susceptibles de renforcer le rôle des PME dans le tissu économique national, ce qui va renforcer la demande de capital investissement lorsqu'on sait que les PME sont la cible privilégiée des capital-investisseurs.

* - Le conseil des ministres qui s'est réuni, le 11 juillet 2010, a adopté un décret présidentiel consacrant « une profonde révision » de la réglementation des marchés publics. Le nouveau texte va notamment relever de dix points la marge de préférence nationale dans les appels d'offres qui passe de 15% à 25%.

III.2-Les contraintes et les limites du financement bancaire

Le besoin croissant de financement des PME algériennes couplé au déclin de leur financement disponible par des moyens alternatifs représente une importante opportunité pour le financement par capital investissement.

Le financement des PME par le crédit bancaire (crédit d'investissement ou d'exploitation) s'est souvent heurté aux difficultés pour ces entreprises de satisfaire aux critères d'éligibilité notamment la faiblesse des fonds propres et l'insuffisance voire l'absence de garantie¹.

La présence d'un capital investissement auprès du promoteur tout en levant la contrainte de fonds propres constitue pour le banquier, une forme de garantie, c'est l'effet catalyse du capital investissement. En effet, l'entrée d'un capital investisseur dans l'actionnariat d'une PME est de nature à réduire indirectement le risque d'exploitation, en faisant parvenir aux partenaires de la firme un signal de la qualité du management et du projet d'entreprise (Chérif M, 2003).

Si l'on considère que le capital investissement est en concurrence avec d'autres outils financiers, le déclin de ces dernières années de la disponibilité du crédit de banque aux PME peut être considéré comme une des variables expliquant l'augmentation de l'activité de capital investissement. En effet, les entreprises intéressées par ce type de financement avaient vu une première demande rejetée par les banques. D'autres craignent de fournir d'importants gages de garanties, et de ce fait préfèrent recourir au financement par capital investissement.

En tout état de cause, les restrictions de l'accès au crédit, à travers l'obligation faite aux banques algériennes d'appliquer les règles prudentielles, rend plus que nécessaire le recours des entreprises aux fonds d'investissement et aux capital -investisseurs, pour assurer leur croissance.

2.1-Des exigences bancaires démotivantes

Le niveau général des taux d'intérêt demeure encore assez élevé malgré la baisse sensible enregistrée depuis 1998 conséquemment à la chute du taux d'inflation. Les taux de base pratiqués par les banques majorés de la TVA et autres ratios et taxes et modulés selon le profil du client placent les taux d'intérêt bancaire à un niveau démotivant. Cet handicap en terme de coût est doublé par des rigidités du comportement des établissements de crédit en particulier en ce qui concerne les garanties exigées. Le seuil minimum de fonds propres relatif aux investissements, c'est à dire l'apport initial en capital de l'investisseur est fixé selon les niveaux de 15% pour un investissement inférieur à 2 millions de DA ; 20% si le montant global est compris entre 2 et 10 millions de dinars et 30% pour tout investissement supérieur à 10 millions de DA. Ce seuil minimum appliqué par les banques représente une grande contrainte pour les investisseurs qui n'ont pas eu le temps de réaliser leur « accumulation primitive » et qui sont confrontés à la constitution de fonds propres.

¹ En effet, les banques ne sont pas incitées à prendre des risques compte tenu de leur modalité de rémunération « intérêt » (Guilhon B et Montchaud S, 2008). Plus précisément, deux types d'arguments permettent d'analyser le rejet des PME par ce mode de financement intermédié : l'opacité et les asymétries d'informationnelles et le déphasage entre les critères exigés par les banques et les caractéristiques de ces entreprises (insuffisances des fonds propres et absence d'historique).

En effet, à titre d'illustration, tout projet tant au niveau de l'agroalimentaire (conserverie) ou des matériaux de construction (briqueterie) déploie un coût approximatif de 350 à 450 millions de Dinars, soit un apport de fonds propres de 100 à 135 millions de dinars (Bouacida et Haudeville, 2008). Cet apport en fonds propres dans un projet dont la rentabilité est plus ou moins lointaine, fait que les détenteurs s'orientent vers les alternatives spéculatives qui pullulent dans l'économie nationale tant au niveau de la distribution (ouverture du commerce extérieur) que de la part des institutions financières (bons du trésor...).

Dans la réalité rares seront les projets qui pourraient atteindre dès les premières années d'exploitation un Taux de Rentabilité Interne en adéquation avec les exigences des banques. Les critères d'accès à l'octroi des crédits utilisés par le système bancaire sont encore prioritairement axés sur l'assise financière des promoteurs et accessoirement sur la qualité du projet à réaliser avec une recherche de la minimisation des risques et la couverture maximale par des garanties réelles. Il a été constaté en effet durant la décennie 1990 une tendance à réduire l'endettement bancaire et ce pour des raisons prudentielles. Il a même été question d'atteindre en matière de fonds propres 40% à 50% du coût global des projets d'investissement. Un projet qu'il faut doublement évaluer avec rigueur en y ajoutant une marge de risque pouvant aller jusqu'à 10% du coût en question (D. SAIDI, 1998).

La création d'entreprise se heurte donc au problème d'accès au financement et cela malgré les efforts accomplis dans ce domaine ces dernières années à travers la création des fonds de garantie des crédits et les aides qu'offre l'Etat à la création d'entreprises. Le problème réside dans le fait qu'il n'existe pas comme c'est le cas dans les pays développés, de chaîne continue de financement qui permet aux investisseurs (entrepreneurs) de passer par tous les stades de développement de leur projets en commençant par le micro-financement, l'emprunt personnel, l'emprunt garanti, le capital risque jusqu'à éventuellement l'introduction en bourse.

L'accès au financement des projets d'investissement est une problématique nationale qui persiste depuis de longues années. On peut citer toujours les principaux facteurs qui font obstacles au financement :

2.2-La lenteur de la réforme du secteur bancaire

La réforme du secteur bancaire et financier, malgré les étapes franchies depuis la loi sur la Monnaie et le Crédit (Loi 90-10 du 14 Avril 1990) modifié et complétée reste très en deçà des exigences d'efficacité et d'efficience en matière de crédit et de financement de manière générale.

2.3-Régulation inadaptée aux nécessités d'allocation des ressources

Malgré la forte baisse des taux d'intérêts jusqu'à 6,5% pour l'investissement et 10% pour les crédits d'exploitation, ils n'ont pas suffi à donner une dynamique à l'investissement.

La question de la régulation (fiscalité, crédit, exonérations, ...) demeure ainsi toujours posée. La rigidité des critères et les modalités d'accès au financement : Malgré tous les progrès accomplis en matière de prestation de services, l'accès au financement de l'investissement reste une procédure très lente et ardue, dépassant souvent une année. Les critères de solvabilité et de rentabilité, l'analyse et l'évaluation du risque, le respect des règles prudentielles se conjuguent pour rendre difficile sinon impossible l'accès au financement.

Pour beaucoup de jeunes entrepreneurs, les procédures mises en œuvre pour l'obtention d'un financement sont pénibles voire décourageantes. La prudence des banques est perçue comme une absence totale de prise de risque et que les garanties demandées sont déconnectées des crédits demandés. La complexité des procédures, leur lourdeur ouvre la voie à des comportements contraires à l'efficacité et constituent par conséquent un frein au financement de l'investissement de création d'entreprise.

III.3-Accompagnement des investisseurs étrangers : Ouverture sur les marchés extérieurs

Avec la signature de l'Accord d'association avec l'Union Européenne : juin 2005 et l'évolution du processus d'Adhésion à l'OMC, l'Algérie poursuit son ouverture sur l'économie mondiale, chose qui rassure de plus en plus les investisseurs étrangers.

Dans ce contexte, les entreprises étrangères sont de plus en plus attirées par l'investissement en Algérie puisque l'Investissement Direct Etranger est évalué à un (01) milliard USD en moyenne par an entre 2001 et 2004 dans les secteurs des Finances, Télécommunications, Sidérurgie, Mécanique, Électronique, Médicament...

La FINALEP et la SOFINANCE dont la majorité des investissements sont réalisés en partenariat avec des investisseurs étrangers, aux cotés des promoteurs algériens ont été et seront de plus en plus sollicités pour :

- Faciliter leur contact et les démarches administratives, bancaires...etc.
- Les informer sur les lois et règlements en vigueur en Algérie.
- Participer avec eux dans des opérations de joint-ventures.

L'installation des entreprises étrangères dans le pays est aussi une possibilité. Les sociétés de capital investissement sont sollicitées par beaucoup d'entreprises voulant investir en Algérie, parce que pour elles, la recherche d'un capital-investisseur est fondamentale. Elles ne connaissent pas la réglementation du pays, elles ne cherchent pas seulement un partenaire industriel, mais aussi un financier qui apporte son argent (ressources financières) et son expérience (ressources stratégiques comme le carnet d'adresses).

Dans ce cadre, des partenariats de diverses natures, des forums d'affaires, des foires et expositions, des relations commerciales avec des étrangers sont prévus au profit des PME. C'est le cas des coopérations algéro-italienne et algéro-française qui encourage toujours ce genre de rencontres¹. Un forum d'affaires entre des chefs d'entreprise algériens et leurs homologues italiens et français est organisé régulièrement. Les entrepreneurs italiens et français sont à la recherche d'opportunités de partenariat. Ce sont des opérateurs qui activent dans les secteurs de l'industrie plastique, mécanique, pharmaceutique, l'électroménager, verrerie...

¹ Les PME algériennes vont soumettre 400 projets à leurs homologues italiens. Ce sont des opportunités réelles de partenariat qui seront discutées au cours de rencontres bilatérales programmées entre les entreprises algériennes et italiennes. Les Algériens apprécient la technologie italienne, d'autant plus que l'outil de production fabriqué en Italie occupe une place prépondérante dans la fabrication de produits en Algérie, notamment pour le secteur de l'agroalimentaire. Pour une meilleure efficacité de ces relations, une commission technique chargée de préparer ces projets de partenariat a été installée. Une vingtaine de projets pilotes ont déjà été identifiés. L'action la plus urgente tracée est de trouver le mode opératoire pour le financement de ces projets, et là le capital investissement pourrait être la solution la mieux indiquée.

Douze projets sont en investissement direct d'un montant de 5,3 milliards de DA. Dix-neuf autres sont en partenariat pour une valeur de 5,1 milliards de DA. Ces projets sont lancés dans les secteurs de la sidérurgie, la métallurgie, l'agroalimentaire, le bâtiment, les travaux publics et les services aux entreprises. Pour cela, un accord-cadre de coopération financière a été signé entre la Finalep et la société financière italienne Simest dans le but de soutenir les projets de partenariat et de joint-venture entre les PME des deux pays.

La restructuration du secteur public industriel et marchand permettra aussi de mettre à niveau et d'accélérer la mise en œuvre des programmes d'investissement, pour les transformer en véritables leviers économiques, constituant de puissants outils d'intervention de l'Etat actionnaire.

Dans ce cadre, la promotion des partenariats visera le renforcement des capacités technologiques et la densification du tissu industriel, notamment à travers le développement de la sous-traitance. C'est dans cet objectif que l'ANDI poursuivra la mise en place et la concrétisation de la bourse de partenariats.

Il est utile de rappeler qu'en application des instructions du Président de la République, il a été procédé à l'accomplissement d'une carte nationale de l'investissement pour essayer de mettre en valeur les potentialités et les possibilités de chaque wilaya.

L'Agence nationale d'intermédiation foncière (ANIREF) est appelée à contribuer à l'optimisation de l'offre foncière destinée à l'investissement et à la promotion de nouveaux espaces devenus plus accessibles grâce à la réalisation des nouvelles infrastructures de transport. Enfin, le programme de création et de réhabilitation des zones industrielles et des zones d'activités sera poursuivi.

III.4-La création d'organismes de garantie

4.1-La CGCI

4.1.1-Le bilan de la CGCI

La CGCI a été créée en 2004, mais n'a commencé son action réellement qu'en 2006. en 2007, elle a étudié 200 dossiers de demandes de garantie, un peu plus de 25% seulement ont été acceptés¹. Les rejets l'ont été pour plusieurs motifs. Une chose est sûre, il faut présenter un dossier de qualité pour avoir le sésame.

Tableau n°55 : Bilan des souscriptions à la garantie financière de la CGCI Année 2008

Crédit	% en nombre (dossiers)	% en valeur (crédits garantis)
*crédits ≤ 10MDA	53%	10%
*crédit ≤ 50MDA	35%	35%
*crédit > 50MDA ≤ 200MDA (1)	14%	55%
Total	100%	100%

(1) montant du crédit maximum éligible à la garantie de la caisse.

Source : Par Mr Ammar DAOUDI, PDG DE CGCI-pme lors du colloque sur « Le financement de la PME dans les pays du Maghreb », Alger le 11 et le 12 Mars 2009, P 15.

Le nombre de dossiers acceptés par la CGCI est de l'ordre de 186 représentant un montant d'engagements de l'ordre 2800 MDA garantissant un montant crédit de 5000 MDA.

¹ Chiffres annoncés par M. Daoudi DG de Caisse de Garantie Du Crédit à l'Investissement « CGCI » lors du forum d'EL MOUDJAHID sur la mise à niveau des entreprises tenu le 17 mars 2008, et repris in « EL MOUDJAHID » du 18 mars 2008.

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie

Le directeur général de l'Agence Nationale de Développement de la PME (ANDPME), M. Moussaoui, note que les organismes de garantie FGAR, caisse de garantie (CGCI), ont accordé 300 garanties pour un montant de 29 milliards de dinar (M. Moussaoui, p 9) (*).

Pour M. Daoudi, directeur général de la CGCI, la mise à niveau intéresse beaucoup les banques et les OCI. La qualité des données présentées par les investisseurs aux banques et aux banquiers est déterminante dans l'octroi des crédits.

Il faut assainir le climat d'investissement dans le pays et rassurer les banques. Il s'agit, autrement dit, d'améliorer la relation banques-entreprises qui constitue un grand débat.

4.1.2-Les avantages offerts par la CGCI

Comparée à d'autres dispositifs présentés ci-après, la garantie CGCI au-delà de son caractère de garantie assimilée à une garantie de l'état, offre aux banques et établissements financiers algériens un avantage en termes de coût, de taux de couverture, et de conditions d'indemnisation.

Tableau n°56 : La garantie de CGCI comparée à celle d'autres organismes de garanties d'autres pays

	CGCI-PME Algérie	OSEO ex SOFARIS FRANCE	SOTUGAR Tunisie	CCG MAROC	
Prime	0,5%	0,6%	0,6%	0,4-0,5%	
Couverture	Création	80 %	70%	75%	Max 50%
	Développement	60%	40%	60%	Max 50%
Indemnisation	30 jours après la déclaration du sinistre	En perte finale (après réalisation des sûretés)	Avance de trésorerie Le reste 2 ans après	30 jours après la déclaration du sinistre	
Franchise	-	-	-	-	

Source : Par Mr Ammar DAOUDI, PDG DE CGCI-pme lors du colloque sur « Le financement de la PME dans les pays du Maghreb », Alger le 11 et le 12 Mars 2009, P 17.

4.2-Le FGAR

4.2.1-La mission du FGAR

Le FGAR a un rôle d'accompagnateur des PME pour faciliter leur financement, en complétant l'insuffisance de leurs garanties réelles et personnelles mobilisées pour obtenir des crédits par le partage du risque de leur insolvabilité avec les banques et autres financiers. Le financement bancaire constitue une des contraintes majeures rencontrées par les promoteurs de projets PME qui se caractérisent par des fonds propres limités et un volume insuffisant d'actifs fonciers à hypothéquer au profit des banques. Les pouvoirs publics ont créé le FGAR pour accompagner le financement des investissements avec un objectif intermédiaire de création des PME et leur développement et un objectif final de création de la richesse et des emplois.

4.2.2-Les critères d'éligibilité

La garantie financière du FGAR est limitée en termes de montants entre un seuil minimum de 4 MDA et un seuil maximum de 50 MDA, et en termes de pourcentages entre 10 et 80% de couverture des risques des crédits octroyés.

* - Chiffres annoncés par M. Moussaoui DG de « l'ANDPME » lors du forum d'EL MOUDJAHID sur la mise à niveau des entreprises tenu le 17 mars 2008 et repris in « EL MOUDJAHID » du 18 mars 2008.

Toutes les entreprises manufacturières et de services connexes qui remplissent les critères de la définition de la PME : des effectifs ne dépassant pas 250 employés, un total actif bilan n'excédant pas 500 MDA, un Chiffre d'Affaires qui ne dépasse pas 2 milliards de DA et que leur capital ne soit pas détenue à 25% et plus par un groupe d'entreprises qui ne répond pas à ces critères. Cependant, la priorité est donnée aux PME présentant des projets viables répondant à un ou plusieurs autres critères dont notamment la création d'un nombre d'emplois significatif et la contribution au développement régional du pays.

4.2.3-Les relations entretenues entre le FGAR, les PME, les entrepreneurs et les institutions financières

De par son positionnement stratégique, le FGAR est un organisme d'accompagnement et d'assistance, auprès des PME, plus particulièrement, les plus fragiles d'entre elles, qui se caractérisent par des fonds propres et un patrimoine immobilier limités.

Pour la consolidation de ses relations avec les entrepreneurs, le FGAR est en train de multiplier les contacts avec les associations patronales et les chambres de commerce dont l'objet est de mieux cerner les préoccupations des promoteurs de PME notamment leurs besoins en matière de financement bancaire. Aussi, le FGAR a signé des conventions de partenariat avec la majorité des banques de la place pour partager le risque des crédits avec un objectif à atteindre, une appropriation plus soutenue de la garantie financière par les banquiers et ce, pour le développement du financement des PME.

4.2.4-Le bilan du FGAR

Au 30 juin 2010, le FGAR a garanti 420 projets de PME pour un coût financier global de 47 milliards de DA par l'octroi de garanties de plus de 10 milliards de DA en couverture des risques de crédits de plus de 27 milliards de DA. Le taux moyen de financement des projets, qui ont une capacité de création de 23 229 emplois, est estimé à 57% (Hmissi Y, 2010).

Il faut rappeler que le fonds ne peut aller au-delà de 50% maximum en termes de garantie de crédits d'investissement. Selon Hmissi youcef, directeur général du FGAR, le fonds soutient beaucoup plus les projets en création, ce qui peut constituer une aubaine pour le lancement et la promotion du capital risque. Ainsi sur les 420 projets, 187 sont en création (soit 43,69%). La répartition par secteurs d'activité des dossiers garantis montre que 268 projets, soit 64% du total sont lancés dans l'industrie. Ce secteur est suivi par le BTPH avec 95 projets et la santé 33 projets. Les travaux publics restent le créneau le plus sollicité avec 88 projets dont le montant de la garantie a avoisiné le 1,6 milliard de DA. L'agroalimentaire a enregistré, lui aussi, une demande considérable avec 87 projets d'un montant de garantie ayant dépassé les 2 milliards de DA. Arrivent après, par degré d'importance, les matériaux de construction et la santé. Le plus gros score a été relevé dans la région centre avec 214 projets initiés qui ont nécessité un montant de garantie du FGAR de près de 5 milliards de DA.

Alger est classée en tête, d'autant plus que le nombre de projets lancés est de 117. La capitale dépasse toute la région de l'est qui n'a accompagné que 116 projets avec un montant de garantie de près de 3 milliards de DA. A l'ouest le fonds a couvert une garantie de 2 milliards de DA pour 75 projets.

Toutefois, le bilan du FGAR affiche une faiblesse claire au sud du pays puisque seulement 15 projets ont été recensés pour lesquels l'institution a assuré une garantie de plus de 437 millions de DA.

Le FGAR a signé des conventions avec 7 banques de la place. Depuis 2007, le FGAR n'a reçu que 3 demandes d'indemnisation de la part des banques qui n'ont pas assuré le recouvrement de leurs créances. Le fonds n'a accepté qu'une seule. Une vingtaine d'autres cas de clients ont procédé au rééchelonnement de leurs dettes après négociation avec leurs banquiers. À ce titre un département de suivi a été créé en 2007 au sein du fonds. Tous les six mois, une situation des clients est donnée au fonds par les banques.

A la faveur du conseil de gouvernement, tenu le 04 juillet 2010, qui a dégagé une enveloppe de 5 milliards de dollars pour la mise à niveau de quelques 20 000 PME/PMI sur les cinq années à venir, le FGAR compte finaliser un partenariat avec l'agence nationale de développement de la PME (ANDPME). Cette démarche est en cours d'examen. Le fonds offrira de ce fait le soutien nécessaire aux PME viables qui ont bénéficié de cette mise à niveau. En outre, le FGAR va diversifier ses produits. Il va mettre en œuvre la garantie de crédit d'exploitation pour les entreprises ayant démarré leur activité mais qui n'ont pas prévu de fonds de roulement.

D'autres sociétés se sont également autofinancées, mais ont en revanche besoin de crédits d'investissement. Par ailleurs, la segmentation du marché, qui est entrée en vigueur à partir du 21 juillet 2010, soulagera le FGAR.

Celui-ci verra, par conséquent, sa mission partagée avec le CGCI. Le FGAR couvrira les crédits ne dépassant pas les 50 millions de DA. Si le crédit est égal ou supérieur à 50 ; millions de DA, la garantie sera confiée à la CGCI.

4.2.5-Le FGAR et la mise à niveau

La mission du FGAR ne concerne pas l'encadrement de la mise à niveau des PME mais leur accompagnement financier. A cet effet, le FGAR, dans le cadre du programme de mise à niveau MEDA I engagé entre le Ministère chargée de la PME et la Commission Européenne en 2002, a pu accompagner 138 PME en leur octroyant une garantie financière d'un montant global de 5 098 844 115 DA couvrant les risques de crédits de 12 047 520 715 DA. Ces entreprises ont bénéficié d'au moins une action de mise à niveau (diagnostic, formation, conseil en marketing, conseil en organisation,..). A ce jour, 36 PME ont pu mobiliser les financements de leurs projets. Le FGAR va réitérer cette expérience avec l'Agence Nationale du Développement de la PME « ANDPME », chargée d'encadrer le programme national de mise à niveau de 20 000 PME de 2010 à 2014, avec qui le FGAR va signer prochainement un protocole de partenariat ayant pour objet l'accompagnement financier des PME qui s'inscrivent à ce programme et l'orientation des clients du FGAR nécessitant d'actions de mise à niveau.

III.5-Quelques mesures pour promouvoir le CI en Algérie

L'étude des expériences américaine et française et l'analyse du capital investissement algérien, nous permettent d'esquisser un ensemble de recommandations susceptibles de promouvoir ce mode de financement et de favoriser l'aménagement de l'environnement socioculturel approprié à son essor.

5.1-L'adoption d'une définition propre du capital-investissement algérien

Le concept ne reflète pas la même réalité dans tous les pays même si sa fonction principale demeure le financement des jeunes firmes à fort potentiel de croissance. Ladite définition doit s'employer à tenir compte des particularités des firmes, de la culture et des entrepreneurs algériens.

5.2-La Vulgarisation de l'activité du CI auprès des industriels

Cette initiative a pour ambition d'encourager les industriels à placer leurs fonds dans de telles sociétés ce qui permettra de diversifier les ressources des organismes de capital investissement, d'autant qu'un tel investissement est actuellement considéré comme l'un des meilleures placements en Algérie (vu le taux d'épargne peu attractif et l'état du marché financier).

5.3-L'implication des investisseurs institutionnels

Inciter les investisseurs institutionnels locaux ou étrangers, notamment les banques et les compagnies d'assurance, à s'y engager pour favoriser la révolution du capital investissement. La participation des caisses sociales et les assurances pourraient pallier les insuffisances de fonds et diversifier les ressources davantage.

5.4-La participation des travailleurs

Faire participer travailleurs et salariés aux bénéfices ou au capital de leurs entreprises, leur distribuer des titres à l'instar des stocks option en leur permettant de bénéficier des gains et plus values réalisés¹. Cette forme d'actionnariat est de nature à développer une culture entrepreneuriale et à réduire l'aversion au risque. Ceci permettra éventuellement de pallier l'insuffisance des fonds propres dont souffrent traditionnellement les firmes durant leurs premières années d'existence et motiver les personnes compétentes à s'engager dans le processus du capital investissement.

Dans cette optique, l'encouragement du Fonds de Soutien à l'Investissement pour l'Emploi « FSIE » pourrait être une bonne solution pour renforcer les ressources des capital-investisseurs.

5.5-Intégration de la notion de risque dans les programmes d'enseignement

Il faut repenser et reconsidérer l'échec, et le positiver pour l'admettre en tant que partie indissociable du processus d'apprentissage. Dans ce sens, François Peccaud affirme « ... nous devons donner aux jeunes le goût des horizons inconnus. Pratiquement, au niveau de la recherche et de l'enseignement, il s'agit de choisir des domaines qui ne constituent pas des terres trop souvent labourées... »².

5.6-La création d'un marché boursier

Engager de nouvelles perspectives de sortie pour le capital investissement avec la création d'un marché boursier spécialisé dans les PME qui se révèle nécessaire à l'essor de cette activité.

¹ Technique financière permettant aux salariés ou aux dirigeants d'une entreprise détenteur de ces titres, d'en devenir actionnaires à des conditions financières privilégiées et avec une fiscalité favorable. Les stocks option sont généralement attribués par une entreprise à ses collaborateurs les plus qualifiés, afin de s'assurer de leur fidélité tout en stimulant leur motivation, un stock d'option s'apparente à une option d'achat.

² François Peccaud, Université technologique de Compiègne, 2006.

5.7-Le consentement d'une plus grande marge de manoeuvre

La reconsidérer de la marge de manoeuvre octroyée aux Sociétés de Capital Investissement est indispensable au dynamisme du capital investissement en Algérie, et ceci passe par l'assouplissement davantage du cadre juridique et fiscal dans lequel s'exerce l'activité du capital investissement.

5.8-La formation des professionnels

Organiser des programmes de formation qui permettent de renforcer la formation, le recyclage et le perfectionnement des capital-investisseurs afin de les professionnaliser et les doter de plus d'expérience.

5.9-Développement d'un outil d'information diversifié

Comprenant un centre de documentation ainsi qu'une banque de données relatives aux besoins commerciaux, techniques et financiers des PME/PMI algériennes, ainsi qu'un centre relié aux principaux serveurs de nos partenaires occidentaux afin de permettre aux Sociétés de Capital Investissement étrangères d'opérer en Algérie, de personnaliser leurs services aux besoins de la petite firme algérienne et de transplanter les bases de l'activité du capital investissement dans notre pays.

La mise en place d'une structure centrale d'information comme l'Association Française des Investisseurs en Capital « AFIC » en France, ou l'European Venture Capital Association « EVCA » en Europe est prépondérante dans la mesure où celles-ci représentent des sources d'informations détaillées et fiables sur les interventions par capital investissement.

Au-delà de ces mesures influençant le dynamisme du capital investissement, l'avenir de ce dernier demeurera tributaire d'une part des choix des investissements réalisés par les Sociétés de Capital Investissement, et d'autre part de l'environnement socio-économique, voire culturel dans lequel il est amené à évoluer.

Conclusion

Le capital investissement est certes une technique financière particulière, mais également un partenariat privilégié qui demande encore une remise en cause des mentalités et de la culture entrepreneuriale, tant des chefs d'entreprises que des financiers eux-mêmes (J. Lachmann, 1999)

Les expériences de CI observées à travers plusieurs régions du globe, font ressortir des éléments-clés pour le développement de cette activité, qui sont essentiellement l'environnement réglementaire et fiscal ainsi que l'environnement économique (croissance, taille du marché, productivité, qualification des ressources...). En ce sens, l'introduction du CI dans un pays donné s'est toujours faite progressivement dans un contexte nécessitant une adaptation de l'environnement économique, financier, institutionnel et culturel avant de connaître la maturité¹. Dans cette logique, la cadence avec laquelle nombre de SCI voit le jour en Algérie est plutôt lente. Ce qui nous laisse prudents, parce on appréhende que ce soit l'avantage du dégrèvement fiscal qui a conduit à la création de certaines SCI ne maîtrisant pas suffisamment ni les principes ni les techniques du CI. En effet, il paraît pour nombre d'observateurs que le secteur s'écarte aujourd'hui de sa vocation originelle et risque de devenir un sous produit de l'activité bancaire^(*).

En bref, dans les pays qui s'ouvrent au CI, il faut une coopération très forte entre :

- Les pouvoirs publics : qui doivent créer un environnement juridique et fiscal favorable.
- Les organismes internationaux : qui conseillent les pouvoirs publics et apportent un financement initial au capital investissement.
- Les partenaires techniques (qui ne doivent pas être de simples consultants).
- Les écoles de management qui doivent former les entrepreneurs de demain aux standards internationaux.
- Les équipes locales qui doivent viser l'excellence.

Nous sommes arrivés à travers le traitement de ce chapitre, à prendre conscience des difficultés auxquelles devaient faire face les sociétés de capital investissement « SCI » en Algérie, même après la promulgation d'un cadre réglementaire régissant la pratique du métier et des textes d'application y afférents. Ces obstacles n'ont pas pour autant empêché nos structures de forcer leur destin témoignant ainsi, d'une grande volonté de participer à la promotion de la croissance économique de l'Algérie.

¹ L'émergence de l'industrie du capital investissement doit être mise en relation avec la capacité de chaque pays à surmonter les contraintes financières, technologiques et entrepreneuriales qui lui sont propres, et à définir des arrangements institutionnels adéquats. Donc, la création d'une nouvelle industrie n'est pas un processus automatique (Guilhon B et Montchaud S, 2008).

* - C'est le cas en Tunisie où la quasi totalité des SICARs bancaires et une grande majorité d'autres SICARs exigent le « portage » dans leur intervention (participation sous forme assimilée à du crédit, durée de participation et taux des plus values étant fixés d'avance). Quelques unes continuent d'exiger des garanties réelles des promoteurs en contrepartie de leur participation, une grande majorité a adopté une approche passive « hands-off » de suivi de leurs participations. Plus encore, le mode de fonctionnement actuel de ces SICARs inhibe le développement et la sophistication du métier et fait que le secteur tunisien reste encore « en veilleuse » dans une industrie mondiale en pleine effervescence, alors que le CI est un « agent de changement » qui fait évoluer les mentalités et le management et développe « l'entrepreneurship ». Le CI n'est pas seulement une source de financement parmi d'autres, mais un acteur clé de développement.

Conclusion de la deuxième partie

La deuxième partie de notre travail, qui consistait en une vérification et validation empirique des propositions exploratoires et hypothèses de la recherche, nous amène à conclure que le parcours du capital investissement en Algérie depuis presque quinze ans est plus qu'encourageant. Aussi, nous avons pu constater une pratique relativement conforme à l'éthique du métier malgré un manque flagrant de l'encadrement en plus de l'absence d'un cadre réglementaire (jusqu'à la promulgation de la loi 06-11 du 24 juin 2006 relative aux conditions d'exercice des SCI), autant d'éléments amplifiant notre vision en perspective du capital investissement algérien.

Il est ainsi important de reconnaître que la plupart des recherches sur le capital-investissement se sont focalisées sur le marché américain. Bien que celui-ci soit le plus développé au monde et que l'on observe de considérables transferts de compétences professionnelles vers les autres marchés, il existe de telles différences institutionnelles et des barrières dans d'autres pays (en particulier l'Algérie) que les résultats mis en évidence aux Etats-Unis ne sont peut-être pas généralisables. Ce point est d'autant plus important que le capital investissement se mondialise et que les sociétés de capital investissement se développent au-delà de leur marché national. Donc, il faut attirer l'attention sur les différences observées entre les pays au sujet des questions relatives à l'évaluation et aux modes de surveillance et de sortie.

Le capital investissement a émergé dans un certain nombre de pays de façon spectaculaire pendant la bulle Internet, mais cette émergence est souvent fragile. Une condition sine-qua-non pour assurer sa pérennité repose sur le développement des compétences financières et non financières des capital-investisseurs. Dans les autres pays, l'activité de capital investissement peut se passer de la présence, sur leur territoire, de fonds de pension, d'un marché financier spécialisé dans les valeurs de croissance et/ou de grandes entreprises. En revanche, elle ne peut se développer si les acteurs centraux et périphériques ne sont pas compétents. Pour que ce mode de financement ait un impact bénéfique sur l'innovation, il est essentiel que les capital-investisseurs sachent bien sélectionner les bons projets.

L'intérêt que représente ce secteur financier en Algérie réside dans le réseau d'affaires qu'il entretient avec l'industrie locale et sa capacité à juger à leur juste valeur les projets ne relevant pas des secteurs traditionnels que privilégient d'habitude les banques dans leur ensemble. Il peut constituer une source utile d'information pour les compagnies souhaitant obtenir des avis ou conseils sur le marché, pour des opérateurs algériens lors de prospection en vue de partenariat, et également pour la recherche de financement d'activités industrielles, commerciales ou d'investissement.

Toutefois, le capital investissement accuse un retard considérable quant au jugement des hommes et de leurs qualités managériales. En effet, la pratique algérienne considère à priori, le management et l'équipe dirigeante, en tant qu'élément commun à tous les projets et focalise plus l'attention sur les actionnaires, une démarche injustifiée si l'on sait qu' « *il n'y a d'autre gloire que celle des hommes* ».

Autre remarque, la gestion du financement par les sociétés de capital investissement s'avère peu active et est limitée à la participation d'un représentant de celle-ci au Conseil d'Administration de la société cible. Un partenariat « hand off » qui ne dit pas son nom, est de plus, très prisé par les entrepreneurs atteints de complexes patrimoniaux et réticents à l'ouverture de leur capital. Ces imperfections grèvent la pratique du capital investissement en Algérie. Une tendance sans doute due à l'aspect nouveau du métier, ainsi qu'au manque de formation en la matière si l'on considère que la majorité des chargés d'affaires en capital investissement sont des banquiers de formation.

A cet égard, une majorité de banques et d'établissements financiers algériens a pris conscience de la nécessité de la création de filiales de capital investissement et de l'organisation de formations en capital investissement à l'intention de leurs agents. Une telle initiative est principalement due à leur désir de dénicher de nouveaux créneaux porteurs, dans un environnement bancaire de plus en plus concurrentiel.

Conclusion générale

Conclusion générale

Bien avant de conclure et synthétiser les résultats auxquels aboutit notre recherche, il nous est nécessaire de rappeler les différentes étapes que nous avons suivi. La diversité de ces dernières a rendu très difficile la poursuite d'une démarche rigoureuse. Ainsi et dans un premier lieu, nous avons traité le CI dans la théorie économique, dans le but de faire sortir les facteurs clés de succès de ce mode de financement. Nous étions ensuite passés à une vérification empirique des hypothèses de la recherche et de la réalité du CI dans notre pays.

Nous ne nous prétendons pas avoir réussi complètement cette tâche, vu les insuffisances qui peuvent marquer notre travail. Toutefois, nous estimons que les résultats obtenus, même s'ils révèlent dans certains cas l'aspect de simples constatations, auront au moins le mérite de rappeler que malgré toute la panoplie de contraintes juridico-institutionnelles, culturelles et financières que rencontre le CI dans notre pays, son développement constitue un facteur déterminant du développement du marché financier et de la croissance économique.

Les investigations et analyses précédentes, nous ont permis de mieux comprendre que l'émergence d'une industrie du CI doit être mise en relation avec la capacité de chaque pays à surmonter les contraintes financières, technologiques et entrepreneuriales qui lui sont propres, et à définir des arrangements institutionnels adéquats.

Au niveau théorique, plusieurs travaux ont démontré que la réussite du CI se construit à deux niveaux. D'abord, macroéconomique, l'implication des pouvoirs publics (les exonérations fiscales, le taux d'intérêt, les aides aux PME et à la R&D...). Ensuite, micro économique (les caractéristiques individuelles des entrepreneurs).

Sur le plan pratique, l'ensemble des résultats s'articule autour des points suivants :

- Le retard accusé par le CI dans notre pays, est dû pour une grande part, à des contraintes liées à l'environnement institutionnel de cette activité. Malgré les exonérations fiscales, la législation fiscale algérienne n'est pas neutre face aux grands modes de financement que sont l'endettement et les fonds propres. En effet, elle favorise le premier au détriment du second à tel point que l'investisseur préfère être un prêteur classique qu'un apporteur de fonds propres et ce pour les raisons suivantes : les augmentations de capital sont soumises au droit d'apports proportionnels ; les intérêts d'emprunts sont déductibles de base d'imposition de l'entreprise, alors que la rémunération des fonds propres subit une double imposition d'une part, au niveau de l'entreprise, par le biais de l'IBS et d'autre part, au niveau des actionnaires par le biais de la retenue à la source.
- Sur un autre registre, l'activité du CI qui joue un rôle primordial dans le financement de PME à travers le monde, reste peu adapté à la PME algérienne pour plusieurs raisons : les critères d'éligibilité au financement par CI sont rigides et la prise de risque est limitée aux partenariats algéro-européens impliquant des sociétés de renommées. Le nombre de PME éligibles au financement par CI reste faible, malgré les efforts et la bonne volonté des OCI, le nombre de dossiers investis reste très limité. En effet, la FINALEP n'a apporté son concours financier qu'à une douzaine d'entreprises en presque vingt ans d'existence, comme pour les banques, les OCI ne prennent pas de risque et évitent d'intervenir dans les stades d'amorçage et de création d'entreprises, jugés trop risqués.

Conclusion générale

- Les SCI ont exercé leurs activités en l'absence d'un cadre réglementaire, et ceci jusqu'au 24 juin 2006 date à laquelle fut promulgué la loi n°06-11. Cette loi a été complétée par le décret du 11 février 2008 et l'arrêté du 30 mai 2010. La promulgation de la loi sur le CI et des textes d'application y afférents, en traçant un cadre approprié à cette activité, assorti d'un régime fiscal favorable ne manquera pas de lever les contraintes rencontrées jusque là et de permettre aux SCI qui ont capitalisé une réelle expérience du métier de relancer et de développer leurs activités.
- Le dernier enseignement à retenir de cette étude, nonobstant les contraintes et les difficultés citées plus haut, la situation économique actuelle en Algérie présente certains aspects propices au développement de ce mode de financement. En effet il y a des indices qui montrent que le CI peut être lancé dans notre pays :
 - L'évolution du rôle économique des PME algériennes : le CI va surtout aux PME qui cherchent d'autres sources de financement et qui n'ont pas les moyens d'aller en bourse. Le nombre de PME a connu un accroissement significatif durant ces dernières années passant de 280 000 en 2003 à près de 607 297 en 2010.
 - Les privatisations et les restructurations. En effet, la privatisation à grande échelle des entreprises publiques permettra également au CI de s'affirmer à travers sa formule de capital-succesion en apportant aux éventuels repreneurs les fonds nécessaires aux rachats des actifs de ces entreprises.
 - Aussi, les SCI peuvent aider les promoteurs qui veulent acheter, à travers le capital-transmission. Elles interviennent pour aider les privés à acquérir le patrimoine d'entreprises dissoutes. Si ailleurs, la transmission se fait d'un père à un fils, d'un actionnariat à un autre, dans notre pays, c'est du public au privé. Par exemple, le FSIE peut intervenir dans le cadre du processus de privatisation des entreprises publiques économiques en rachetant pour le compte de l'effectif de ces EPE les 10% du capital que leur accorde la loi.
 - Les contraintes et les limites du financement bancaire. Le besoin croissant de financement des PME algériennes couplé au déclin de leur financement disponible par des moyens alternatifs représente une importante opportunité pour le financement par CI. Le financement des PME par le crédit bancaire s'est souvent heurté aux difficultés pour ces entreprises de satisfaire aux critères d'éligibilité notamment la faiblesse des fonds propres et l'insuffisance voire l'absence de garantie. La présence d'un capital investisseur auprès du promoteur tout en levant la contrainte de fonds propres constitue pour le banquier, une forme de garantie.
 - L'ouverture de l'Algérie sur les marchés extérieurs, avec la signature de l'Accord d'association avec l'UE en juin 2005 et l'évolution du processus d'Adhésion à l'OMC (qui été prévu pour fin 2005, mais il est toujours inachevé), rassure de plus en plus les investisseurs étrangers. La FINALEP et la SOFINANCE dont la majorité des investissements sont réalisés en partenariat avec des investisseurs étrangers, aux côtés des promoteurs algériens ont été et seront de plus en plus sollicités pour : faciliter leur contact et les démarches administratives, bancaires, les informer sur les lois et règlements en vigueur en Algérie et participer avec eux dans des opérations de joint-ventures.

Conclusion générale

- A ces différents atouts on peut rajouter la création d'organismes de garantie tels que la CGCI et le FGAR, et le programme 2010-2014 qui vise la promotion de 200.000 PME génératrices, entre autres, d'emplois. Aussi, la multiplication des fonds d'investissement entraîne nécessairement une création en grande quantité d'entreprise, puisque le capital investissement s'inscrit dans une logique de croissance de l'emploi.

Longtemps considéré comme le parent pauvre de la finance moderne, le CI retrouve aujourd'hui ses années d'or perdues. Il s'impose en se proclamant outil de financement des PME par excellence. Le CI joue le rôle de providence dans le financement des entreprises en leur procurant, outre l'apport financier, une assistance stratégique et relationnelle.

Le CI ne s'est développé que récemment en Algérie. En effet ce n'est qu'au début des années quatre vingt-dix que s'est créée la toute première entreprise de CI; en l'occurrence; la FINALEP. La pratique algérienne de vingt ans a permis, malgré l'absence d'un cadre réglementaire approprié, d'acquérir certains principes techniques du métier. Les aspects liés au financement sans garantie, principalement basés sur des anticipations futures inhérentes au projet et à des concours de haut risque, sont bien appréhendés par les opérateurs de CI algérien.

Cependant, la pratique du CI en Algérie enregistre certaines distorsions par rapport à la conception théorique du métier. En effet, malgré une bonne orientation, les aspects techniques du capital investissement algérien accusent un retard auquel il faudra trouver des solutions.

Ces insuffisances se résument principalement en le recours quasi exclusif aux actions ordinaires comme instrument de participation et le moindre intérêt porté au management et à l'idée innovatrice que présenterait le projet. Ces imperfections sont d'autant plus amplifiées par l'absence d'un marché boursier adapté qui aurait la latitude de conférer à la participation une certaine liquidité assurant au capital investisseur une sortie à terme.

L'économie algérienne actuelle doit faire face à deux problèmes majeurs. En effet, nous avons d'une part un chômage persistant et qui ne cesse de s'aggraver, essentiellement pour une catégorie sociale qui englobe les jeunes diplômés sortants mais qui ne trouvent pas de travail, les cadres mis au chômage ou à la retraite anticipée, et les chercheurs qui ne trouvent pas les moyens de placer leurs projets sur le marché. D'autre part, le commerce extérieur algérien qui, malgré le fait qu'il enregistre un excédent de la balance commerciale grâce aux exportations d'hydrocarbures, se caractérise toujours par une forte dépendance du marché extérieur, pour un grand nombre de produits que l'Algérie est à même de produire.

Les PME pourraient être la solution à ce double problème : atténuer la pression du chômage et améliorer encore la balance commerciale, par la production et l'exportation de biens et services à contenu technologique élevé et donc à forte valeur ajoutée. Mais, pour cela, ces PME se doivent d'être innovantes, pour qu'elles puissent faire face à la concurrence des produits importés à des prix fortement concurrentiels, car elles ne pourront survivre que si elles arrivent à s'organiser dans des espaces d'innovation technologique (clusters), et qu'elles sont suffisamment informées de l'état d'avancement technologique de leur environnement, en amont pour alimenter leur activité de Recherche & Développement, et en aval pour pouvoir effectuer leur recherche de partenaires et de produits existants à produire localement.

Conclusion générale

Dans cette perspective, pour témoigner sa volonté à promouvoir le CI dans notre pays comme moyen de financement des PME, l'Etat algérien en application d'une disposition de la loi de finances complémentaire pour 2009, charge six institutions financières de gérer les 48 fonds d'investissements de wilayas à savoir : la BEA, la BNA, El-Djazaïr Istithmar (filiale de la Badr et de la Cnep), la SOFINANCE, la société algéro-saoudienne (ASICOM) ainsi que la FINALEP (*).

Chaque fonds d'investissement est chargé d'un accompagnement financier de la PME en création ou en développement par une prise de participation qui peut atteindre 49% dans son capital pour une durée de 5 à 7 ans. Chaque fonds est doté d'un milliard de dinars et peut contribuer à raison de 50 millions de dinars au maximum pour chaque PME. Ce capital prend plusieurs formes, à savoir le capital risque pour financer la création de l'entreprise, le capital développement destiné au financement du développement de l'entreprise, le capital transmission pour accompagner la transmission ou la cession de l'entreprise et le rachat des participations (pour les Spa) et/ou de parts sociales (pour les Sarl) détenues par un autre capital investisseur.

En guise de conclusion, on peut ranger les variables influençant positivement le capital investissement selon deux catégories : les fondamentaux macroéconomiques et les effets indirects et microéconomiques qui jouent sur l'efficacité du capital investissement.

➤ *Les facteurs macroéconomiques* : la profondeur des marchés financiers, l'environnement juridique et institutionnel spécifique, le niveau de recherche et développement public et privé important, et le rôle du taux d'intérêt¹.

➤ *Les facteurs microéconomiques* : le succès de l'investissement dépend grandement de la capacité du capital investisseur à gérer le conflit d'agence patent entre lui et l'entrepreneur. Si les deux parties ont comme objectif commun la croissance de l'entreprise, il existe une asymétrie d'information importante entre les deux parties, l'entrepreneur étant considéré comme la partie la plus informée. Alors que le cadre institutionnel fournit aux acteurs le cadre de jeu des acteurs, l'efficacité du capital investissement se construit au niveau microéconomique. Elle dépend de l'implication des individus, des mécanismes de supervision et de contrôle mis en place par les différentes parties. La réputation et les signaux envoyés par les différentes parties prenantes sont donc déterminants pour la réussite du projet. Or, c'est peut-être à ce niveau que se dégage une infériorité du capital investissement algérien (en termes de stratégie de sortie et de rendement) vis-à-vis des autres pays.

* - Chacune d'entre elles est chargée, selon ses capacités de gestion d'un certain nombre de wilayas. La Sofinance est chargée de la mise en œuvre de six fonds d'investissement de wilayas au niveau de Blida, Batna, Bejaia, Oum-El-Bouaghi, Oran et Tiaret. El Djazaïr Istithmar est chargé de gérer les fonds d'investissement dans seize wilayas, à savoir Aïn Defla, Alger, Médéa, Guelma, Constantine, Annaba, Khenchela, Souk-Ahras, Tébessa, Aïn Témouchent, Relizane, Tlemcen, Biskra, Ouargla, Tamanrasset et Illizi. La FINALEP est chargée de financer les PME de six wilayas : Tipaza, Sétif, Skikda, Jijel, Sidi Belabbes, et El Bayadh. La Banque Nationale d'Algérie (BNA) va gérer, pour le compte du ministère des finances, les fonds d'investissements de 10 wilayas (Adrar, Béchar, Bouira, Boumerdès, El Tarf, Mila, Naâma, Mascara, Mostaganem et Tindouf. Toujours dans ce cadre, la BEA lancera le fonds à Laghouat et à Djelfa. Les fonds des huit wilayas qui restent seront lancés par la société d'investissement Algéro-saoudienne «ASICOM». Ces fonds sont à l'état embryonnaire. Les spécialistes s'attendent à l'engouement des investisseurs. Ils estiment que ce processus est un moyen de répondre aux besoins des porteurs de projets. A ce sujet, le directeur général de la SCI El Djazaïr Istithmar, M. Lachab Youcef estime que le CI «est le mieux adapté» pour le financement des PME. «L'intervention de la SCI permet de renforcer les fonds propres de la société financée et, par là même, améliorer les capacités d'endettement auprès des banques». Cette solution présente l'avantage d'«être associée à un partenaire financier apportant également une expertise et des compétences managériales».

¹ Selon la théorie économique, un faible niveau des taux d'intérêt devrait avoir un impact négatif sur le niveau de développement du capital investissement. En faisant abstraction du niveau de risque accepté par la banque, en période de faible taux d'intérêt les PME innovantes disposent de ressources à un coût potentiellement faible, ce qui peut diminuer l'attrait du capital investissement.

Bibliographie

I-Ouvrages :

- ANGERS M : « Initiation à la méthodologie des sciences humaines », Ed. Casbah Université, Alger, 1997.
- ARTUS P., La nouvelle économie, Ed. La Découverte, Paris, 2001.
- AVENI, R (d'), Hypercompétition, trad. Ed. Vuibert, Paris, 1995.
- BATSCH L., Finance et stratégie, Ed. Economica, Paris, 1999.
- BATSCH L., Le capitalisme financier, Ed. La Découverte, Paris, 2002.
- BATTINI P, Capital-risque : les règles du jeu, Editions d'organisation, Paris, 1985.
- BATTINI P, COPIN G et RAUGEL P-J., Le guide pratique du capital-risque, Inter Editions, Paris, 1990.
- BATTINI P., Capital risque : mode d'emploi. Ed. D'organisation, Paris, 1998.
- BAUDRY B et DUBRION B., Analyses et transformations de la firme : une approche pluridisciplinaire, Ed. La Découverte, Paris, 2009.
- BERNARD C., La petite entreprise algérienne de production, occasion d'un nouveau dualisme ou d'un dialogue secteur public/secteur privé, Ed. CNRS, Paris, 1991.
- BERTONECHE M et VISCKERY L., Le capital risque, Ed. PUF, Paris, 1987.
- BESSIS J., Capital risque et financement des entreprises. Ed. Economica, Paris, 1988.
- BORDERIE A., Financer les PME autrement, Ed. Ellipses, Paris, 2003.
- BOUATOUATA K-D., le CI : enjeux et perspectives, GAL Editions, Alger 2005.
- BOUBEL A et PONSARD F., Les investisseurs institutionnels, Ed. La Découverte, Paris, 2004.
- BOUYACOUB F., L'entreprise et le financement bancaire, Ed. Casbah, Paris, 2000.
- CAVALIER B., Evaluation et financement des entreprises : applications à l'activité de capital-risque, Université Panthéon-Assas (Paris II), 1994.
- CHARREAUX G., *Le gouvernement d'entreprise*, Ed, Economica, Paris 1997.
- CORIAT B et WEINSTEIN O., Les nouvelles théories de l'entreprise, Ed. Librairie Générale Française, Paris, 1995.
- CUMMINGS L et BROMILEY P, The organizational Trust Inventory (OTI), Ed. Sage Publications 1996.
- DELECOURT P., Ouvrir son capital et garder le pouvoir, Ed. Dunod, Paris, 1993.
- DESBRIERES P., La relation capital investissement : Firmes commerciales et industrielles », in CHARREAUX G., Images de l'investissement, Ed. Vuibert, Paris 2001.
- DOISE W, DESCHAMPS J. C MUGNY G., Psychologie sociale expérimentale, Ed. Armand Colin, 2^{ème} éd., Paris, 1991.
- DUBOCAGE E et RIVAUD DANSET D., Le capital risque. Ed. La Découverte, Paris, 2006.
- FAVEREAU O., Règles, organisation et apprentissage collectif, In ORLEAN O. (dir.), Ed. PUF, Paris, 1993.
- FERRIER O., Les très petites entreprises, Ed. De Boeck, Paris, 2002.
- GABRIE et JACQUIER., la théorie moderne de l'entreprise, Ed. Economica, Paris, 1994.
- GISCARD D'ESTAING O., La morale économique de l'islam, Ed. AMEC, Alger, 1990.

- GOMEZ. P-Y., Le gouvernement d'entreprise, InterEditions, Paris, 1996.
- GOMEZ P-Y., La république des actionnaires : Le gouvernement des entreprises entre démocratie et démagogie, Ed. Syros Alternatives Economiques, 2001.
- GUILHON B et MONTCHAUD S., Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation, Ed. LAVOISIER, Paris, 2008.
- HAUTCOUER P et HAUTCOUER C., Asymétries d'information, coûts de mandat et financement des entreprises françaises (1890-1936), Paris, 1999.
- HOARAU C et TELLER. R., Création de valeur est management de l'entreprise, Ed. Vuibert, Paris, 2001.
- HONORE L., « L'économie est-elle une science ? », Ed. Flammarion, Paris, 1997.
- JULIEN P-A., Les PME : bilan et perspectives, Ed. Economica, Paris, 1997.
- KOENIG Gilbert., Les théories de la firme, Ed. Economica, Paris, 1999.
- KOENIG G., De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI siècle, Ed. Economica, Paris 1999.
- LACHMANN Jean, Le seed capital : une nouvelle forme de capital-risque. Ed. Economica, Paris, 1992.
- LACHMANN J., Financer l'innovation des PME, Ed. Economica, Paris, 1996.
- LACHMANN J., Capital-risque et capital investissement, Ed. Economica, Paris, 1999.
- LAVIGNE S., L'industrie des fonds de pension, les investisseurs institutionnels américains, Ed. L'harmattan, Paris, 2004.
- LEWICKY R et BUNKER B., Developing and maintaining trust in work relationships, Sage Publications, 1996, pp. 114-139, Cité in BONNET C., La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière, Revue Finance Contrôle Stratégie, volume 8, n° 2, juin 2005, pp 99-132.
- MARCHAND C., Economie des interventions de l'état, Ed. PUF, Paris, 1999.
- MILGROM P et ROBERTS J., Economie, organisation et management, Ed. De Boeck, 1997.
- MINTZBERG. H., Le pouvoir dans les organisations, Ed. D'Organisation, Paris, 1986.
- MONDHER C., Le capital risque. Ed. Banque éditeur, Paris, juin 2000.
- MONDHER C., Ingénierie Financière et Private Equity, Ed. Banque éditeur, Paris, 2003.
- MONDHER C., Leveraged Buy out : aspects financiers. Ed. Banque éditeur, Paris, 2004.
- MONDHER C et DUBREUILLE S., Création de valeur et capital investissement. Ed. Banque éditeur, Paris, juin 2005.
- MORIN F et DUPUY C., Le coeur financier européen, Ed. Economica, Paris, 1993.
- MOUGENOT G., Tout savoir sur le capital-risque, 2^{ème} édition, Ed. Giuliano, Paris, 2002.
- ORLEAN A., Comprendre les foules spéculatives : mimétisme informationnel, autoréférentiel et normatif, Ed. Economica, Paris, 2001.
- PALLANCA-PASTOR G et al., Business Angel : une solution pour financer les start-ups, Ed. D'organisation, Paris, 2000.
- PARANQUE P et LEVRATO N., Diversité économique et modes de financement des PME, Ed. L'Harmattan, 2001.
- PARRAT F., Le gouvernement d'entreprise, Ed. Dunod, Paris, 2003.
- PAULRE B., Le capital risque aux États-Unis : structure et évolution du système (1959-2001), Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, décembre 2003.

- PELTIER F., La corporate governance au secours des conseils d'administration, Ed. DUNOD, Paris, 2004.
- PERRIER A et SCACCHI R., Les stratégies anti-OPA, Ed. Economica, Paris, 1995.
- PLIHON D et PONSSARD J-P., La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises, Ed. La documentation française, Paris, 2002.
- PLIHON D., Le nouveau capitalisme, Ed. La Découverte, Paris, 2004.
- PLOIX H., Gouvernance d'entreprise, Ed. La Découverte, Paris, 2005.
- POITRINAL F-D., Le capital investissement : guide juridique et fiscal. Deuxième édition, Ed. Galexia, Paris, 2001.
- POPPER K., La connaissance objective, Ed. Flammarion, traduit de, Objective Knowledge: An Evolutionary Approach, Oxford University Press, 1998.
- PORTER M. E., L'avantage concurrentiel, Ed. Economica, 1986.
- REIX R., Systèmes d'information et management des entreprises, Ed. Vuibert, Paris, 2004.
- STEINER D-D., Qu'est-ce qui est juste ? Une introduction à la psychologie de la justice distributive et procédurale, Ed. Presses Universitaires de Grenoble, 1999.
- STEPHANY E., Analyse de l'impact d'un financement par CR sur l'organisation et le management de la PME », dans TORRES O (sous la direction de), PME de Nouvelles Approches, fondements et pratiques, Ed. Economica, Paris, 1998.
- STEPHANY E., La relation Capital-Risque/PME : fondements et pratiques, Ed. De Bœck, Bruxelles, 2003.
- TIROLE J., Théorie de l'organisation industrielle, Ed. Economica, Paris, 1993.
- TORRES O., Les PME de nouvelles approches, Ed. Economica, Paris, 1998.
- TOUATI P.Y., Le capital risque régional et local en France », Ed. Syros-Alternatives, Paris, 1989.
- TYLER T et KRAMER R., « Wither trust ? », in TYLER T et KRAMER R, Sage Publications, 1996, Cité in BONNET C., La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière, Revue Finance Contrôle Stratégie, volume 8, n° 2, juin 2005, pp 99-132.
- WACHEUX F., Le défi de la fonction RH dans un environnement de création de valeur actionnariale », in KALIKA (coord), « Les défis du management », Ed. Liaisons, Paris, 2001.
- WIRTZ P., Politique de financement et gouvernement d'entreprise, Ed. Economica, Paris, 2002.
- ZOPOUNIDIS C., La gestion du capital-risque, Ed. Economica, Paris, 1990.

II-Articles et revues :

- ADAMS J., Inequity in Social Exchange, 1965, Cité in STEPHANY E., La relation Capital-risque/PME : fondements et pratiques, Ed. De Bœck, Bruxelles, 2003.
- AGLIETTA M., Systèmes financiers et régimes de croissance, Revue d'Economie Financière, n°, 3-4/, 2001, pp 83-116.
- ALBOUY M., L'actionnaire comme apporteur de ressources financières, Revue Française de Gestion, n° 141, 2002/5, pp 17-35. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).

- ARTHURS J-D et BUSENITZ L-W., The boundaries and limitations of agency theory and Stewardship theory in the Venture Capitalists/Entrepreneur Relationships, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 28, n°2, Winter, pp. 145-162
- ATI A., Le capital-risque et le financement des PME en Tunisie : réalités et perspectives, *Revue d'Economie Financière*, n° 70, 1^{er} trimestre 2003.
- BARNEY J-B, BUSENITZ L-W, MOESEL D-D et FIET J-O., The relationship between venture capital and manager in new firms : Determinants of contractual covenants », *Management Finance*, Vol. 20.
- BARTLETT J., Initiation au capital risque, *eJournal of USA*, Vol 13, N°5, Mai 2008, pp 04-08 (<http://www.america.gov>).
- BASCHA A., Why do Venture Capitalists hold different types of Equity Securities, Working Paper, Université de Tubingen, 2000, Cité in STEPHANY E., *La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques*, Ed. De Bœck, Bruxelles, 2003.
- BAUDRY B., De la confiance dans la relation d'emploi ou de sous-traitance, *Revue Sociologie du Travail*, n° 1/94, pp 43-61.
- BENAMOUR Y et BONNANI A., Le capital confiance : un enjeu majeur pour les opérateurs électriques traditionnels, *Revue Economies et Sociétés*, n° 8, 1-2/2001 pp133-147.
- BERGLOF E, A control theory of venture capital, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 10, 1994, pp. 247-267.
- BIENAYME A., *Entreprise compétitive*, Encyclopédie de Gestion, Tome II, article 56, pp 1102-1114.
- BONNET C., La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière, *Revue Finance Contrôle Stratégie*, volume 8, n° 2, juin 2005, pp 99-132.
- BOUTALEB K., La problématique de la mise à niveau des économies maghrébines face aux défis de la mondialisation, *Revue Idhara*, n°2, Alger 1999.
- BOUTILLER S., L'entrepreneur dans la théorie économique, *Revue Problèmes Economiques*, n° 2.482, 1999, pp 1-9.
- BRABET J., *La main visible des investisseurs institutionnels*, *Revue Française de Gestion*, n° 141, 2002/5, pp 203-224. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).
- CABLE D. M et SHANE S, A Prisoner's dilemma approach to Entrepreneur/Venture Capitalists relationships », *Academy Of Management Review*, Vol 47, n°3, 1997, pp. 241-277.
- CASNOCHA B, Créer sa propre entreprise dans le secteur des nouvelles technologies, *eJournal of USA*, Vol 13, N°5, Mai 2008, pp 22-25 (<http://www.america.gov>).
- CHAN Y., Learning, control and performance requirements in venture capital contrast, *International Economic Review*, Vol 31, 1990, pp. 365-381.
- CHARREAUX G et DESBRIERES P., Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale » *Revue Finance, Contrôle et Stratégie*, Vol 1, n°2, juin 1998, pp. 57-88.
- CHARREAUX G., Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance d'entreprise, *revue Economie et Société*, N°8-9, 1998, série SG, pp. 47-67.

- CHARREAUX G., *L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives*, Revue Française de Gestion, Vol 28, n°141, 2002a/5, pp 77-107. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).
- CHARREAUX G., Au delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance : *Cahiers de Fargo, Latec, Université de Bourgogne, 2002b*.
- CHEN E et PRICE M., Conduire une « start-up » vers l'âge de la raison, *L'Expansion Management Review*, été 1994, pp66-75.
- COCHOY. F., Les limites du modèle contractualiste libéral, *Revue Sociologie du Travail*, Vol. 41, n°2, 1999.
- COHENDET et LLERENA P., La conception de la firme comme processeur de connaissances, *revue d'économie industrielle*, n°88, 2^{ème} trimestre 1999, pp 211-235.
- DAVIS J-H, DONALDSON L., Stewardship Theory or Agency Theory : CEO, Governance and Shareholder Returns, *Australian Journal of Mangement*, Vol.16, n°1, pp.50-64, Cité in KHARBOUCHE H., La relation Capital Risqueur/Entrepreneur à la lumière des théories de l'agence, de la théorie de stewardship, et de la théorie de la justice procédurale, Laboratoire EUROPERFORMANCE, 2006.
- DAVIS J-H, DONALDSON L et SCHOORMAN F-D., Towards a stewardship theory of management », *Academy of Management Review*, Vol. 22, n°1, p.20-47, 1997, Cité in KHARBOUCHE H., La relation capital risqueur/entrepreneur à la lumière des théories de l'agence, de la théorie de stewardship, et de la théorie de la justice procédurale, Laboratoire EUROPERFORMANCE, 2006.
- DUBOCAGE E et RIVAUD DANSET D., L'organisation des échanges sur le marché du capital risque, *Revue d'Economie Industrielle*, n°101, 4^{ème} trimestre 2006.
- DUPUY J-P, Conventions et common knowledge, *Revue Economique*, Vol. 40, n°2, 1989, pp. 361-400.
- EL MEKKAOUI De FREITAS N et PLIHON D., *Revue Française de Gestion*, n° 141, 2002/5. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).
- FAMA E-F., Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, 1983, pp 288-307.
- FLORIDA R., La montée de la classe créative, *eJournal of USA*, Vol 13, N°5, Mai 2008, pp 32-35 (<http://www.america.gov>).
- FRAY A. M et J. Y SAULQUIN., Contribution à la mesure de la confiance et de la reconnaissance comme facteurs de succès organisationnels : une application au secteur hospitalier, *Revue Gestion* 2000, n°4 juillet - août 2005.
- FRIED V et HISRICH R., The Venture Capitalists : A Relationship Investor », *California Management Review*, vol.37, n°2, 1998, pp. 101-113, Cité in STEPHANY E., La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques, Ed. De Bœck, Bruxelles, 2003.
- GABRIELSSON J et HUSE M., The Venture Capitalist and the Board of Directors in SMEs: Roles and Process, *Venture Capital*, Vol. 4, n°2, 2002, pp. 125-146.
- GEOFFRON P., Une analyse du processus de structuration des industries du capital risque, *Revue Internationale PME*, Vol. 4, n°3, 1991.
- GEOFFRON P., Quelles limites à la convergence des modèles de corporate governance, *Revue d'Economie Industrielle*, n°90, 4^{ème} trimestre 1999.

- GILLES G et JUMEL S., le capital risque, *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, Vol. 8, n°04, décembre 2005.
- GILLIAND S-W., The perceived fairness of selection systems: An organizational justice perspective, *Academy of Management Review*, Vol. 18, pp. 694-734.
- GIRAUD N., Les fonds de pension : vers un nouveau capitalisme ? », *Revue Etudes*, tome 394, n°2, février 2001, pp2-14.
- GOMPERS P., Grandstanding in the Venture Capital Industry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, 1996, pp. 133-156, STEPHANY E., La relation Capital-risque/PME : fondements et pratiques, Ed. De Boeck, Bruxelles, 2003.
- HEGE U., « Le financement et l'évaluation des start-up Internet », *Revue Economique*, Vol. 52, 2001, pp.291-312.
- HELLMANN T., Financial structure and control in Venture Capital contracts, Working Paper, University of Stanford, 1994.
- HERNANDEZ E-M., De nouvelles règles pour entreprendre, *Revue Problèmes Economiques*, n°2767, 2002, pp. 30-31.
- KAPLAN S. N et STROMBERG P., « Venture Capitalists as principals: Contracting, Screening, and monitoring », Working Paper, n°7660, <http://www.nber.com>.
- KOENIG G., Apprentissage organisationnel, *Encyclopédie de Gestion*, article 10, pp 171-187.
- KORDA A., « Le Venture Capitalists doit-il intervenir dans la gestion », Ed. Les Annales de l'école du Management de Paris, vol IV, 1998.
- LANDSTROM H., The Relationship between private individuals and Small firm: An agency theory approach », *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 4, 1992, pp199-223.
- LARSON A., Networks Dyads in Entrepreneurial Settings : A Study of the Governance of Exchange Relationship, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, pp. 76-104, Cité in PHILIPART P., *La dialogique contrat-confiance dans la gestion des alliances interentreprises : une illustration dans l'industrie automobile*, revue *Finance Contrôle Stratégie*, volume 8, n° 4, décembre 2005, pp 177-203.
- LERNER J., The syndication of Venture Capital investments, *Financial Management*, Vol. 23, n°3, pp. 16-27, 1994. (<http://www.NBER.com>).
- MARTINET A-C., *L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique*, *Revue Française de Gestion*, n° 141, 2002/5, pp 57-76. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).
- MENDEZ A., Les mécanismes de la confiance, *Revue Française de Gestion*, n° 139, septembre/octobre 2001, pp18-27.
- MONDHER C et BARNETO P., Valorisation des start-up : les options réelles, *Banque Stratégie*. Mars 2001 n°180, pp. 11 à 14.
- MOREAU F., La financiarisation : le cas du Canada, *Revue Economies et Sociétés*, série MP n° 9, janvier/février 1994, pp 329-350.
- NEKHILI M., Le mode de gouvernement des entreprises japonaises : conséquences un modèle à suivre, revue *Finance Contrôle Stratégie*, volume 1, n° 4, décembre 1998, pp 63-82.
- NESAN S et HESS R., Dimensions and Level of Trust: Implications For Commitment to a Relationship », *Marketing letters*, Vol. 8, n°4, 1997 pp. 439-448.

- PERSAIS E., Le management relationnel peut-il favoriser une gestion durable de l'entreprise, *Revue Management International*, 2006.
- PHILIPART P., *La dialogique contrat-confiance dans la gestion des alliances interentreprises : une illustration dans l'industrie automobile*, revue *Finance Contrôle Stratégie*, volume 8, n° 4, décembre 2005, pp 177-203.
- PLUCHART J-J et TAHER H., De la relation d'agence au gouvernement d'entreprise, *Revue Economies et Sociétés*, série S.G, n°26-27, 6-7/1999, pp299-318.
- PONSSARD J-P ET MOTTIS N., *L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises*, *Revue Française de Gestion*, n° 141, 2002/5, pp 225-248. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).
- RAIMBOURG P., Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise, *Encyclopédie de Gestion*, article 11, pp 188-199.
- ROSENSTEIN J., The CEO, Venture Capitalists and the board, *Journal of Business Venturing*, Vol. 8, 1993, pp. 99-113.
- SAPIENZA H-J, MANINGART S et VERMIER W., « Venture Capitalist governance and value-added in four countries », *Journal of Business Venturing*, New York, Vol. 11, n°6, novembre 1996, pp 439-470.
- SAPIENZA H J et GUPTA A K., « Impact of agency risks and task uncertainty on Venture Capitalists/CEO interaction », *Academy of Management Journal*, Vol. 7, 1996, pp 1618-1632
- SAPIENZA H J et De CLERCQ (2001), The creation of relation rents in Venture Capitalist/Entrepreneur dyads », *Venture Capital*, Vol. 3, n°2, pp107-127.
- SHEPHERD D et ZACHARAKIS A., The Venture Capitalist /Entrepreneur Relationship: Control, trust and confidence in Co-operative Behavior, *Venture Capital*, Vol.3, n°2, 2001, pp. 129-149.
- SHLEIFER A et VISHNY R L., A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, n°2, pp. 737-783, 1997, Cité in CERTHOUX G et ZENOU E : Gouvernance et dynamique de l'actionariat en situation entrepreneuriale : Le cas des Business Angels, *Revue de l'Entrepreneuriat*, Vol. 5, n°1, 2006, pp. 13-30.
- STEPHANY E., L'évolution des pratiques du capital-risque en France, *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre 2001, pp. 63-76.
- STEVENOT A-G et GUERY L., L'influence des CI sur la GRH des entreprises financées : dimensions, enjeux et limites, *Revue Gestion 2000*, n°3, mai/juin 2006, pp. 119-163.
- THEVENOT L., Equilibre et rationalité dans un univers complexe, *Revue Economique*, Vol. 40, n°2, 1989, pp. 197-247.
- TRESTER J., Venture capital contracting under asymmetric information, *Journal of Banking & finance*, vol. 22, 1998, pp. 675-699, Cité in STEPHANY E., *La relation capital-risque/PME : fondements et pratiques*, Ed. De Bœck, Bruxelles, 2003.
- TURPIN D., *l'avenir du capital-risque au japon*, *Revue Française de Gestion*, n°, mars-avril-mai 1989, pp. 91-96.
- ULRICH D., *Human Resource Champions: The next agenda for adding value and delivering results*, Cambridge, Mass, Harvard Business Press, 1996.

- USUNIER J-C et ROGER P., Confiance et performance : le couple franco-allemand au sein de l'Europe, revue Finance Contrôle Stratégie, Volume 2, n°1, mars 1999, pp 91-116.
- VAN OSNABRUGGE M., A comparison of Business Angel and Venture Capitalist investment procedures : an agency theory-based analysis, Venture Capital, Vol. 2, n°2, pp. 91-109, 2000.
- VANCE A., Il n'y a pas que les semi-conducteurs : la Silicon Valley et la culture d'innovation, eJournal of USA, Vol 13, N°5, Mai 2008, pp 22-25 (<http://www.america.gov>).
- WRIGHT M., *Le capital investissement*, Revue Française de Gestion, n° 141, 2002/5 pp 283-302. (<http://www.cairn.info/article.php?ID>).

III-Communications :

- ABBAS., La PME et le développement territorial dans l'Union Européenne. In Colloque international : Entrepreneuriat et Développement Territorial et rural, Université de Tlemcen, 03-04 décembre 2008.
- ALBANESE J-P., Problématiques du capital risque pour les entreprises technologiques, Proxipaca Finance Oran le 17 et 18 février 2007.
- BENISSAD H., La PME privée en Algérie : environnement administratif et contribution à une politique de promotion, PNUD, Alger, 16/06/1993.
- BEN M'BAREK N., Relation entre les firmes et les actionnaires institutionnels : promotion de l'investissement relationnel, Document de recherche n° 2001-05, pp 2-22, (<http://www.univ-orleans.fr/deg/log>).
- BENNAMARA S., Finance islamique et capital risque, document de recherche présentée à Dr SAINT-PIERRE J, Université de Laval.
- BOUATOUATA K-D., Les IDE et le financement des start-up, Colloque international, Medinnov 13 et 14 avril 2005, château Gombert, Marseille.
- COUDERC J-P et STEPHANY E., Gouvernance, innovations et performance des PME : une étude exploratoire dans le secteur agroalimentaire en Languedoc-Roussillon, (communication pour le symposium international : « Territoires et enjeux du développement régional », à Lyon, 9-11 mars 2005).
- DAOUDI A, PDG DE CGCI-pme, communication faite au colloque sur « Le financement de la PME dans les pays du Maghreb, Alger le 11 et le 12 Mars 2009.
- DESBRIERES P., La relation entre CI et firmes financées : gouvernance actionariale ou gouvernance cognitive », colloque sur la gouvernance, à MONS, mai 2005.
- DJEFLAT A., Construction des systèmes d'innovation en phase de décollage dans les pays africains : essai d'analyse a partir des centres techniques industriels au Maghreb, Globelics Dakar 5-8 octobre 2009.
- DOUBABI H., La SODINCO : histoire d'une prise de participation, Alger, 2006.
- GUESSOUS A, membre de l'Association pour le Progrès des Dirigeants « APD », lors de la rencontre tournant autour du thème : «Le capital investissement : levier stratégique de création de valeur pour les entreprises », Maroc, 2008.
- HAUDEVILLE B et BOUACIDA R-Y., Les relations entre activités technologiques, innovation et croissance dans les PME algériennes : une étude empirique basée sur un échantillon d'entreprises, 2008.

- HENNI A., Droits, appareil judiciaire et transition au marché en Algérie, communication présentée aux XXièmes journées ATM-CREDES Droits et développement Nancy, 25-26-27 mai 2004.
- KHARBOUCHE H., La relation CI/E à la lumière des théories de l'agence, de la théorie de stewardship, et de la TJP, Laboratoire EUROPERFORMANCE, 2006.
- LALALI R et ZIANI L., Mondialisation financière et investissement bancaire étranger en Algérie. Etat des lieux et contraintes, colloque international sur le thème : « L'économie algérienne dans la mondialisation : atouts et contraintes », à Tizi-Ouzou, 2009.
- MELBOUCI L., De l'économie administrée à l'économie de marché : quelles stratégies pour l'entrepreneur algérien face à la concurrence mondiale, communication faite au 8^e congrès international francophone en Entrepreneuriat et PME « CIFEPME » sur le thème « l'internationalisation des PME et ses conséquences sur les stratégies entrepreneuriales, 25, 26, 27 octobre 2006, Haute école de gestion (HEG) Fribourg, suisse.
- NOUVELLET D., « Comment rendre le capital investissement dans les PME plus attractif pour les investisseurs locaux et internationaux ? », communication faite au premier Euromed capital forum, que le groupe SIPAREX organise le 26 et le 27 mai 2005 à Lyon.
- STEVENOT A-G., Les conflits dans la relation capital investisseur/dirigeant : une analyse en termes de gouvernance cognitive, (communication faite à la XV^{eme} conférence internationale du management stratégique, à Annecy Genève, 13-16 juin 2006.

IV-Thèses et Mémoires :

- AISSE S, Le capital risque au Maroc : contribution à l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement, Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises de Casablanca, mémoire présenté pour l'obtention du diplôme national d'expertise comptable, session de Novembre 2003.
- DERKAOUI M.Z, Développement du capital investissement en tant que solution de financement du cycle de vie de l'entreprise : Cas du Maroc, ESC Lille - Mastère spécialisé en management financier international.

V-Documents Administratifs :

- AFIC, 2005, Rapport annuel sur l'activité du capital investissement en France.
- BELMIHOUB M C, Rapport sur les innovations dans l'administration et la gouvernance dans les pays méditerranéen, cas de l'Algérie, avril 2004.
- MPMEA. Ministère de la PME et de l'Artisanat. 2005. Bulletin d'information économique : Données de l'année 2004. N° 06. www.pmeart-dz.org. 40p.
- MPMEA. Ministère de la PME et de l'Artisanat. 2006. Bulletin d'information économique : Données de l'année 2005. www.pmeart-dz.org. 49p.
- MPMEA : Ministère de la PME et de l'Artisanat. 2007a. Programme d'Appui aux PME/PMI : des résultats et une expérience à transmettre. Rapport final, Euro Développement PME. Décembre. 94p.
- MPMEA : Ministère de la PME et de l'Artisanat. 2007b. Bulletin d'information économique : Données de l'année 2006. www.pmeart-dz.org. 42p.
- MPMEA : Ministère de la PME et de l'Artisanat. 2008. Bulletin d'information économique : Indicateurs de l'année 2007. N° 12. www.pmeart-dz.org. 42p.

- MPMEA : Ministère de la PME et de l'Artisanat. 2009. Bulletin d'information statistique : Indicateurs 2008. N° 14. www.pmeart-dz.org. 57p.
- Observatoire de la compétitivité, La lettre de l'Observatoire de la compétitivité : La compétitivité : objectifs de politiques économiques. N° 1, Luxembourg, juin 2004.
- ONS : Statistiques économiques, 2000, 2002 et 2005.
- Projet de rapport : pour une politique de développement de la PME en Algérie, CNES, Alger, 2002.
- Prospectus d'information du FSIE, première édition 2009.
- Rapport du FMI : Algérie : Questions choisies. N° 06/101. Washington, D.C. Mars 2006. 49. p.

VI-Textes Réglementaires :

- Loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit. Journal Officiel de la République Algérienne n° 16, 18 avril 1990, Alger, pp. 450-473.
- Ordonnance 03-11 du 26 août 2003 relative à la monnaie et au crédit. Journal Officiel de la République Algérienne n° 52, 27 août 2003, Alger.
- Loi n° 06-11 du 28 Joumada el Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la SCI.
- Décret exécutif n° 08-56 du 4 Safar 1429 correspondant au 11 février 2008, relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital investissement.
- Arrêté du 16 Joumada Ethania 1431 correspondant au 30 mai 2010 portant modèle de l'engagement et définissant les règles pratiques de conservation par les SCI des participations et de leur contrôle.

Les quotidiens :

- El WATAN économie du lundi 19 au dimanche 25 novembre 2007.
- El WATAN économie du lundi 31 mars au dimanche 6 avril 2008
- El WATAN économie du lundi 7 avril au dimanche 13 avril 2008.
- El WATAN économie du lundi 21 au dimanche 27 décembre 2009.
- EL MOUDJAHID du 18 mars 2008.

Sites Internet :

- www.andi.dz
- www.anvredet.org
- www.bank-of-algeria.dz
- www.fgar-dz.com
- www.finances-algeria.org
- www.joradp.dz
- www.cgci-dz.com
- www.ubm.org.tn
- www.algérie36.com

Abréviations et acronymes

AAAID : Arab Authority for Agricultural Investment and Development
ABSA : Actions à Bons de Souscription d'Actions
ADP : Actions à Droit de Priorité
ADPSDV : Actions à Droit de Priorité Sans Droit de Vote
ADS : Agence de Développement Social
AFIC: Association Française des Investisseurs en Capital
AGI : Autorisation Générale d'Importation
ALE : Agence Locale d'Exploitation
AMC : Aluminium Moroccan Company
AMIC : Association Marocaine des Investisseurs en Capital
ANC : Actif Net Comptable
ANDI : Agence Nationale de Développement Industriel
ANSEJ : Agence Nationale de Soutien à l'Emploi de Jeunes
ANVAR : Agence Nationale de Valorisation de la Recherche (France)
ANVREDET : Agence Nationale de Valorisation de la recherche et de Développement Technologique
ARDC : American Research & Development Corporation
ARIP : Appui à la Restructuration Industrielle et à la Privatisation
Art : Article
ASICOM : Algero-Saoudian Investment Company
BA : Business Angel
BADR : Banque de l'Agriculture et du développement Rural
BEA : Banque Extérieure d'Algérie
BEI : Banque Européenne d'Investissement
BDPME : Banque de Développement de PME
BFPME : Banque de Financement des Petites et Moyennes Entreprises (Tunisie)
BFR : Besoin en Fonds de Roulement
BIMBO: Buy In Management Buy Out
BIO : Belgium Investment Organisation
BM : Banque Mondiale
BMCE : Banque Marocaine de Commerce Extérieur
BNA : Banque Nationale d'Algérie
BRI : Banque des Règlements Internationaux
BSA : Bons de Souscription d'Action
CA : Conseil d'Administration
CA : Chiffre d'Affaires
CAB : Compagnie Algérienne de Banque
CAP : Confédération Algériennes des Promoteurs
CEE : Communauté Economique Européenne
CGCI : Caisse de Garantie des Crédits d'Investissements
CGEA : Confédération Générale des Employeurs Algériens
CI : Capital Investissement

CIM : Commerce International Méditerranéen
CMF : Conseil de Marché Financier
CMPC : Coût Moyen Pondéré du Capital
CMT : Crédit à Moyen Terme
CNAC : Caisse Nationale d'Assurance Chômage
CNEP : Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance
CNI : Commission Nationale des Investissements
CNPE : Conseil National des Participations de l'Etat
COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
CPA : Crédit Populaire d'Algérie
CR : Capital Risque
CRS : Capital Risque Solidaire
CSPA : Conseil Supérieur du Patronat Algérien
DA : Dinar Algérien
DG : Directeur Général
DT : Dinar Tunisien
ECI : Evaluation du Climat d'Investissement
ECIP : European Partners Investment Community
EGZI: Entreprise de Gestion des Zones Industrielles
EPE : Entreprises Publiques Economiques
ERISA : Employers Retirement Income Security Act
EVA : Economic Value Added
FAKI: Fonds Algéro Koweïtien d'Investissement
FCE : Forum des Chefs d'Entreprises
FCP: Fonds Commun de Placement
FCPI : Fonds Communs de Placement pour l'Innovation
FCPR : Fonds Communs de Placements a Risque
FED : Federal Reserve
FGAR : Fonds de Garantie des Crédits à la PME
FINALEP : Financière Algéro-Européenne des Participations
FMI : Fond Monétaire International
FMO : Société Financière Hollandaise
FOPRODI : Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle
FSIE : Fonds de Soutien a l'Investissement pour l'Emploi
GRH : Gestion des Ressources Humaines
HB : Housing Bank
IDI : Institut de Développement de l'Innovation
INAPI : Institut National de la Propriété Industrielle
IPA : Indicateur de la Pratique des Affaires
IPO : Initial Public offerings
IRA : Individual Retirement Account
IRI : Institut de Restructuration Industriel Italien
IS : Impôt sur les Sociétés
LBI : Leverage Buy In

LBO : Leverage Buy Out
 MIT : Massachusetts Institute of Technology
 MPEF : Maghreb Private Equity Fund
 MPMEA : Ministère des la Petite et Moyenne Entreprise et de l'Artisanat
 NRE : Nouvelles Régulations Economiques
 NTIC : Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication
 OAT : Obligations Assimilables du Trésor
 OBSA : Obligations à Bons de Souscription d'Actions
 OCA : Obligations Convertibles en Actions
 OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economiques
 OCR : Organisme de Capital Risque
 OMC : Organisation Mondiale de Commerce
 ONDPA : Office National de Développement, de Production et de Protection Aquacole
 OPA : Offre Publique d'Achat
 OPC : Organisme de Placement Collectif
 ORA : Obligations Remboursables en Actions
 OSCAR : Obligations à bons de Souscription Convertibles en Actions Remboursables
 PDG : Président Directeur Général
 PIB : Produit Intérieur Brut
 PME/PMI : Petite et Moyenne Entreprise/Petite et Moyenne Industrie
 PROPARCO : société de Promotion et Participation pour la Coopération économique
 RBE : Résultat Brut d'Exploitation
 RD : Recherche et Développement
 RES : Reprise de l'Entreprise par ses Salariés
 REX : Résultat d'Exploitation
 ROI : Return On Investment
 SARL : Société A Responsabilité Limitée
 SBA : Small Business Administration
 SBIC : Small Business Investment Company
 SCI : Société de Capital Investissement
 SCR : Société de Capital Risque
 SDR : Société de Développement Régional
 SEC : Security Exchange Commission
 SFI : Société Financière d'Innovation
 SFI : Société Financière Internationale
 SICAR : Société d'Investissement en Capital Risque
 SICAV : Société d'Investissement A Capital Variable
 SIFACO : Société Internationale de Fabrication et Commercialisation de produits industriels
 SIPAREX : Société d'Investissement et de Participation dans les entreprises Régionales en Expansion
 SME : Small and Middle Enterprises
 SODINCO : Société de Développement Industriel et Commercial
 SOFINANCE : Société Financière d'Investissement, de Participation et de Placement
 SPA : Société Par Action

STAEM : Société de Tabac Algéro-Emaratie

STAM : Société Tunisienne d'Acconage et de Manutention

STPA : Société Tunisienne de Produits Alumineux

TJP : Théorie de la Justice Procédurale

TRI : Taux de Rentabilité Interne

UE : Union Européenne

USA : United States of America

Liste des tableaux, schémas et figures

Liste des tableaux

Tableau 1 : Le phénomène des trois « D».....	11
Tableau 2 : Informations mises en place dans le reporting.....	38
Tableau 3 : La comparaison entre le capital-investisseur et le banquier.....	40
Tableau 4 : Les dates phares du capital-investissement américain.....	55
Tableau 5 : Poids des différents stades d'intervention.....	65
Tableau 6 : Poids de quelques secteurs d'activité.....	65
Tableau 7 : Les mécanismes de la gouvernance de la relation CI/Entrepreneur.....	79
Tableau 8 : Facteurs déterminants de la relation de confiance.....	94
Tableau 9 : Typologie des apports d'un capital-investisseur.....	123
Tableau 10 : Les mécanismes de la gouvernance cognitive.....	127
Tableau 11 : Deux approches complémentaires du capital-investissement.....	130
Tableau 12 : Les deux visions du processus d'implication à étapes des CI.....	131
Tableau 13 : La répartition des projets de la FINALEP par secteurs d'activité.....	150
Tableau 14 : La répartition des projets de la FINALEP par implantation géographique.....	151
Tableau 15 : La répartition des projets de la FINALEP par stade de CI.....	151
Tableau 16 : Le partenariat Algéro-Européen pour les médicaments.....	153
Tableau 17 : La coopération Algéro-européenne pour les unités agro-industrielles.....	153
Tableau 18 : La société RECTA FONDERIE.....	154
Tableau 19 : La méditerranéenne de bâtiment «MEDITBAT».....	154
Tableau 20 : MILOK SPA.....	155
Tableau 21 : Quelques innovations de la FINALEP.....	156
Tableau 22 : Le portefeuille de la SOFINANCE.....	161
Tableau 23 : La SOFINANCE en chiffres.....	161
Tableau 24 : Comparaison entre les SICAV et le FSIE.....	163
Tableau 25 : Fiche signalétique de la SODINCO Spa en 2008.....	174
Tableau 26 : TECHNOSOLAR système photovoltaïque.....	176
Tableau 27 : La consommation de sulfate d'alumine en Algérie.....	181
Tableau 28 : La consommation de sulfate d'alumine en Afrique.....	181
Tableau 29 : Le coût du projet financé par la SOFINANCE.....	182
Tableau 30 : La participation des partenaires.....	182
Tableau 31 : Les cash flows.....	183
Tableau 32 : Les paramètres de performance du projet.....	183
Tableau 33 : La formation du résultat.....	184
Tableau 34 : Les cash-flows mis à jour en 2004.....	184
Tableau 35 : Les frais divers.....	185
Tableau 36 : Le résultat distribuable.....	185
Tableau 37 : Le résultat distribué.....	185
Tableau 38 : L'estimation des dividendes.....	186
Tableau 39 : La rentabilité prévisionnelle.....	186
Tableau 40 : Les étapes de la réalisation du projet.....	188
Tableau 41 : Le plan d'investissement.....	194
Tableau 42 : Les participations des partenaires dans le projet.....	194

Tableau 43 : Les comptes du résultat.....	195
Tableau 44 : Les cash-flows.....	195
Tableau 45 : L'estimation des dividendes.....	196
Tableau 46 : Les déterminants de la rentabilité prévisionnelle.....	197
Tableau 47 : La classification des entreprises selon la taille.....	206
Tableau 48 : Evolution de la structure des PME en Algérie (1995-2008) en %.....	207
Tableau 49 : L'évolution des indicateurs de la pratique des affaires.....	218
Tableau 50 : Comparaison de l'indicateur de création d'entreprises.....	220
Tableau 51 : Evolution de quelques indicateurs sur la création d'entreprises.....	220
Tableau 52 : Le classement de l'Algérie en termes d'infrastructures.....	221
Tableau 53 : L'évolution globale des PME en Algérie.....	244
Tableau 54 : L'évolution de la part des PME dans le PIB, la valeur ajoutée et l'emploi.....	245
Tableau 55 : Bilan des souscriptions à la garantie financière de la CGCI.....	255
Tableau 56 : La garantie de CGCI comparée à celle d'autres organismes de garanties d'autres pays.....	256

Liste des schémas

Schéma 1 : Cheminée du financement des entreprises.....	27
Schéma 2 : La structure duale.....	31
Schéma 3 : Principes de fonctionnement de la Moudaraba.....	46
Schéma 4 : Principes de fonctionnement de la Moucharaka.....	47
Schéma 5 : Principes de fonctionnement de la Mourabaha.....	47
Schéma 6 : Principes de fonctionnement de l'Ijara.....	48
Schéma 7 : Principes de fonctionnement du Salam.....	49

Liste des figures

Figure 1 : Les relations entre les règles de gouvernance des fonds de pension américains et les entreprises cibles.....	18
Figure 2 : Le capital investissement : une intermédiation financière spécifique.....	19
Figure 3 : Domaine d'intervention du capital investissement et matrice « ROI/Risque».....	26
Figure 4 : Activités des banques et des investisseurs institutionnels.....	40
Figure 5 : Mécanismes de gouvernance de l'entreprise.....	85
Figure 6 : Modèle de KREPS.....	99
Figure 7 : Fondements de la confiance dans la relation CI/E.....	101
Figure 8 : Processus d'investissement et chaîne de valeur du capital investissement.....	118
Figure 9 : Les niveaux d'intervention de la connaissance.....	119
Figure 10 : L'intervention de la FINALEP selon le stade d'investissement.....	150
Figure 11 : Apport en fonds propres de la SOFINANCE.....	162
Figure 12 : La décomposition du capital de Sodinco en juillet 2001.....	173
Figure 13 : La décomposition du capital de Sodinco en septembre 2001.....	173
Figure 14 : la nature des PME en Algérie (1995-2008).....	207
Figure 15 : La structure des PME en Algérie, 2008.....	207
Figure 16 : Indice global du climat d'investissement, 2008-2009.....	218

Figure 17 : Indice de paiement d'impôts.....	219
Figure 18 : Diagramme SWOT entreprise cible.....	225
Figure 19 : Diagramme SWOT investisseur.....	226
Figure 20 : Le cercle vicieux du capital-investissement.....	229
Figure 21 : Le cercle vertueux du capital-investissement.....	230
Figure 22 : Le processus du financement par capital investissement de la FINALEP.....	243

Table des matières

Introduction générale.....	01
<u>PARTIE I :</u>	
<u>LES FONDEMENTS THEORIQUES DU CAPITAL INVESTISSEMENT</u>	
Introduction de la première partie.....	06
Chapitre I : Genèse et développement du capital investissement.....	08
Introduction au chapitre.....	09
Section I : La montée en puissance des investisseurs institutionnels.....	10
I.1-Les facteurs de développement des investisseurs institutionnels.....	10
1.1-Ouverture et globalisation de la sphère financière.....	10
1.2-La montée des déficits publics dans les pays industrialisés.....	12
1.3-Les programmes de privatisation et de restructuration.....	12
1.4-Système de retraite par capitalisation.....	12
I.2-Typologie des investisseurs institutionnels.....	12
2.1-Fonds de pension publics et privés.....	13
2.2-Les Organismes de Placement Collectif (OPC).....	14
2.3-Les compagnies d'assurance.....	14
2.4-Les banques ou les filiales de banques spécialisées dans le CI.....	14
2.5-Les autres catégories.....	14
I.3-Logiques sociales des investisseurs institutionnels.....	15
3.1-Logique d'enrichissement.....	15
3.2-Logique marchande.....	15
3.3-Logique d'accumulation.....	16
I.4-La politique des investisseurs institutionnels.....	16
4.1-La création de la valeur pour l'actionnaire.....	16
4.2-La mise en place de règles de gouvernance destinées à faciliter le contrôle.....	17
I.5-Le lien entre les investisseurs institutionnels et les capital-investisseurs.....	18
Section II : Décryptage du capital investissement.....	20
II.1-Définition du capital investissement.....	20
1.1-La variété des définitions.....	20
1.2-Réflexion sémantique : le Capital Risque (CR) et Capital Investissement (CI).....	22
1.3-L'identification des différents métiers.....	22
1.3.1-le capital risque.....	23
1.3.2-Le capital développement.....	24
1.3.3-Capital-reprise/transmission.....	25
1.3.4-Les autres métiers du capital-investissement.....	25
1.4-Domaine d'intervention du capital-investissement.....	26
1.5-Typologie du capital investissement.....	28
1.5.1-Selon la nature des investissements.....	28
1.5.2-Selon le degré d'indépendance ou d'appartenance.....	28
1.6-L'organisation d'une structure de capital investissement.....	29
1.6.1-Composition d'une structure de capital investissement.....	29
1.6.2-Les types de structures retenues par le capital investisseur.....	30
II.2-Les caractéristiques du capital investissement.....	32
2.1-La démarche de S. E. Pratt et P. Battini.....	32

2.2-L'importance des ressources humaines.....	33
2.3-La nature cyclique de l'activité.....	34
II.3-Les outils du capital investissement.....	34
3.1-Les outils de prise de décision pour l'investisseur.....	34
3.1.1-Le business plan.....	34
3.1.2-L'évaluation et la valorisation.....	36
3.2-Les outils d'accompagnement.....	37
3.2.1-Le monitoring « l'assistance ».....	37
3.2.2-Le reporting.....	37
3.3-Les outils juridico-financiers.....	38
3.3.1-Les titres qui donnent un accès direct au capital de l'entreprise.....	38
3.3.2-Les instruments qui donnent un accès différé au capital de l'entreprise.....	39
II.4-Etude comparative entre le CI et la finance traditionnelle.....	39
4.1-La démarche de Zopounidis.....	39
4.2-La comparaison entre le capital investisseur et le banquier.....	40
4.2.1-Le financement.....	41
4.2.2-Ressources du métier.....	42
4.2.3-La clientèle ciblée.....	42
4.2.4-La qualité de l'étude préalable au financement.....	44
4.2.5-La gestion du financement.....	44
4.2.6-La mesure de la performance des investissements réalisés.....	44
II.5-La finance islamique et le capital investissement.....	44
5.1-Les principes de la finance islamique.....	44
5.1.1-Trois principes dits « négatifs ».....	44
5.1.2-Deux obligations « positives ».....	45
5.2-Principe de la banque islamique.....	45
5.3-Instruments de financement islamique.....	45
5.3.1-Le partage de profits et pertes « PPP ».....	45
5.3.2-Les contrats basés sur la vente.....	47
5.4-Contrats islamiques pertinents pour le capital-investissement.....	50
5.4.1-Moucharaka.....	50
5.4.2-L'Istisna'a.....	50
5.4.3-Le Salam.....	51
Section III : Examen du capital investissement au niveau international.....	52
III.1-Les prémisses du capital investissement.....	52
III.2-Historique et les facteurs clés de succès du venture capital américain.....	52
2.1-Un bref historique du capital investissement aux Etats-Unis.....	52
2.2-Les facteurs clés de succès du venture capital américain.....	55
2.2.1-Un fort esprit d'entreprise.....	55
2.2.2-De fortes concentrations géographiques d'entreprises : les clusters.....	56
2.2.3-Des incubateurs performants.....	57
2.2.4-Des fonds de capital risques puissants.....	57
2.2.5-Des Business Angels nombreux et structurés.....	57
2.2.6-Des aides importantes accordées par l'Etat.....	57
2.2.7-Un cadre légal et réglementaire incitatif.....	58
2.2.8-Des fonds publics et des organismes de garantie des investissements.....	58
III.3-Le capital investissement en Europe.....	59
3.1-L'état du capital investissement en Europe.....	59

3.2-Les obstacles au développement du capital investissement en Europe.....	60
3.3-Les mesures stratégiques de l'UE.....	60
3.3.1-Adoption de mesures d'encouragement.....	60
3.3.2-Adoption de règles prudentielles.....	60
III.4-Le capital investissement en France.....	60
4.1-Les intervenant dans l'activité de capital investissement.....	60
4.1.1-Les formes juridiques des organismes de capital investissement.....	61
4.1.2-L'Agence Nationale de Valorisation de la Recherche (ANVAR).....	62
4.1.3-L'Association Française d'Investissement en Capital (AFIC).....	62
4.2-Les facteurs favorables au développement du capital investissement Français.....	63
4.2.1-Une forte reprise de la croissance économique depuis 1994.....	63
4.2.2-La création d'un Marché de Gros de Titres d'entreprise.....	63
4.2.3-Emergence de marchés boursiers adaptés au métier.....	63
4.2.4- L'intervention de l'état.....	63
4.2.5-L'aspect culturel.....	63
4.3-Les dates phares du CI français.....	63
III.5-Le capital investissement au Maghreb.....	65
5.1-Le capital investissement au Maroc.....	65
5.1.1-Les principaux opérateurs de capital investissement au Maroc.....	65
5.1.2-Les principales phases de croissance du CI marocain.....	65
5.1.3-Le cadre légal du capital risque au Maroc.....	66
5.2-La pratique du capital investissement en Tunisie.....	67
5.2.1-Le cadre juridique.....	68
5.2.2-Le cadre fiscal.....	68
5.2.3-Les instruments d'intervention.....	68
5.2.4-Analyse critique de l'expérience tunisienne.....	69
Conclusion du chapitre.....	70
Chapitre II : L'analyse de la relation CI/E a la lumière des théories de la firme.....	71
Introduction au chapitre.....	72
Section I : La relation CI/E à la lumière de la théorie de l'agence.....	73
I.1-La relation d'agence.....	73
1.1-La divergence d'intérêts entre le principal et l'agent.....	73
1.2-L'asymétrie informationnelle.....	75
I.2-L'analyse de la relation CI/entrepreneur par la théorie de l'agence.....	77
2.1-La genèse de la relation d'agence dans le contrat de CI.....	77
2.2-Les mérites de la théorie d'agence.....	78
I.3-Les moyens de coercition des CI : la gouvernance de la relation CI/E.....	78
3.1-Les leviers juridiques.....	80
3.1.1-Le pacte d'actionnaires.....	80
3.1.2-Le conseil d'administration.....	81
3.1.3-La convention d'investissement.....	82
3.2-Les instruments financiers.....	82
3.2.1-Le financement par étapes.....	82
3.2.2-Les titres financiers hybrides.....	82
3.2.3-Le financement par syndication.....	83
3.2.4-La rémunération de l'entrepreneur ou la motivation financière du management.....	83
3.3-Les mécanismes externes.....	84

3.3.1-Le marché des biens et services.....	84
3.3.2-Le marché financier.....	84
I.4-Les limites de l'application de la théorie de l'agence à la relation CI/E.....	86
4.1-La remise en cause de la scientificité de la théorie de l'agence.....	86
4.2-La non pertinence des informations cachées par l'entrepreneur.....	87
4.3-L'occultation des mécanismes de la création de la valeur.....	87
4.4-L'évolution de la relation.....	88
4.4.1-Avant l'investissement.....	88
4.4.2-Après l'investissement.....	89
Section II : La justice procédurale, l'intendance et les conventions : de nouvelles approches pour la compréhension de la relation CI/E.....	90
II.1-La théorie de la justice procédurale.....	90
1.1-L'importance de la justice procédurale.....	90
1.2-L'application de la justice procédurale à la relation CI/E.....	90
1.3-Les volets de la perception de la justice.....	91
II.2-Les différentes facettes du concept de confiance dans les relations économiques.....	92
2.1-Aspects statiques et dynamiques de la confiance.....	92
2.2-Axiomatique de la confiance.....	93
2.2.1-L'inséparabilité de la confiance et de la défiance.....	93
2.2.2-La volatilité.....	93
2.2.3-La multiplicité de ses mécanismes.....	93
2.3-Les facteurs déterminants de la relation de confiance.....	93
2.4-Les enjeux de la confiance dans le design du contrat de partenariat CI/entrepreneur.....	95
2.4.1-Nature explicite du contrat de partenariat : dimension contractuelle.....	95
2.4.2-Nature implicite du contrat : la confiance comme dimension relationnelle.....	96
2.4.3-Les avantages de l'instauration de la confiance entre CI et dirigeant.....	97
2.4.4-L'instauration de la confiance et les processus d'interaction.....	98
II.3-L'explication de l'instauration de la confiance dans la relation CI/E par la TJP.....	99
3.1-Le modèle de KREPS.....	99
3.2-La coopération CI/E : Un processus socioéconomique.....	100
3.2.1-Le feedback informationnel.....	100
3.2.2-L'influence du capital-investisseur.....	101
3.3-La perception par le CI de la justice procédurale.....	101
3.4-La perception par l'entrepreneur de la justice procédurale.....	102
3.4.1-Les mécanismes de gouvernance.....	102
3.4.2-Les antécédents de l'entrepreneur.....	102
3.4.3-Les conditions financières de l'entreprise.....	103
3.5-Les limites de l'étude de la relation CI/E par la TJP.....	103
3.5.1-Les lacunes conceptuelles.....	103
3.5.2-La limite du champ d'application de la TJP.....	103
II.4-La théorie de la coopération « Stewardship theory ».....	104
4.1-La genèse de la théorie de l'intendance.....	104
4.2-La théorie de l'intendance comme alternative à la théorie de l'agence.....	105
4.2.1-La relation CI/Entrepreneur à la lumière de la théorie du stewardship.....	106
4.2.2-L'applicabilité de la théorie du stewardship à l'analyse de la relation CI/E.....	107
4.3-Les limites de l'apport de la théorie du stewardship à la compréhension de la relation CI/E..	108
4.3.1-Une analyse focalisée sur le capital investisseur.....	108
4.3.2-L'idéalisation de l'entrepreneur.....	109

II.5-Le CI met en jeu plusieurs formes de coordination.....	109
5.1-La genèse du courant conventionnaliste.....	109
5.2-Présentation de la théorie des conventions.....	109
5.2.1-Le concept de convention.....	109
5.2.2-Hypothèses et postulats.....	110
5.2.3-Les composantes d'une convention.....	111
5.3-Adéquation entre le cadre d'analyse, la théorie des conventions, et le CI.....	111
5.3.1-Le CI et la théorie des conventions.....	111
5.3.2-Les principales règles conventionnelles du marché du capital investissement.....	113
5.3.3-Enjeux sur les formes de coordination du capital investissement.....	113
5.3.4-La confiance sous le regard des conventions.....	114
5.4-Les mérites de la théorie des conventions.....	114
5.5-Les limites de la théorie des conventions.....	115
Section III : La relation CI/E à la lumière de la gouvernance cognitive.....	116
III.1-La genèse de l'approche cognitive.....	116
1.1.-Les évolutions cognitives dans l'analyse de la firme.....	116
1.2-La création de valeur et les théories cognitives.....	117
III.2-La gouvernance cognitive des entreprises financées par CI.....	117
2.1-La collaboration productive entre l'actionnaire et le dirigeant.....	117
2.2-Coopération et création de valeur.....	118
2.3-L'intervention de la connaissance.....	119
2.4-Le rôle cognitif de l'actionnaire-accompagnant.....	119
2.5-Une contribution à la création de la valeur : apport du CI en ressources cognitives.....	120
2.5.1-Les dimensions de l'intervention des capital investisseurs.....	121
2.5.2-L'influence des CI sur la GRH des entreprises financées.....	123
III.3-Les conflits cognitifs dans la relation CI/Entrepreneur.....	124
3.1-Contexte d'apparition des conflits cognitifs.....	124
3.1.1-Le problème de l'effort.....	124
3.1.2-Le problème de l'horizon temporel.....	124
3.1.3-Le problème de différentiel d'aversion au risque.....	125
3.1.4-Le problème de la mauvaise utilisation des actifs de l'entreprise.....	125
3.2-Les origines des conflits cognitifs entre capital-investisseur et l'entrepreneur.....	125
3.2.1-Une différence d'interprétation d'une clause d'un protocole.....	125
3.2.2-Un reporting peu fiable.....	125
3.2.3-Les divergences d'opinions stratégiques.....	126
3.2.4-Le remplacement des dirigeants.....	126
3.3-La vision positive des conflits cognitifs.....	126
III.4-La représentation cognitive du système de gouvernance.....	127
4.1-Les mécanismes de la gouvernance cognitive.....	127
4.2-La politique de financement dans l'optique de la gouvernance cognitive.....	127
4.2.1-Les fonds propres externes (Exemple du capital investisseur).....	128
4.2.2-L'autofinancement.....	128
4.2.3-La dette financière.....	128
4.3-L'interprétation du rôle du conseil d'administration dans la gouvernance cognitive.....	129
4.4-Impact sur les mécanismes de prise de contrôle.....	129
4.5-Les implications pour l'équipe dirigeante.....	129
4.6-Une analogie entre la gouvernance disciplinaire et la gouvernance cognitive.....	129

III.5-Les limites des théories cognitives.....	132
5.1-Limites générales du modèle cognitif.....	132
5.1.1-L'ambiguïté du corpus théorique.....	132
5.1.2-La non intégration de l'évolution des frontières de la firme.....	132
5.1.3-Le marché est aussi producteur de connaissance.....	132
5.1.4-La connaissance n'est pas exogène.....	132
5.1.5-La non identification des moyens développant les capacités dynamiques.....	133
5.2-Les limites de l'influence des CI sur la GRH.....	133
5.2.1-Le manque de compétences spécifiques et la crainte d'engager leur responsabilité.....	133
5.2.2-Une attitude méfiante et défensive des dirigeants : la réactance psychologique.....	133
5.2.3-L'enracinement du dirigeant.....	133
Conclusion au chapitre.....	134
Conclusion de la première partie.....	135

PARTIE II

PROBLEMATIQUES ET ATOUS DU CAPITAL INVESTISSEMENT EN ALGERIE

Introduction de la deuxième partie.....	138
Chapitre I : L'état des lieux de la pratique du CI en Algérie.....	140
Introduction au chapitre.....	141
Section I : La pratique du capital investissement en Algérie.....	142
I.1- Le cadre réglementaire du CI en Algérie.....	142
1.1-La loi n° 06-11 24 Juin 2006 relative à la SCI.....	142
1.1.1-Statut et capital.....	142
1.1.2-L'exercice de l'activité de capital investissement.....	142
1.1.3-Les règles prudentielles relatives aux opérations de prises de participation.....	142
1.1.4-Le contrôle de la société de capital investissement.....	142
1.1.5-Le statut fiscal de la société de capital investissement.....	143
1.2-Le décret exécutif n° 08-56 du 04 Safar 1429 correspondant au 11 février 2008.....	143
1.2.1-Capital social minimum et modalité de sa détention.....	143
1.2.2-Conditions d'octroi et de retrait de l'autorisation d'exercice.....	144
1.2.3-Statut fiscal de la SCI et des investisseurs.....	144
1.3-L'arrêté du 16 Joumada Ethania 1431 correspondant au 30 mai 2010.....	144
I.2-Cartographie des Organismes de CI en Algérie.....	145
2.1-Les organismes nationaux.....	145
2.1.1-Le Fonds de Capital Risque de la BEA et Siparex (France).....	145
2.1.2-El-Djazaïr Istithmar.....	145
2.1.3-LAFICO.....	145
2.1.4-Le FAKI : Fonds Algéro-koweïtien d'Investissement.....	146
2.1.5-La société d'investissement Algéro-Saoudienne «ASICOM».....	146
2.1.6-Les sociétés en projet.....	147
2.2-Les fonds internationaux.....	147
2.2.1-Afric invest.....	147
2.2.2-Proparco.....	147
Section II : Etude des principaux OCI en Algérie.....	148
II.1-La FINALEP.....	148
1.1-Création : contexte et objectifs.....	148
1.2-Les activités de la FINALEP.....	148

1.3-Objet social.....	149
1.4-Bilan des activités de la FINALEP.....	149
1.4.1-Présentation générale.....	149
1.4.2-Le choix du portefeuille de participation.....	150
1.4.3-L'analyse des principales participations de la FINALEP.....	152
1.4.4-La FINALEP et l'innovation.....	156
II.2-La SOFINANCE.....	157
2.1-Les missions de la SOFINANCE.....	157
2.1.1-Les opérations de participation et de financement.....	157
2.1.2-L'ingénierie financière.....	158
2.1.3-La formation.....	159
2.2-Organisation de la SOFINANCE.....	160
2.3-Les suggestions de coopération.....	160
2.4-Bilan des activités de la SOFINANCE.....	160
2.5-Les critères d'éligibilité.....	162
2.5.1-Création nouvelle.....	162
2.5.2-Projet de développement.....	162
II.3-Le FSIE : une première expérience de capital-risque solidaire.....	163
3.1-Présentation du Fonds.....	163
3.1.1-La fiche signalétique du fonds.....	163
3.1.2-Les caractéristiques du fonds.....	163
3.2-Objet social du FSIE.....	164
3.3-Objectifs attendus.....	164
3.4-Régime fiscal du Fonds et ses actionnaires.....	165
3.4.1-Avantages fiscaux en faveur du Fonds.....	165
3.4.2-Avantages fiscaux en faveur des actionnaires.....	165
3.5-Politique de placement et d'investissement.....	165
3.5.1-Les entreprises visées.....	166
3.5.2-Les secteurs ciblés : Le FSIE à la recherche des créneaux porteurs.....	166
3.5.3-Analyse des projets d'investissement : les critères de sélection.....	167
II.4-Le MPEF : Un fonds d'investissement pour les trois pays du Maghreb Central.....	168
4.1-Présentation du fonds.....	168
4.1.1-Objectif du fonds.....	168
4.1.2-Maghreb Private Equity Fund I.....	169
4.1.3-Maghreb Private Equity Fund II.....	169
4.2-Les avantages et inconvénients du recours à un fonds d'investissement.....	170
4.3-La valeur ajoutée apportée aux entreprises accompagnées.....	170
4.4-Les conditions d'éligibilité et les étapes de sélection des entreprises financées.....	170
4.5-Les mécanismes de sorties en l'absence d'un marché boursier efficient.....	171
4.6-Les opérations financées en Algérie.....	172
4.6.1-La SODINCO.....	172
4.6.2-NCA Rouïba.....	172
4.6.3-La société Maghreb Leasing Algérie.....	172
Section III: Examen de quelques entreprises financées par CI en Algérie.....	173
III.1-La société de développement industriel et commercial « SODINCO ».....	173
1.1-Présentation de la SODINCO Spa.....	173
1.2-Les raisons du recours à un fond d'investissement.....	174
1.3-L'entreprise pendant la prise de participation.....	174

1.4-L'apport cognitif du MPEF.....	175
1.5-La sortie.....	176
III.2-TECHNOSOLAR.....	176
2.1-Fiche signalétique de TECHNOSOLAR.....	176
2.2-Domains d'activité de TECHNOSOLAR.....	177
2.3-Les réalisations de TECHNOSOLAR.....	177
2.4-Les perspectives de TECHNOSOLAR.....	178
III.3-La société Algéro-Marocaine « AGMS » (SOFINANCE).....	179
3.1-Etude technique du projet.....	179
3.1.1-Présentation générale du projet et état des lieux.....	179
3.1.2-La présentation du produit.....	179
3.1.3-Présentation des promoteurs du projet.....	180
3.1.4-L'étude de marché.....	180
3.2-Aspects financiers du projet.....	182
3.2.1-Coût du projet.....	182
3.2.2-Plan de financement et structure du capital.....	182
3.2.3-La valeur actuelle nette et taux de rentabilité interne.....	183
3.2.4-Nouvelle mise à jour des données prévisionnelles.....	183
3.2.5-Mesure de la performance du projet.....	184
3.2.6-Estimation de la rentabilité prévisionnelle de la SOFINANCE.....	185
3.3-Analyse du montage juridique de l'opération de participation.....	187
3.3.1-Le management.....	187
3.3.2-Le couple marché/produit.....	187
3.3.3-La stratégie.....	188
3.3.4-Les mécanismes de sortie.....	188
3.3.5-Analyse portant sur les clauses du pacte d'actionnaires.....	188
3.3.6-La garantie de passif.....	189
III.4-La CONDIDER/SPA.....	191
4.1-Présentation générale du projet.....	191
4.1.1-Présentation des partenaires.....	191
4.1.2-Présentation succincte des associés.....	191
4.1.3-Le domaine d'activités de la société à créer.....	192
4.1.4-L'étude du marché.....	193
4.1.5-Organisation et processus de fabrication.....	193
4.1.6-Approvisionnement.....	193
4.1.7-Avantages fiscaux.....	193
4.2-Les aspects financiers du projet.....	193
4.2.1-Investissements et Financement.....	194
4.2.2-Exploitation Prévisionnelle.....	195
4.3-Négociation du pacte d'actionnaires.....	197
4.4-Les critères de prise de décisions.....	197
4.4.1-Le management.....	198
4.4.2-le couple produit/marché.....	198
4.4.3-La stratégie.....	198
4.4.4-Les aspects financiers.....	199
4.4.5-Les possibilités de sortie.....	199
Conclusion du chapitre I.....	200

Chapitre II : Contraintes et perspectives de l'industrie du CI en Algérie.....	201
Introduction.....	202
Section I : Un bref constat économique de l'Algérie.....	203
I.1-Genèse et développement des PME en Algérie.....	203
1.1-La période de l'économie administrée (1962-1988).....	204
1.1.1-La période 1962-1982.....	204
1.1.2-La période 1982-1988.....	204
1.2-A partir de 1988 : Les PME en quête de nouvelles perspectives.....	205
I.2-Les caractéristiques générales des PME algériennes.....	205
2.1-Définition.....	205
2.2-Evolution des PME algériennes.....	206
I.3-Les déterminants macroéconomiques de la compétitivité des PME algériennes.....	207
3.1-Une pluralité des structures d'appui à la PME.....	208
3.1.1-Ministère des petites et moyennes entreprises.....	209
3.1.2-Les structures d'aide à la création d'entreprises (activités économiques).....	210
3.2-L'environnement économique.....	214
3.2.1-Les indicateurs de gouvernance publique.....	214
3.2.2-Les évaluations du climat d'investissement (ECI).....	217
3.2.3-Les indicateurs de la pratique des affaires.....	218
3.3-Le cadre institutionnel et réglementaire.....	219
3.4-Les infrastructures.....	220
3.5-Politique de la concurrence.....	221
I.4-Les contraintes propres à l'environnement des PME : faiblesse de la demande de CI.....	222
4.1-Une pénurie de PME de haute-technologie.....	222
4.2-Les capacités d'innovation des PME algériennes.....	222
4.3-La spécificité de la start-up innovante et la problématique de son financement.....	224
4.3.1-Les contraintes pour l'entreprise financée.....	225
4.3.2-Les contraintes pour l'investisseur.....	226
Section II : Problématiques et contraintes de la pratique du CI en Algérie.....	227
II.1-Les contraintes liées à l'environnement économique et social.....	227
1.1-Un environnement financier peu propice.....	227
1.2-Absence de mécanismes de sortie.....	227
1.2.1-La mort de la participation.....	227
1.2.2-Le remboursement du capital.....	228
1.2.3-La sortie financière.....	228
1.2.4-La sortie industrielle.....	228
1.2.5-L'introduction en bourse.....	228
1.2.6-La cession aux fondateurs, aux actionnaires ou aux salariés.....	228
1.3-Le manque de ressources : Faiblesse de l'offre de capital investissement.....	230
II.2-Contraintes liées à l'environnement institutionnel du CI.....	230
2.1-Contraintes propres à la réglementation en vigueur.....	230
2.2-Contraintes spécifiques à l'activité de CI.....	231
2.2.1-Sur le plan juridique : absence d'un cadre légal et réglementaire spécifique.....	231
2.2.2-L'article 104 de l'Ordonnance n°03-11 du 26 août 2003 sur la monnaie et le crédit.....	231
2.2.3-Un niveau de capital social inadapté à l'activité de capital investissement.....	232
2.2.4-Absence de mécanismes de garantie.....	232
2.2.5-Sur le plan fiscal : absence d'un régime fiscal approprié à cette activité.....	233

2.2.6-Sur le plan comptable et financier.....	233
II.3-Les contraintes culturelles : la non maîtrise d'une relation d'agence.....	233
3.1-Le problème des mentalités et de la culture d'entreprise.....	233
3.2-Le caractère familial de l'entreprise : La SARL, l'autre souci.....	235
3.3-L'absence d'une culture managériale.....	236
3.4-Le manque de transparence de l'information.....	236
3.5-La faiblesse des fonds propres et de l'autonomie financière.....	236
II.4-Les contraintes du CI en Algérie et la phase de développement du projet.....	237
4.1-La phase de levée de fonds : La fiscalité en tant qu'un excellent catalyseur.....	237
4.2-La phase d'investissement : De réelles contraintes ressenties.....	238
4.2.1-Le problème d'insuffisance des opportunités d'investissement.....	238
4.2.2-Le problème de l'absence de la culture du « Private Equity ».....	238
4.2.3-Le problème de la transparence comptable.....	238
4.2.4-Le problème du manque de protection légale.....	239
4.3-La sortie : Une problématique qui handicape l'entrée.....	239
II.5-Les contraintes liées au cheminement du traitement d'un dossier de participation.....	239
5.1-L'étude du dossier.....	239
5.1.1-La sélection des demandes.....	240
5.1.2-La réception de l'étude de faisabilité.....	240
5.1.3-La première réunion du comité interne.....	240
5.1.4-La prise en considération.....	240
5.1.5-La deuxième réunion du comité interne.....	241
5.2-La prise de participation.....	241
5.2.1-La signature du pacte d'actionnaires.....	241
5.2.2-La souscription à la garantie de passif.....	241
5.2.3-La recherche d'éventuels partenaires financiers.....	242
5.2.4-La création de société conjointe.....	242
5.2.5-Le suivi de la participation.....	242
5.3-Le désinvestissement.....	243
Section III : Les atouts et les perspectives du CI en Algérie.....	244
III.1-L'évolution du rôle économique des PME algériennes.....	244
1.1-Les privatisations.....	245
1.2-Les programmes d'appui à la compétitivité des entreprises.....	246
1.2.1-Programme National pour l'Amélioration de la Compétitivité Industrielle.....	246
1.2.2-Programme d'Appui au Développement des PME (Euro Développement PME).....	246
1.2.3-Le Programme National de Mise à Niveau de la PME.....	247
1.3-La création d'incubateurs et les pépinières.....	249
1.4-La révision du code des marchés publics.....	250
III.4-Les autres programmes publics.....	251
4.1-Programme de Relance et de Développement Économique 2005-2009.....	251
4.2-Programme 2010-2014.....	251
III.2-Les contraintes et les limites du financement bancaire.....	252
2.1-Des exigences bancaires démotivantes.....	252
2.2-La lenteur de la réforme du secteur bancaire.....	253
2.3-Régulation inadaptée aux nécessités d'allocation des ressources.....	253
III.3-Accompagnement des investisseurs étrangers : Ouverture sur les marchés extérieurs.....	254
III.4-La création d'organismes de garantie.....	255
4.1-La CGCI.....	255

4.1.1-Le bilan de la CGCI.....	255
4.1.2-Les avantages offerts par la CGCI.....	256
4.2-Le FGAR.....	256
4.2.1. La mission du FGAR.....	256
4.2.2-Les critères d'éligibilité.....	256
4.2.3-Les relations entre le FGAR, les PME, les entrepreneurs et les institutions financières...	257
4.2.4-Le bilan du FGAR.....	257
4.2.5-Le FGAR et la mise à niveau.....	258
III.5-Quelques mesures pour promouvoir le CI en Algérie.....	259
5.1-L'adoption d'une définition propre du capital-investissement algérien.....	259
5.2-La Vulgarisation de l'activité du CI auprès des industriels.....	259
5.3-L'implication des investisseurs institutionnels.....	259
5.4-La participation des travailleurs.....	259
5.5-Intégration de la notion de risque dans les programmes d'enseignement.....	259
5.6-La création d'un marché boursier.....	259
5.7-Le consentement d'une plus grande marge de manœuvre.....	260
5.8-La formation des professionnels.....	260
5.9-Développement d'un outil d'information diversifié.....	260
Conclusion du chapitre II.....	261
Conclusion de la deuxième partie.....	262
Conclusion générale.....	265
Bibliographie.....	269
Abréviations et acronymes.....	279
Liste des tableaux, graphiques et schémas.....	283
Table des matières.....	286
Annexes.....	298

ANNEXES

Annexe n°1 : Actes de prise en charge d'un dossier

La FINALEP, société de capital risque, intervient en fonds propres dans des projets en création, en développement ou en restructuration.

Le volume de sa participation peut représenter 20% des fonds propres ; ses critères d'analyse sont rattachés à la fiabilité économique du projet et à sa rentabilité ; la sortie est envisagée entre 5 et 10 ans par une cession de ses parts au profit de ses partenaires dans le projet.

PROCEDURE :

Les affaires proposées à la Finalep se font à partir de la présentation d'une étude de faisabilité réalisée par le promoteur du projet. La Finalep peut, dans certains cas, réaliser cette étude pour le compte du projet dans des conditions à définir par les parties.

La décision de participation, ou de rejet, est rendue dans un délai de 2 à 6 mois. Elle est surtout fonction de la maturité du projet.

MODALITES :

La prise en charge d'une étude par Finalep implique pour cette dernière, certaines obligations:

- Analyse de l'étude ;
- Conseils financiers et juridiques pour présenter au mieux l'étude aux convenances de la banque, de l'APSI et éventuellement d'autres partenaires ;
- Démarches auprès de l'APSI,
- Recherche de partenaires Industriels et Financiers ;
- Organisation de rencontres avec des partenaires potentiels,
- Assistance de la nouvelle société auprès des banques,
- Recherche de sources de financement et de subventions éventuelles : Banques, ECIP
- Assistance de la nouvelle société dans l'accomplissement des formalités légales de création (Notaire, RC,),

Toutes ces obligations supposent la mobilisation d'un personnel spécialisé et éventuellement l'assistance de consultants externes. Cette phase préliminaire engendre pour la Finalep des charges non négligeables. Pour cela, il est demandé aux promoteurs de projets qui nous sollicitent une participation à ces frais.

Le paiement de cette participation intervient au terme des premières discussions (discussions sur le projet et sur les modalités de participation de la Finalep, remise de l'étude...).

Annexe n°2 : Protocole d'accord

Considérant l'intérêt des parties désignées ci-dessus à collaborer en vue de la création conjointe d'une société ayant pour activité ...

Il a été convenu entre :

Finalep, spa, Financière Algéro-Européenne de Participation, au capital de 191 000 000,00 DA dont le siège est à Staouéli, RB 11 dans le GG d'Alger et représentée par son directeur général, Monsieur Saïd BELHAIDOUNI ;

Et... ;

Article 1 :

Les parties s'entendent pour collaborer en vue de permettre à la Finalep de se prononcer sur sa participation financière au projet soumis. A cet effet, une étude de faisabilité est remise par le promoteur du projet à la Finalep.

La réception de l'étude par la Finalep n'implique pas un accord de participation de celle-ci dans le projet. Elle constitue un accord de principe pour l'étude de cette participation. La décision de la Finalep ne sera communiquée qu'après consultation de son Conseil d'Administration.

La Finalep s'engage à respecter le caractère confidentiel de toute information ou document qui sera fourni par le promoteur.

Article 2 :

Les deux parties conviennent d'une disponibilité totale en vue d'étudier le projet et d'arrêter conjointement un montage permettant la faisabilité du projet.

Les parties se rencontreront autant de fois que nécessaire pour répondre à toutes les interrogations découlant de l'analyse de l'étude de faisabilité.

Article 3 : Obligations

Pour sa part, la Finalep fera part au promoteur de toutes remarques relatives à la faisabilité technique, financière et juridique du projet. Une nouvelle rédaction de l'étude interviendra après l'approbation des modifications proposées ; celle-ci sera *élaborée*, par la Finalep.

Cette étude peut servir entre autre à l'APSI et à la demande de crédit bancaire.

Pendant cette phase préliminaire, la Finalep s'engage à proposer, en accord avec le promoteur, le schéma le plus adapté pour la réalisation de ce projet et à tout mettre en œuvre pour la réussite de celui-ci (recherche d'autres partenaires, de fournisseurs, de financement...).

Cet engagement ne peut en aucun cas constituer pour Finalep une obligation de résultat.

De même, la Finalep assistera le promoteur dans toutes ses démarches auprès de l'APSI, de ses Fournisseurs, d'autres Partenaires potentiels et des Institutions financières.

Article 4 : Frais d'ouverture de dossier

Les frais d'ouverture de dossier pour ce projet sont estimés à...DA, et seront payés selon le schéma suivant :

- . 50% à la réception du dossier,
- . 50% à la communication de la décision de la Finalep.

Le paiement des frais d'ouverture de dossier ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une restitution, et ce quelque soit la décision de la Finalep sur sa participation au projet.

Une note d'honoraire sera établie à cet effet, ce qui permettra une comptabilisation de cette dans la nouvelle société.

En cas de décision négative de la Finalep, l'étude élaborée à cet effet devient la propriété du projet et Finalep se voit *dégagée* de toute obligation vis à vis de celui-ci.

Article 5 : Différend

En cas de différend dans l'interprétation du présent protocole, les parties conviennent d'un règlement à l'amiable.

En cas d'échec de la conciliation, la relation contractuelle devient nulle et sans effet sans remettre en cause les engagements antérieurs.

Les parties renoncent à toute voie de recours ou d'appel. P/Finalep P/

Annexe n°3 : Conseil de participation de l'état -8^{ème} session- 9 décembre 2002

Résolution n° 05/2002/09

Relative au partenariat de participation

DIPROCHIM (Algérie)-SOFINANCE (Algérie)- FTPA (Algérie)

(Production de sulfate d'alumine)

Le Conseil de Participation de l'Etat donne son accord de principe pour la réalisation de ce projet dans le cadre d'un partenariat avec l'AMC et la SOCIEDIP.

Le Conseil des Participation de l'Etat charge en conséquence le MPPI à l'effet de réunir le comité de suivi afin de valider techniquement les prises de participation envisageables et les apports en nature susceptibles d'être engagés.

VERIFICATIONS D'USAGE

Ces recommandations sont le résultat de nos expériences tirées des opérations consistant soit :

- *A une* ouverture de capital, ce qui suppose que la société dispose d'un certain nombre d'actifs auxquels peut correspondre deux valeurs : une comptable et l'autre marchande ;
- *A une* création nouvelle, avec cependant un apport en nature qui peut être sujet à des valorisations différentes.

Par ailleurs, certaines vérifications se sont avérées nécessaires, que ce soit sur le volet administratif, comptable ou financier.

Nous exposons ci-dessous un recueil des rubriques à considérer avec beaucoup de précautions pour permettre une participation saine de la SOFINANCE au projet :

AU NIVEAU DES DOCUMENTS ADMIMTSTRATTFS

Statuts : actionnaires, capital, siège...

Protocole ou convention : Tout autre document officiel qui régit l'organisation de la société ou qui lie les actionnaires;

. Registre de commerce ;

Situation des biens de la société : Pour les biens immobiliers, voir le statut (Location ou Propriété), vérifier les actes de propriété et les baux de location et les différentes autorisations des services techniques (Permis de construire...)

Hypothèques et nantissement : Vérifier l'état de toutes hypothèques ou nantissement donnés par la société ;

. Evaluation des actifs : Après décision favorable du comité exécutif de la SOFINANCE, Prévenir la relation que tous les biens de la société (matériels et immatériels) seront soumis à

une expertise judiciaire avec une justification de toutes les dépenses, authenticité des actes, conformité des autorisations...

Aussi, la SOFINANCE peut, à sa charge, procéder à une expertise contradictoire.

Ces évaluations restent une référence, elles sont sujettes à négociation.

AU NIVEAU DES DOCUMENTS COMPTABLES ET FINANCIERS :

Bilans : s'il y a clôture d'un exercice, exiger des bilans certifiés ; Engagements : crédits bancaires, cautions et avances d'associés; Contrats : vérifier tout contrat engageant la société ; Situation fiscale et para-fiscale.

Annexe n°4 : GUIDE POUR L'ELABORATION DE L'ETUDE DE FAISABILITE

LE PROJET :

- D'où vient l'idée ?
- L'environnement du projet : les avantages obtenus, principaux éléments influents sur l'environnement financier, administratif, fiscal du projet
- Etat d'avancement dans la mise en oeuvre du projet
- Stratégie poursuivie : délocalisation, substitution à l'importation, sous-traitance
- Organisation
- Documents déjà signé, protocoles...

LES PARTENAIRES :

1/ Identité : personne physique ou morale

- Nom ou raison sociale
- Statut juridique, copie des statuts
- Effectif
- Activité, existante
- Surface financière, bilans, comptes de résultats, résultats, références bancaires.

2/ Capacité de management et compétences techniques

- Pour les personnes physiques : copie des curriculum vitae et expérience dans le même type d'affaires.
- Pour les personnes morales : capacités d'organisation pour aborder la nouvelle affaire.

3/ Degrés d'implication et apport :

- Sur le plan financier, numéraire
- Sur le plan technique : équipements, licence, know how, études...
- Sur le plan managérial : accord de gestion.

En résumé cette partie doit nous aider à percevoir le sérieux des partenaires et conclure si les partenaires ont la capacité (surface financière - capacité managériale) pour aborder la nouvelle affaire.

4/ Stratégie et motivations pour la mise en oeuvre du projet :

Bien cerner les objectifs et intérêts des associés qui doivent surtout converger. Il faut impérativement être en mesure d'apprécier le bien fondé et la cohérence de la stratégie du projet.

LES ASPECTS COMMERCIAUX (Annexe n°5):

1/ description des produits :

- sont-ils nouveaux et adaptés au marché algérien ?

2/ les caractéristiques du marché :

- L'offre et la demande du même type de produits (en quantité, qualité, les concurrents).
- Les circuits de distribution pratiqués.
- Les prix de vente des produits fabriqués localement et ceux importés.
- Les critères d'achat.

3/ la politique commerciale du projet :

- L'organisation commerciale retenue
- Les prix qui seront pratiqués.
- La marque à commercialiser : est-elle connue ?
- Les circuits de distribution choisis.

ASPECTS TECHNIQUES

1/ Procédés de -fabrication :

- Description : préciser s'ils sont adaptés aux conditions locales (climatiques...)
- Technologie utilisée : brevet, licence, le know how...
- Possibilité de reconversion d l'activité
- Utilisation optimale des ressources locales disponibles
- Capacités de production : optimales, réelles
- Maîtrise des coûts de production : coût de revient, appréciation de la réalité probable de ces coûts...
- Programme de production, montée en cadence.

2/ la main d'oeuvre :

- Projet d'organigramme
- Composition du personnel à recruter
- Degré de formation requis et expérience nécessaire
- Personnel expatrié ?
- La main d'œuvre locale est-elle qualifiée ?
- Programme de formation : est-il nécessaire ?
- Pour qui et pour combien de temps ?

- Par qui sera t-il assuré ?

3/ matière première- approvisionnements :

- Quantité, qualité, prix, origine.
- Est-elle disponible localement ? Comparer les coûts d'approvisionnement MP locale et importée.
- Conditions d'approvisionnements : transport, douanes, imposition) Maîtrise des circuits d'approvisionnements.

4/Le site de production

- Localisation
- Superficie du site
- Description du locale : les caractéristiques techniques de la construction sont elles adaptées à la production ?
- Le local sera-t-il loué (prix/m²) ou constituera-t-il un apport ?
- Situation des infrastructures et des utilités : énergie, eau...
- Environnement du site de production (par exemple épuration des eaux usées.)

5/ Planning de réalisation :

- Des études et ingénierie
- Du génie civil et bâtiment
- De l'installation des équipements
- De la mise en service et démarrage.

INVESTISSEMENT

Le coût total puis par rubrique et leur justification. Ventilation par monnaie

Description de tous les équipements et leur origine Etalement des investissements dans le temps ; planning des dépenses.

Incidence des incertitudes techniques sur les délais et les coûts : budget d'imprévu et divers.

Evaluation des amortissements techniques.

Intégration du BFR.

Intégration des intérêts intercalaires.

Plan de financement des investissements initiaux :

- Fonds propres : composition de l'actionnariat envisagé, montant des apports (numéraire, nature) ;
- Sources extérieures (montant, origine, conditions)

LES PROJECTIONS

Analyse des charges d'exploitation par nature

Le prix de revient

Prévisions de recettes par produits ou gammes de produits et sur la base des hypothèses de prix de vente

Bilans prévisionnels

Tableaux des ressources / emplois

Analyse financière

Les indices de rentabilité économique

Rentabilité financière (pour les actionnaires)

Ratios de rentabilité et de structure financière

PERSPECTIVES DE RENTABILITE POUR SOFINANCE

CONCLUSIONS

- Les points forts et point faibles
- Les risques : certains sont discriminatoires :
 - qualité/ références des partenaires
 - structure et montage financier
 - rentabilité
 - inadaptation ou incohérence totale de la stratégie des actionnaires
- Avis du chargé de missions

Annexe n° 06 : Projet de pacte d'actionnaires

Entre les soussignés :

-(dénomination complète + forme juridique) sis(e) au capital de immatriculée au registre de commerce de sous le numéro représentée par (fonction et dénomination).

-F I N A L E P Société par action de droit algérien sise à Staouéli route nationale N°1 1 Alger au capital de 159 750 000 DA immatriculée au registre de commerce sous le numéro 91 B 63 représentée par son Directeur Général Monsieur...

Dénommés « **les actionnaires** »..., ont convenu ce qui suit :

1) Article 1 : OBJET

Les actionnaires procéderont à la ratification de ce document intitulé « pacte d'actionnaires » pour définir :

- les conditions de souscription au capital de création de désignée dans le présent pacte par « la société ».
- l'augmentation du capital
- les apports au compte courant d'associés
- l'administration de la société
- les mouvements d'actions entre associés et cession à des tiers
- le prix de cession des actions – l'arbitrage des litiges

Article 2 : CAPITAL DE CREATION

Les actionnaires de... et pour donner une existence juridique conformément au code de commerce algérien conviennent de souscrire et libérer entièrement un capital de création de DA dont la répartition en action est comme suit :

...Détiendra actions d'une valeur nominale de l'action soit DA représentant % du capital de

...Détiendra actions d'une valeur nominale de l'action soit DA représentant % du capital de

-FINALEP détiendra... actions d'une valeur nominale de...l'action soit DA représentant % du capital de CCA.

Article 3 : AUGMENTATION DU CAPITAL

Les actionnaires s'engagent à porter le capital de création à ...DA, à partir de...

Le capital après augmentation sera divisé en actions de valeur nominale de ...DA l'action reparti comme suit :

...détiendra... actions d'une valeur nominale de l'action soit DA représentant % du capital de

...détiendra actions d'une valeur nominale de l'action soit DA représentant % du capital de

FINALEP détiendra actions d'une valeur nominale de l'action soit DA représentant % du capital de

Article 4 : DETTES ENVERS LES ACTIONNAIRES.

Les actionnaires s'engagent à mettre à la disposition de la société une contribution en fonction des besoins d'exploitation, de consolidation, de restructuration et de pérennité de cette dernière.

Cette contribution sous forme d'apports en numéraire sera portée au passif de la société « dettes envers les associés » codifié par le plan comptable algérien par le numéro 555, et exigible selon les capacités de remboursement de la société.

Dans le cas où cette dette dépassera exercices sans qu'elle ne soit remboursée, la société répondra d'une rémunération calculée sur le taux pratiqué par la banque d'Algérie pour le réescompte (+/-) points, à partir du n^{ième} exercice.

Article 5 : DUREE

Les présents engagements sont consentis pour la durée de vie de la société à l'exception de l'engagement de FINALEP qui expire à la fin de la n^{ième} année à compter de la date de signature des statuts.

Article 6 : GESTION ET ADMINISTRATION

Eu égard à la nature juridique de..., soit une Société par actions, un conseil d'administration doit être mis en place par les actionnaires composé de membres avec désignation de son président. (Un des actionnaires). Le président désigné proposera un directeur général.

Le directeur général une fois confirmé dans ses fonctions devra dans les meilleurs délais :

- mettre en place son staff de collaborateurs

- proposer un organigramme.

- mettre en place les procédures de reporting pour permettre aux membres du conseil d'administration de suivre le développement de la société.

Le conseil d'administration se réunit obligatoirement au moins ...fois /an pour examiner les réalisations et établir des prévisions pour ...

Article 7 : COMISSARIAT AUX COMPTES :

Un commissaire aux comptes sera désigné en assemblée générale sur proposition de FINALEP. Cette disposition se conformera avec l'arrêté du 07 Novembre 1994 du ministère des finances.

Article 8 : TRANSFERTS ET CESSIIONS DES ACTIONS

Toutes cessions ou transmissions d'actions qu'elles soient à titre onéreux ou gratuit ne sauraient s'effectuer valablement que dans le respect de la clause suivante, c'est à dire le transfert à l'initiative d'un des actionnaires doit être soumis à l'exercice du droit de préemption reconnu à l'ensemble des actionnaires au prorata de leur participation.

Par ailleurs les actionnaires s'interdisent de céder totalement ou partiellement les actions qu'ils détiennent sans qu'aient été rachetées auparavant, en premier lieu les actions détenues par Finalep, si celle-ci le leur demande. Ce droit reconnu à Finalep constitue une option.

Article 9 : PRIX APPLICABLES AUX ACTIONS

Le prix que les actionnaires accepteront de payer à Finalep au titre du rachat de ses actions sera calculé par l'une des méthodes suivantes.

a)-à la valeur de cotation en bourse si le titre sera coté à la Bourse des Valeurs Mobilières d'Alger avec au minimum la valeur nominale de l'action.

b)- soit celui issu de l'application de la formule suivante : $V = (A (1+i)^{n-1} + B-E+G) / N$

V= Valeur de cession

A= actif immobilisé net

i= taux moyen d'inflation de la création à l'année n

n= année de cession

B= total actif net -immobilisations nettes

E= endettement total de la société

N= nombre total d'actions

G= good will (super profit) = $\frac{3 R (n-3) + 2 R (n-2) + R (n-1)}{6 N}$

R étant le résultat net de l'exercice

Article 10 : REMISE DES ACTIONS

Les actions seront remises après paiements complets du prix de cession à défaut de quoi Finalep conservera les droits rattachés à l'action en dividendes et droits de vote.

Le montant de la cession sera payable par les actionnaires acquéreurs au comptant en Dinars algériens dans les trois (3) mois de la levée d'option par Finalep.

Si le prix de cession n'est pas payé dans les trois mois de la levée de l'option, les actionnaires acquéreurs devraient à Finalep et sans qu'il ait lieu à mise en demeure, un intérêt de retard égal au taux du réescompte en vigueur au moment de la cession (+/-)....points.

Les intérêts de retard commenceront à partir du quatrième mois à compter de la levée de l'option, chaque mois commencé étant un mois complet du...

Article 12 : CLAUSES D'ARBITRAGE

Pour tous litiges nés de l'interprétation de ce pacte les actionnaires désigneront un réconciliateur avant de recourir à l'arbitrage du tribunal de commerce.

La loi applicable sera la loi algérienne.

Article 13 : DOMICILIATION DES SIGNATAIRES

Pour l'exécution du présent pacte les signataires élisent domiciles comme suit :

-Pour

-Pour

- Pour F I N A L E P à son siège social, route nationale n°1 Staouéli, Alger.

Fait en autant d'originaux que de signataires. Chaque signataire a pris possession d'un exemplaire

Alger le...

Annexe n° 07 : Déclaration et garantie de passif

A/ Déclaration

- 1/ la société ;
- 2/ les actions composant le capital social ;
- 3/ les statuts et documents sociaux ;
- 4/ les filiales de la société ;
- 5/ l'absence de procédure de dissolution ou de liquidation ;
- 6/ les litiges en cours ;
- 7/ les cautions, avals, garanties ;
- 8/ les contrats et engagement ;
- 9/ les autres actifs immobilisés ;
- 10/ les comptes bancaires ;
- 11 / la situation financière ;
- 12/ les impôts et charges sociales ;
- 13/ la révélation.

B/ Garantie

Le promoteur garantit personnellement l'exactitude de chacune des déclarations faites dans la partie A et s'engage à indemniser FINALEP au prorata de sa participation dans la société en question au cas où des paiements, remboursements, charges, obligations, pénalités ou autres seraient mis à la charge de la société et au cas où un passif supplémentaire ou diminution d'actif apparaîtraient par suite de la survenance d'un des faits suivants :

- Existence à ce jour d'un passif autre que celui figurant sur le bilan établi au 31/12/....
- Déclaration erronée
- Ecritures comptables irrégulières.

Annexe n°08 : Pacte d'actionnaires

PREAMBULE

Considérant :

. Les opportunités de développement de l'industrie céréalière en Algérie, et particulièrement la rénovation et construction de silos,

. L'ensemble des mesures d'encouragement prévues par le Code des Investissements Algérien,

Les sociétés :

. Gebrueder DEUTCH AG,

. ALSAG, société anonyme,

. EDEG, société anonyme,

. METAL, entreprise publique économique par société par actions,

. La FINANCIERE ALGERO - EUROPEENNE DE PARTICIPATION, société par actions,

Ont convenu de créer une société conjointe de fabrication d'équipements de manutention destinés à l'industrie céréalière.

A cet effet, un Protocole d'accord a été signé le 20 Mars 1998 entre DEUTCH AG, ALSAG, EDEG, METAL et FINALEP pour la création de cette société.

Ceci exposé, Les sociétés :

1. DEUTCH AG, société anonyme de droit allemand au capital social de 7.600.000 DEM dont le siège est sis à Beilngries (Allemagne) immatriculée au Registre de Commerce n° B 1250 Amtsgericht Ingolstadt, dûment représentée à l'effet du Présent Pacte d'Actionnaires, par Monsieur Konrad MEIER, son Directeur Général agissant és-qualité.

2. ALSAG SA, société anonyme de droit français au capital social de 250 000 FF dont le siège est sis à Griesheim près Molsheim (France) immatriculée au Registre de Commerce de Saverne n° B 381747450, dûment représentée à l'effet du Présent Pacte d'Actionnaires, par Monsieur Charles FRED, son Président Directeur Général agissant és-qualité.

3. EDEG SA, société anonyme de droit français au capital social de 1.000.000 FF dont le siège est sis à Geispolsheim (France) immatriculée au Registre de Commerce de Strasbourg n° B 329178453, dûment représentée à l'effet du Présent Pacte d'Actionnaires, par Monsieur Roland REEB, son Président Directeur Général agissant és-qualité.

4. EPE/METAL SPA, société par actions de droit algérien, au capital social de 1.000.000 DA dont le siège est sis à zone industrielle de Berrahal, Wilaya de Annaba, immatriculée au Registre de Commerce de Annaba n° 0015261 du 08/07/98 dûment représentée à l'effet du

présent Pacte d'actionnaires par Monsieur Nourredine CHERBOUB, son Président Directeur Général agissant és-qualité.

5. Monsieur Konrad MAGATH demeurant Arn Bahndamn 8 - 85137 WALTING (Allemagne)

6. Monsieur Charles FRED demeurant 1, rue des Vergers à GRIESHEIM près Molsheim (France)

7. Monsieur Roland ROBIN demeurant 27, avenue Christian Pfister - STRASBOURG (France)

Ci - après désignés les « parties »,

D'une part

8. La Financière algéro-européenne de participation, société par actions de droit algérien au capital de 159 750 000 dinars algériens dont le siège est sis à Route Nationale n° 11, Staouéli, (Gouvernorat du Grand Alger) immatriculée au Registre de Commerce d4 Alger n° 91 B63, ci-après désignée par abréviation FINALEP, dûment représentée à l'effet du présent Pacte d'actionnaires par Monsieur Saïd BELAIDI, son Directeur Général agissant és-qualité.

Et d'autre part

Ont convenu et arrêté ce qui suit :

Article 1: Objet du Pacte d'actionnaires.

Le présent Pacte a pour objet de définir les conditions d'intervention de la FINALEP dans la société CONSIDER SPA notamment en matière de :

- . Sortie de la Finalep
- . Mode d'évaluation des actions. Distribution des dividendes.
- . Administration de la société.

Article 2 : Dénomination de la société

La société prend la dénomination de « CONSTRUCTIONS D'EQUIPEMENTS AGRO - INDUSTRIELS Société par Actions », par abréviation « COSIDER SPA ».

Article 3 : Objet de la société

La société a pour objet en Algérie et à l'étranger :

- La conception, les études et la réalisation d'unités industrielles et agro-industrielles, le montage, la fabrication, la mise en service, la formation, l'assistance technique, la maintenance d'équipements destinés à l'industrie et à l'agro - industrie y compris les fournitures et installations électriques et techniques.

- Par voie de conséquence, tout acte de commerce, achat, importation, exportation, service après - vente, d'équipements, pièces détachées, liées à l'activité principale.
- et généralement toutes opérations financières commerciales, industrielles, mobilières et immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, de nature à favoriser son développement ou son extension.

Article 4 : Siège social

Le siège social de la société sera localisé dans la wilaya de Annaba.

Article 5 : Niveau et répartition du capital social.

Les fonds propres de COSIDER SPA seront constitués d'un capital social et d'un compte courant des associés si nécessaire.

Le capital social est fixé à 50 000 000 DA composé de 50 000 actions de 1 000 DA chacune.

Le capital de la société est réparti comme suit :

- 1) DEUTCH AG 10 495 000 DA (10 495 actions)
- 2) ALSAG 9 995 000 DA (9 995 actions)
- 3) EDEG 9 995 000 DA (9 995 actions)
- 4) METAL 10 000 000 DA (10 000 actions)
- 5) FINALEP 9 500 000 DA (9 500 actions)
- 6) MAGATH Konrad 5 000 DA (5 actions)
- 7) FRED Charles 5 000 DA (5 actions)
- 8) ROBIN Roland 5 000 DA (5 actions)

Article 6 : Libération du capital

Les actionnaires procéderont au moment de la signature des statuts à la libération du quart du capital souscrit. Le reste sera libéré conformément au Code de Commerce Algérien.

Article 7 : Compte courant des associés.

En fonction des besoins imprévus induits au démarrage de la société, les parties d'une part et la FINALEP pourront accompagner la société CONSIDER SPA par un versement en compte courant des associés.

La rémunération de ce compte ainsi que les modalités de son remboursement seront arrêtées par l'Assemblée Générale.

Le remboursement de la quote - part de la FINALEP dans le compte courant des associés se fera au plus tard à la sortie la FINALEP et en une seule fois.

Article 8 : Rachat des actions de FINALEP.

Les parties s'engagent à racheter à la FINALEP la totalité des actions qu'elle a souscrite et pourrait souscrire dans le capital social de CONSIDER SPA.

Le rachat de ces actions se fera soit conformément à la répartition initiale du capital social soit selon négociation entre les parties elles mêmes.

Article 9 : Durée

Cet engagement est consenti pour une durée commençant à courir du jour de la signature du Pacte d'Actionnaires et expirant à la fin de la **huitième année** d'exploitation.

Ce délai peut être revu avec l'accord de toutes les parties.

Article 10 : Délai d'option

Les parties s'engagent dès que la FINALEP en fait la demande, à racheter les actions souscrites par elle en une ou plusieurs fois à partir de la **sixième année** d'exploitation.

Dans le cas, d'un rachat par tranche, les parties s'engagent à racheter la totalité des actions souscrites par la FINALEP dans un délai qui ne saurait excéder **2 années** à compter de l'échéance fixée à l'alinéa premier ci - dessus.

Article 11 : Pacte de préférence

Pendant le délai accordé par la FINALEP pour l'option, celle - ci consent aux parties un pacte de préférence pour la cession de ses actions.

Les droits attachés à ce pacte de préférence sont librement transférables entre les parties.

FINALEP s'engage à prévenir les parties de toute autre proposition de rachat et à leur céder en priorité sur tout acheteur, à conditions égales, et ce durant la période fixée à l'article 9.

Article 12 : Substitution

Dans le cas où l'une des parties renonce à son droit de préemption, elle se réserve le droit de proposer un repreneur de son choix qui devra être accepté par les autres parties.

La partie défaillante resterait obligée solidairement avec celui-ci, comme caution, au paiement du prix et à l'exécution des charges la vente.

Article 13 : Limitation à la liberté de cession.

Pendant toute la durée de l'option, les parties s'interdisent de céder les actions qu'elles détiennent dans CONSIDER SPA sans qu'aient été rachetées au préalable et aux mêmes conditions les actions détenues par FINALEP, si celle ci le leur demande.

Article 14 : Prix de cession des actions

Lorsque la FINALEP lèvera l'option, le prix unitaire que les parties acceptent de payer au titre du rachat est la valeur la plus élevée obtenue :

- soit la valeur de cotation des titres de CONSIDER SPA en Bourse si celle - ci est opérationnelle à la date de cession.
- soit la valeur offerte par un repreneur potentiel, personne physique ou morale, à condition que ce repreneur soit accepté par les parties.
- soit la valeur telle qu'elle résulte de la formule suivante :

Valeur de cession de l'action = (Actif Net réévalué + Goodwill) / Nbre d'actions.

Actif Net réévalué = $A (1+i)^{n-1} + B - E$

A : Actif immobilisé

i : Taux moyen d'inflation sur les trois derniers exercices (taux officiel publié par l'ONS)

n : Année de cession

B : Actif à court terme (valeurs d'exploitation, réalisables et disponibles)

E : Endettement global (LT, MT et CT)

$3R_{(n-3)} + 2R_{(n-2)} + R_{(n-1)}$ Avec $GW = 6$

(R = Résultat économique = Résultat avant frais financiers et amortissement) (GW = Good Will)

Article 15 : Paiement du prix

Le prix de cession des actions à la FINALEP sera payable comptant dans les trois mois qui suivent la levée de l'option et simultanément il sera procédé à la transcription des actions cédées.

Si pour une raison quelconque, le prix d'achat n'était pas payé dans ce délai, la partie défaillante devrait à la FINALEP de plein droit et sans qu'il y ait lieu à mise en demeure, un intérêt de retard égal au taux d'intérêt débiteur des banques commerciales algériennes en vigueur au moment de la cession.

Article 16 : Dividendes

La FINALEP conservera la propriété des actions et en percevra les produits jusqu'à paiement complet.

La société distribuera des dividendes dès que l'exploitation du projet le permettra et à l'appréciation de l'Assemblée Générale.

Article 17 : Relations entre CONSIDER SPA et ses actionnaires fondateurs

La société est habilitée à établir des relations commerciales avec ses actionnaires fondateurs suivant la formule contractuelle de « gré à gré » conformément aux lois et règlements en vigueur et dans le respect des règles de commercialité.

Article 18 : Organisation et administration de la société

La société par actions CONSIDER SPA sera dotée d'un Conseil d'Administration et d'une Assemblée Générale des actionnaires.

Le Président du Conseil d'Administration sera désigné parmi les actionnaires non résidents. La gestion de la société sera assurée par un Directeur Général proposé par le Président et nommé par le Conseil d'Administration.

Le Conseil d'Administration sera composé de 3 à 12 membres. Le premier Conseil d'Administration sera formé des 5 membres suivants :

- 1 membre désigné par DEUTCH AG : Monsieur Konrad MAGATH
- 1 membre désigné par TEI : Monsieur Charles FRED
- 1 membre désigné par SOVEC ENTREPRISES : Monsieur Roland ROBIN
- 1 membre désigné par PROCIM : Monsieur Nourredine CHERBOUB
- 1 membre désigné par FINALEP : Monsieur El Hadi SAYAH

Article 19: Commissariat aux comptes

Le commissaire aux comptes de la société est désigné par l'Assemblée Générale, sur proposition de l'actionnaire FINALEP.

Article 20 : Confidentialité

Les parties déclarent et reconnaissent que le présent Pacte d'actionnaires a un caractère strictement confidentiel. Elles s'interdisent, en conséquence et sauf accord express, préalable et écrit de l'autre partie, d'en divulguer le contenu, à quelque personne et sous quelque forme que ce soit, sous réserve des prescriptions légales éventuellement applicables.

Si ces informations devaient être divulguées, en vue de l'exécution des présentes et notamment du fait de non-respect des engagements de l'une des parties, la partie fautive, responsable de la divulgation, en supporterait toutes les conséquences et en particulier, les conséquences financières éventuelles.

Les parties s'interdisent également de divulguer toute information technique, commerciale, financière ou autre les concernant et concernant les sociétés qui leur sont apparentées et dont elles auraient pu avoir connaissance dans le cadre et au titre du présent pacte de leur association.

Les parties se portent fort du respect de cette obligation de confidentialité par les membres de leur personnel concernés, ainsi que par toutes les sociétés, entités ou entreprises qui leur sont affiliées ou apparentées, s'engageant à la rendre opposable aux personnes physiques ou morales susvisées de façon à ce que la société puisse, le cas échéant s'en prévaloir à leur rencontre.

Cette obligation de confidentialité est stipulée sans limitation de durée. Elle ne s'éteindra, le cas échéant, que lorsque les informations concernées seront tombées dans le domaine public.

Article 21 : Interprétation du présent pacte et litiges

Toutes contestations ou différends qui pourraient survenir entre les parties signataires de ce Pacte quant à sa conclusion, son exécution, son interprétation ou sa résiliation, seront soumis à une procédure de règlement à l'amiable.

Article 22 : Droit applicable

Le présent Pacte d'actionnaires ainsi que tous les actes en découlant seront régis par le droit algérien en vigueur.

Article 23 : Entrée en vigueur

Le présent Pacte d'actionnaires entrera en vigueur dès sa signature.

Article 24 : Notifications

Toutes notifications au titre de l'exécution du présent Pacte d'actionnaires devront pour leur validité, être effectuées par courrier recommandé avec accusé de réception aux adresses sus mentionnées des parties signataires concernées.

Fait à Alger, en huit exemplaires le 27 Octobre 1998

P/ DEUTCH AG P/ ALSAG SA P/EDEG SA

Konrad MAGATH Charles FRED Roland ROBIN

EPE/ PROCIM Spa P/ FINALEP Spa

Nourredine CHERBOUB Said BELAIDI

Konrad MAGATH Charles FRED Roland ROBIN