

LES DETERMINANTS D'INVESTISSEMENT ET DE DESINVESTISSEMENT DES CAPITAL INVESTISSEURS : CAS DES PME MAROCAINES

DETERMINANTS OF INVESTMENT AND DIVESTMENT OF CAPITAL INVESTORS: CASE OF MOROCCAN SMEs

MAKROUTE Mohamed

Enseignant-Chercheur à l'ENCG Settat

Laboratoire des Etudes en Finance, Comptabilité et Gestion

Université Hassan 1^{er} Settat- Maroc

mohamed.makroute@gmail.com

HERRADI Chaimaa

Doctorante à l'ENCG Settat

Laboratoire des Etudes en Finance, Comptabilité et Gestion

Université Hassan 1^{er} Settat-Maroc

herradichaimaa@gmail.com

Date de soumission : 25/02/2019

Date d'acceptation : 15/03/2019

Pour citer cet article :

MAKROUTE M. & HERRADI C (2019) LES DETERMINANTS D'INVESTISSEMENT ET DE DESINVESTISSEMENT DES CAPITAL INVESTISSEURS : CAS DES PME MAROCAINES », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Numéro 8 : Mars 2019 / Volume 3 : numéro 4 » p : 190-205

Résumé

L'importance stratégique des PME dans le tissu économique conduit à apporter une attention particulière au financement de leur création ou de leur croissance. Cependant, ce type d'entreprises rencontre des difficultés d'insertion dans le système financier classique qui reviennent aux risques spécifiques que comporte le financement de leur création ou de leur croissance. La jeune industrie de Capital Investissement se présente comme une intermédiation financière alternative à l'endettement bancaire (Lachman,1999), sauveteur capable d'apporter des solutions financières innovantes aux entreprises marocaines en phase de création ou de croissance, tout en exerçant une gouvernance à travers les modalités de suivi spécifiques du Capital-Investisseur. Les Capital-Investisseurs, avant l'entrée dans le capital de la société cible, exigent des critères dans leurs choix d'investissement, suivent un processus de sélection de projets et établissent des conditions pour entrer en collaboration avec le dirigeant. Pour ce qui est de la sortie des Capital-Investisseurs, quatre modalités, pouvant être catégorisées en sortie financière et industrielle, se présentent. L'objectif de ce papier étant de soulever les indicateurs d'investissement et de désinvestissement des Capital-Investisseurs dans les PME marocaines, nous allons pour ce faire présenter les résultats d'une étude empirique effectuée sur un échantillon de PME appartenant à trois fonds de Capital Investissement.

Mots clefs : PME, Financement, Capital-Investissement, Investissement, Désinvestissement.

Absract :

The strategic importance of SMEs in the economy requires paying a particular attention to the financing of their creation or growth. However, this type of enterprise encounters difficulties of integration into the traditional financial system, caused by the specific risks linked to financing their creation or growth. Capital Investment industry is an alternative financial intermediation to bank indebtedness (Lachman), a rescuer capable of providing innovative financial solutions to Moroccan companies in the creation or growth phase, while exercising governance through the specific monitoring modalities of Capital-Investor. Capital-investors require criteria in their investment choices, before acquiring the target company's capital. They also follow a project selection process, and establish conditions to collaborate with the executive. Regarding the exit of the capital, investors can choose between four modalities which can be categorized in financial and industrial output. The purpose of this paper is to determine the selected criteria by capital investors to invest or not in Moroccan SMEs, we will therefore present the results of an empirical study carried out on a sample of SMEs belonging to three private equity funds.

Keywords: SMEs, Financing, Capital-Investment, Investment, Divestment.

Introduction

Au Maroc, les chiffres présentent une forte prépondérance numérique des PME parmi les entités du secteur privé. Toutefois, leur apport à l'activité économique reste très faible notamment en termes de valeur ajoutée. En effet, ces entreprises en création ou en croissance qui innovent ont des besoins en ressources financières spécifiques, relativement importantes, stables, de moyen-long terme, qu'elles ont des difficultés à obtenir auprès des prêteurs traditionnels notamment les banques. Ces institutions financières justifient cette réticence par le risque d'affaires et le risque financier qu'elles estiment être élevés dans le cas des PME. En effet, les conditions qui leur sont exigées restent les mêmes que celles imposées aux grandes entreprises (Benthami,2017). En réalité, l'emploi de méthode inadaptée présente des difficultés d'appréciation de ce risque, et l'absence du pouvoir de négociation des PME est à l'origine des conditions de crédit défavorables présentées à cette catégorie d'entreprises. En outre, la difficulté d'accès à l'information pertinente présente une entrave au financement des PME par les institutions bancaires marocaines. Ce manque de transparence peut être dû au défaut de système d'information (financière en particulier) standard et/ou à la réticence du dirigeant à communiquer les informations. Il en découle une asymétrie d'information élevée entre le prêteur et le dirigeant, impliquant des risques d'erreur d'évaluation du projet et de l'entreprise ainsi que des difficultés de contrôle de l'utilisation des fonds, une fois le financement accordé. Les caractéristiques et les risques du financement de l'innovation dans des PME en création ou en croissance nécessitent de faire appel à un procédé original de financement, s'adressant à des entreprises à différents stades de leur vie. Le Capital Investissement répond parfaitement à ce besoin spécifique de financement.

L'objectif de ce papier étant de soulever les indicateurs d'investissement et de désinvestissement des Capital-Investisseurs, la question centrale se formule comme suit : « **Quels sont les déterminants d'investissement et de désinvestissement des Capital-Investisseurs : Cas des PME marocaines** »

Afin d'étudier la question précédemment fixée, notre travail sera scindé en trois parties : La première partie sera un aperçu sur la pratique du Capital Investissement, ainsi qu'un état des lieux de cette activité au Maroc, ensuite, la deuxième partie s'intéressera aux déterminants d'investissement et de désinvestissement des Capital-Investisseurs, et enfin la troisième partie permettra d'exposer les résultats de l'étude empirique.

1. Le Capital Investissement : Une intermédiation financière pour les PME marocaines

L'accès au financement est une difficulté, parmi tant d'autres, se présentant devant les PME marocaines et constituant une entrave aux activités d'innovation. Les pouvoirs publics, étant

conscients de l'importance des PME dans le tissu économique, ont mis en place des actions afin de soutenir l'accès de ces entreprises au financement externe comme la mise en place de fonds de garantie ou de soutien. Par ailleurs, les investisseurs en capital s'intéressent également aux PME à travers la levée de fonds dédiés au financement d'entreprises en phase d'amorçage, de création ou de développement. Le Capital-Investissement s'impose de plus en plus comme moyen de financement alternatif aux PME marocaines.

1.1. Apparition et état des lieux du capital investissement au Maroc

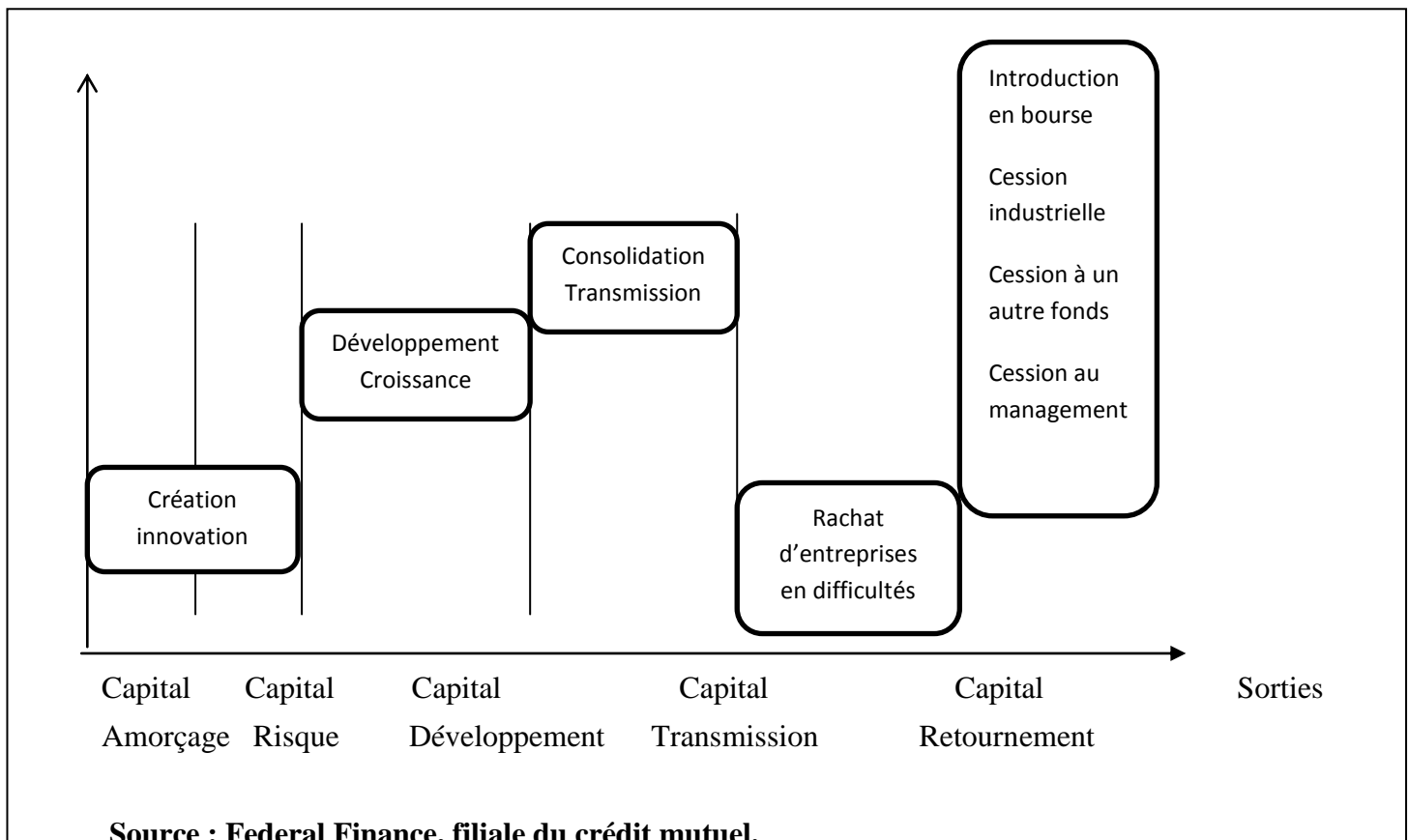
Le Capital Investissement est un mode de financement qui présente un soutien fondamental aux entreprises non cotées en bourse (d'où son nom de Private Equity) tout au long de leur cycle de vie, et ce finançant leur création, leur démarrage, leur croissance, leur transmission ou même leur redressement. Le rôle majeur joué par le Capital Investissement revient à sa participation à la création de l'entreprise, l'amélioration de son potentiel de création de la valeur, l'accompagnement du management lors des décisions stratégiques, et par la promotion de l'innovation. Il s'agit de ce fait d'une solution de financement parfaitement adaptée aux besoins de la PME. Le tissu entrepreneurial marocain se compose principalement des petites et moyennes entreprises. Quoique leur participation au produit intérieur brut (PIB) laisse à désirer à cause des défis confrontés en termes d'accès au financement, les PME constituent un espace favorisant l'auto-initiative, et participant à la promotion de l'emploi. Ce type d'entreprise exprime alors un besoin d'appui non seulement en matière de financement, mais aussi dans l'organisation afin de faciliter leur mise à niveau. Le capital investissement est une intermédiation financière et une alternative à l'endettement bancaire consistant pour un investisseur à entrer au capital de sociétés qui ont besoin de capitaux propres souvent des PME (Lachman, 1999).

L'activité de capital investissement n'en est qu'à ses débuts au Maroc. La première société de gestion de Fonds d'investissement (Moussahama) a été créée en 1993 par La Banque Centrale Populaire. A partir de 1999, et depuis la création de l'AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital), les sociétés de capital investissement (CFG Group, Upline IT Management, Asma Invest.) se sont multipliées et on en dénombre aujourd'hui une vingtaine comprenant des fonds d'investissement qui appartiennent aux établissements bancaires, séduits à l'époque par le potentiel de développement de l'activité. C'est ainsi que le nombre de sociétés de gestion et le nombre de fonds qu'elles gèrent a augmenté. Les montants levés sont passés de 400 millions de MAD à plus de 7 milliards de MAD (Source : AMIC). Ces sociétés de capital investissement sont détenues par les banques, par les sociétés de gestion d'actifs, par les compagnies d'assurance, et les

mutuelles et caisses de gestion et de retraite. Ces organisations sont réunies au sein de l'AMIC, une association qui a pour vocation de fédérer le métier du Capital Investissement auprès des investisseurs institutionnels, des entrepreneurs, et des pouvoirs publics.

Pour ce qui du cadre réglementaire du CI au Maroc, il a été initié par le Dahir numéro 1-06-13 portant la promulgation de la loi numéro 41-05 relative aux organismes de placement en capital risque (OPCR) en 2006, soumise à la supervision du (CDVM) Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières. Cette Loi sur les OPCR a défini l'activité de capital-risque comme « le financement de petites et moyennes entreprises (PME) sous forme de capital, de titres de créances convertibles ou non en titres de capital ainsi qu'en avances en comptes courants d'associés ». Pour compléter la Loi de 2006, le législateur a promulgué la Loi numéro 18-14 en 2015 en concertation avec le CDVM et l'AMIC. L'objectif étant de sécuriser le dispositif en renforçant le contrôle du CDVM et d'élargir son champ d'application afin de couvrir tous les segments de l'activité du CI à savoir le Capital-Risque, le Capital-Développement, le Capital-Transmission et le Capital Retournement.

Figure N°1 : Les Phases de financement par Capital Investissement



L'analyse des rapports de l'AMIC fait ressortir, qu'à ce stade du développement du Private Equity au Maroc, il y'a une forte préférence pour le financement du développement des entreprises par rapport aux autres activités du métier du CI, du fait que le risque relatif à ce type d'investissement soit faible.

1.2. Les principes d'un financement par capital investissement

Le Capital Investissement est une voie alternative pour l'entrepreneur confronté aux contraintes des sources traditionnelles, telles que les fonds propres, l'endettement bancaire et l'appel public à l'épargne.

C'est une forme spécifique de financement, faisant intervenir différents acteurs (investisseurs en capital, sociétés de gestion, entreprises cibles, associations des investisseurs en capital...), et se réalisant selon un circuit de flux précis.

Il en résulte un vrai partenariat entre le management et les investisseurs en capital, ceci-dit, la sortie du Capital-Investisseur constitue un moment crucial, objet d'attention et de préoccupation majeure tout au long de la relation de financement. Nous verrons par la suite les enjeux et les différents scénarios de sorties possibles.

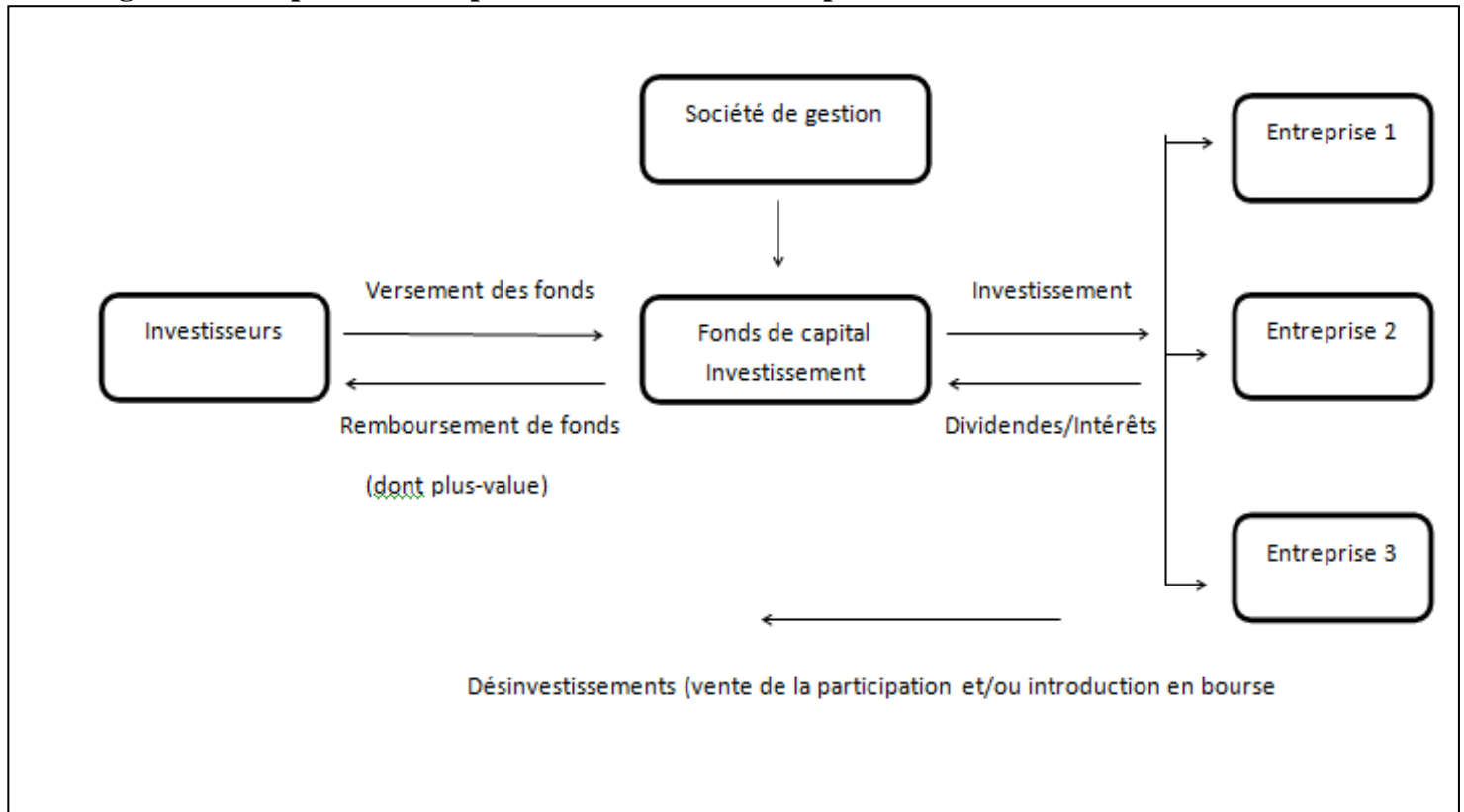
Le Capital Investissement consiste en une prise de participation en fonds propres ou en quasi fonds propres de PME pour une durée déterminée allant de 3 à 8 ans, cette durée peut être relativement courte (3 à 5 ans) quand il s'agit d'entreprises existantes et nettement plus longue pour des nouvelles entreprises (7 à 10 ans) dans la mesure où le temps qu'il faut pour rentabiliser le projet et commencer à dégager des bénéfices est souvent assez long (Lachmann, 1999, p.15). Par ailleurs, il ne s'agit ni de prêt ni de subvention. Les participations ne sont pas cotées à la différence des titres boursiers, elles sont détenues par des fonds spécialisés. Le but étant de percevoir une rémunération sous la forme de plus-values au moment de la cession, il n'y a donc pas de ponction sur les ressources financières de l'entreprise pour rémunérer l'investissement ou pour rembourser un emprunt.

Ces opérations sont réalisées sans garantie ni de la part de l'entrepreneur ni de la part de l'entreprise. Elles comportent donc un risque important. L'investisseur en capital apporte le financement et partage le risque et le profit.

Il s'agit par ailleurs d'un apport de compétences, d'expertise, de gouvernance et de savoir-faire ; ce n'est pas seulement une source de financement mais aussi un outil d'accompagnement managérial. L'investisseur, en qualité d'actionnaire, fait partie d'un organe de direction pour apporter le conseil sans pour autant interférer dans la gestion de la société confiée aux managers.

Les sociétés de gestion gèrent des capitaux confiés par de grands organismes (banques, assurances, fonds..). L'objectif pour ces gestionnaires de fonds est en effet d'offrir à leurs propres investisseurs, le plus souvent des institutions financières (investisseurs industriels, fonds de pension/caisses de retraite, banques, compagnies d'assurance, personnes privées, organismes d'Etat, universités/école...) une rentabilité supérieure à celle que l'on peut obtenir à travers un placement moins risqué (obligations, immobilier, marché boursier, bons du Trésor...).

Figure N°2. Représente les opérateurs et les flux du Capital Investissement



Source : AMIC

Il existe des critères et des actions qui sous-tendent la décision d'investir ou non, prise par les Capital-Investisseurs.

2. Revue de littérature

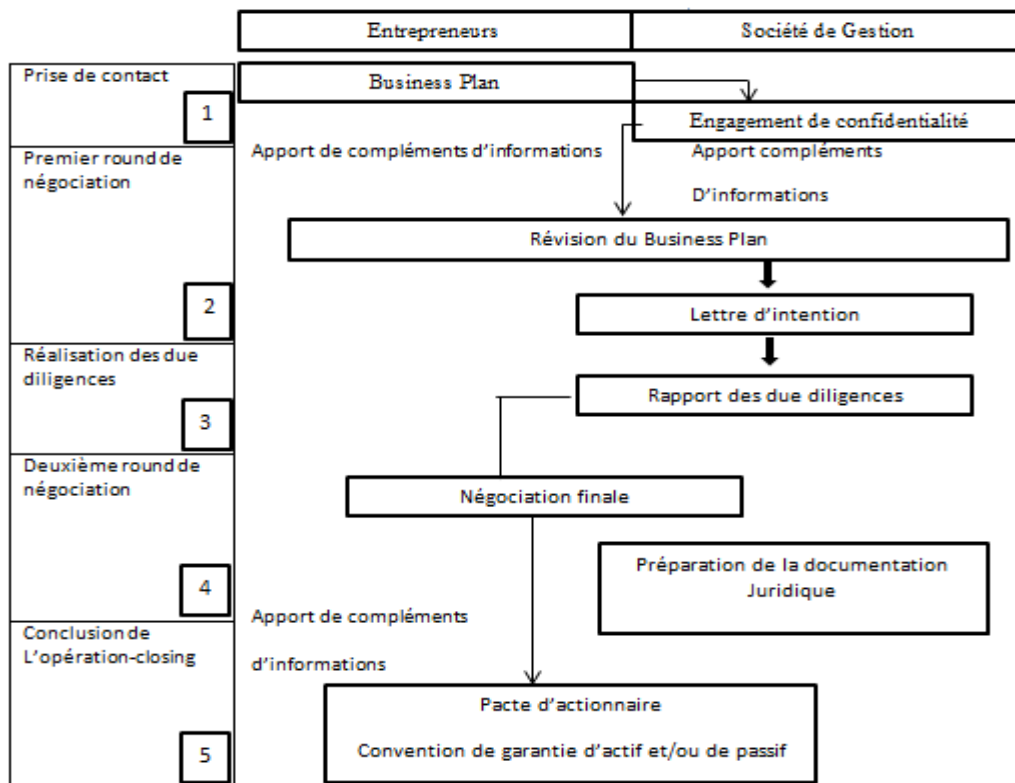
Afin de sélectionner et évaluer un projet, les Capital-Investisseurs établissent des méthodes spécifiques au service à la fois des porteurs de projets et des acteurs de l'accompagnement. L'expertise des C-I constitue une garantie pour les autres prêteurs externes.

2.1. Les méthodes d'évaluation des entreprises cibles par les C-I

Une entreprise peut avoir recours au Capital Investissement si elle possède un potentiel de création de valeur et un projet de développement bien structuré. De plus, elle doit être prête à communiquer régulièrement les informations financières et commerciales aux investisseurs en capital qui exigent un certain degré de transparence. Elle doit par ailleurs être gérée par des équipes compétentes capables de transformer le business plan en objectifs opérationnels.

Les C-I connaissent globalement beaucoup moins bien les caractéristiques de leurs cibles que les investisseurs d'entreprises cotées en bourse et ont des difficultés à évaluer les capacités de l'entrepreneur et de l'entreprise. L'évaluation du projet et de l'entreprise qui va décider le Capital-Investisseur à accorder ou non son financement suit un processus en plusieurs étapes. (Desbrières & Broye ,2000) examinent ainsi les phases et critères de l'évaluation des investisseurs en capital. Le Capital-Investisseur étudie tout d'abord en détail le projet et les plans de développement de l'entreprise qui figurent dans le business plan dont un modèle est présenté. Il procède ensuite à l'étude des états financiers avant de procéder, si le projet l'intéresse, à des études stratégiques, de marché, industrielles, mobilières, à un audit comptable, juridique, fiscal, environnemental, informatique, des assurances ainsi qu'à des vérifications sur l'équipe dirigeante notamment en termes de réputation auprès des partenaires de l'entreprise (Mougenot, 2007). Ces enquêtes approfondies, appelées les dues diligences, impliquent l'intervention pendant des mois (six à sept mois en moyenne) d'équipes extérieures à l'entreprise, de la société de Capital Investissement elle-même ou de sociétés d'audit mandatées par elle, ainsi que de nombreuses rencontres des chargés d'affaires de la SCI avec les membres de l'équipe dirigeante pour jauger leur personnalité, leur fiabilité...

Figure N°3. Les phases de la décision d'investissement lors d'un financement par CI



Source : BPP Financial Publishing

-Le business plan : C'est un outil de décision qui présente les étapes clés du projet dont l'objectif de rédaction est de convaincre les investisseurs à financer le projet. Il requiert un diagnostic de l'environnement, du marché et de la concurrence. 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 réalisés. 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). 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 sur la société, le management, l'offre, l'environnement, les performances financières et les prévisionnels financiers. 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 trésoreries 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.

-Due Diligences : Les travaux de due diligences ont pour objectif l'évaluation des risques de l'entreprise cible, et consistent en un audit comptable, financier et environnemental. Cet audit intervient avant la conclusion de l'opération au closing.

Les due diligences servent par ailleurs à construire une relation de coopération transparente entre l'entrepreneur et l'investisseur, et peuvent, au cas où elles font ressortir des risques significatifs conduire à l'annulation de l'investissement.

-L'évaluation et la valorisation : Les méthodes d'évaluation d'entreprise sont nombreuses, et la valorisation des titres de l'entreprise sera le résultat d'un compromis entre la valorisation des titres par l'investisseur d'une part et par l'entrepreneur d'une autre part. Elle peut tenir compte même des paramètres relatifs au projet, comme le savoir-faire, la croissance du marché, la part de marché de la société etc. Que ce soit pour décider de l'octroi du financement ou pour suivre l'évolution financière du projet et de l'entreprise, les Capital-Investisseurs utilisent des méthodes appropriées qui sont sensées réduire les risques d'appréciation et permettre le meilleur arbitrage possible risque/rentabilité. Si en principe les méthodes d'évaluation de la finance d'entreprise traditionnelle sont applicables au Capital Investissement, l'information comptable limitée, voire inexistante (cas de l'entreprise en création), et les incertitudes concernant les cash-flows futurs rendent les méthodes fondées sur les données historiques ou l'analyse prévisionnelle caduques. Les investisseurs ont alors recours à la méthode d'évaluation par les multiples. Elle est fondée sur la rentabilité dans la mesure où elles considèrent deux principaux multiples : l'EV/EBITDA et le PER (Mougenot, 2002).

2.2. Les modalités de suivi spécifiques par les C-I

-Qu'apporte le Capital Investisseur à l'entreprise ?

-Sur le plan financier : Renforcer la structure financière de l'entreprise et adopter une bonne stratégie financière.

-Sur le plan organisationnel : -Apporter du conseil en matière de gouvernance et de gestion (expertise sectorielle) et faciliter un réseau de contacts.

-Sur le plan stratégique : -Partager le savoir-faire et apporter des idées innovantes liées au projet.

Une fois le financement octroyé et la participation au capital engagée, les Capital-Investisseurs s'impliquent davantage dans l'entreprise que les actionnaires de sociétés cotées en général (Desbrières, 2001) ; (Sapienza & Al, 1996). Cette implication active et interventionniste s'explique par la détention de blocs de contrôle et se traduit notamment en termes de gouvernance par leur présence active. Elle leur permet de compenser les risques encourus plus élevés et de pallier les difficultés d'accès à l'information.

-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 termes de réflexion stratégique, le côté opérationnel restant plus le fait de management.

-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. Un bon reporting nécessite la mise en place d'un tableau de bord mensuel contenant des informations sur l'activité, la situation de la trésorerie et des documents prévisionnels (budgets, prévisions et bilans).

2.3. Les enjeux de sortie ou désinvestissement des C-I

Les fonds conservent leur participation dans les entreprises jusqu'à l'atteinte des objectifs d'investissement, à la différence des titres boursiers qui peuvent être vendus à court-terme.

Contrairement aux actions des sociétés cotées, les investissements en fonds propres réalisés par les Capital-Investisseurs sont peu liquides, dans la mesure où ils ne peuvent pas être cédés facilement et à tout moment sur le marché (Desbrières, 2001a). Le choix du moment et de la modalité de sortie détermine la rentabilité de l'opération d'investissement, la sortie du capital constitue ainsi une phase ultime de l'opération puisqu'elle constitue la phase de réalisation des plus-values. Il existe essentiellement quatre cas de sortie :

- Rachat des actions par l'entrepreneur lui-même : Dans le but de renforcer son contrôle de l'entreprise.

- Le CI vend sa participation à un autre financier : La profession du Capital Investissement est organisée en tours de tables successifs, cette sortie ne permet pas une valorisation importante des titres cédés, par rapport notamment à une sortie industrielle car l'investisseur ne peut faire valoir une valeur stratégique
- La société est introduite en Bourse : Assurer au Capital-Investisseur la liquidité de ses participations et de réaliser les plus-values escomptées.
- La société est vendue majoritairement à un acquéreur industriel : Après avoir trouvé des synergies potentielles entre la PME et l'industriel acquéreur, ce dernier cherche à acquérir des participations majoritaires et par conséquent à prendre le contrôle de l'entreprise.

Le rapport de l'AMIC (2018) présente la hiérarchie des sorties réalisées. Une diminution des introductions en bourse est toutefois enregistrée suite aux déconvenues sur ce marché, au profit d'une augmentation des sorties industrielles passées à 26% en 2012-2017.

Chaque type de sortie présente des avantages et des inconvénients et s'accompagne de difficultés.

3. Méthode et résultats de l'étude empirique

L'étude de terrain effectuée a été appuyée de la théorie qui a précédé afin de forger des propositions crédibles, non technicistes ou mécaniques, mais réfléchies et susceptibles d'enclencher de nouvelles dynamiques.

3.1. Approche et méthode

Notre démarche scientifique suit un raisonnement inductif, dans le sens où notre revue de littérature nous permet de délimiter au préalable les contours de notre champ d'analyse en identifiant les variables à retenir sur les spécificités et les enjeux d'investissement ou désinvestissement par le Capital Investisseurs avec comme cas de référence les PME marocaines. Il s'agit ici d'extraire de l'investigation du terrain les concepts en œuvre et identifier leur articulation. Sur cette base, des entretiens semi-directifs ont été élaborés selon deux axes à savoir les enjeux et les spécificités pour que le Capital-Investisseur accorde le financement et accompagne la PME au cours de la durée de son investissement. Le second axe a pour objectif d'étudier les spécificités de sortie du Capital-investisseur de la PME marocaine et quels sont les causes de ce désinvestissement. Nous avons, dans un premier temps, interrogé les représentants des sociétés de Capital Investissement qui existent dans le royaume, mais seuls trois fonds de Capital investissement nous ont autorisé à étudier des cas de PME qui représentent leurs portefeuilles. L'échantillonnage est non- probabiliste. La plupart des interviews ont été retranscrits, ensuite on a procédé à l'analyse thématique du contenu des citations

et verbatim cités par les interviewers, via des grilles thématiques, tout en respectant la cohérence et l'enchaînement des axes du guide d'entretien. Cette méthode de l'analyse qualitative a été complétée par une étude réalisée par l'AMIC, vu le nombre réduit des interviewers qui se sont limités à trois sociétés de Capital Investissement et cinq PME qui représentent leurs portefeuilles. L'AMIC a réalisé ladite étude en concertation avec un cabinet d'études statistiques de renommée qui a traité les 155 PME financées par Capital Investissement au Maroc.

3.2. Résultats de l'étude empirique

3.2.1. Les déterminants du Capital Investisseur pour investir dans une PME

Le premier axe de notre guide entretien s'intéresse aux enjeux et aux spécificités pour que le Capital-Investisseur accepte d'accorder le financement et accompagner la PME, tout au cours de la durée de son investissement, dont on expose les résultats de notre recherche dans le tableau suivant :

Tableau n°1 : Les déterminants d'investissement du Capital-Investisseur

Les déterminants	Le marché et les résultats de l'entreprise	La formation de la confiance
	L'investisseur considère pour faire son choix : -Le potentiel du dirigeant en fonction des résultats de l'entreprise déjà réalisés, -Les caractéristiques du marché (Clients, fournisseurs, concurrents..) sur lequel intervient l'entreprise, le positionnement de cette dernière sur son marché, la stratégie commerciale et de développement, les prévisions financières et les évolutions anticipées dans le futur.	-La transparence ; -La qualité de la relation et le succès de la collaboration dépendent, selon les acteurs, des dimensions cognitives, psychologiques et affectives de la confiance. Elles permettent à des relations plus informelles de s'établir. -Le pacte d'actionnaires pour organiser les relations tout au long de l'investissement.

Source : Auteurs

3.2.2. -Les déterminants de sortie du Capital-Investisseur de la PME

Les entretiens du deuxième axe de notre guide confirment dans une certaine mesure les discours des ouvrages sur le sujet, en confirmant les modes de sortie du Capital Investisseur :

Tableau n°2 : Les déterminants de désinvestissement du Capital-Investisseur

Les déterminants	Les éléments perturbateurs de la collaboration entre le C-I et dirigeant	Les divergences entre le C-I et dirigeant dans les objectifs et les moyens pour y parvenir	Cas de la réussite de la collaboration et création de la valeur
	-La dégradation des résultats de l'entreprise -Manque d'attention aux conseils des investisseurs -L'asymétrie d'information entre le dirigeant et l'investisseur -Volonté d'indépendance des dirigeants face aux investisseurs.	-La logique industrielle à long terme des dirigeants opposée à la logique financière à court terme des C-I -Une stratégie de réduction de coûts par les C-I et des contraintes financières contestées par les dirigeants -Une pression élevée sur les dirigeants par les C-I	En cas de réussite de la collaboration et création de la valeur au sein de l'entreprise. Le Capital Investisseur dispose de plusieurs issues de sorties telles que la cession à un industriel, à un autre fonds d'investissement ou bien se dirige vers la voie royale qui est l'introduction en bourse.

Source : Auteurs

Conclusion :

En optant pour le Capital Investissement, les PME marocaines font un choix responsable et participent au développement économique et social du Maroc. En effet, au Maroc, les fonds d'investissement sont fortement engagés dans l'accompagnement des cibles, ce qui permet à ces dernières d'évoluer remarquablement. Les conditions de la sélection du Capital-Investisseur de la PME marocaine dépendent du potentiel économique et financier du partenaire qui constitue le fondement économique de la relation.

La décision d'entrer en collaboration et le choix du partenaire se font essentiellement en fonction de critères objectifs et calculés. C'est le besoin en fonds qui est la principale motivation du dirigeant. L'investisseur, quant à lui, considère, pour faire son choix, le potentiel du dirigeant en fonction des résultats de l'entreprise déjà réalisés, des caractéristiques du marché sur lequel intervient l'entreprise et de ses évolutions anticipées dans le futur.

En ce qui concerne les déterminants de désinvestissement, la sortie royale reste la majeure préoccupation de l'ensemble des Capital-Investisseurs qui est l'introduction en bourse. Ainsi, on a remarqué que le Capital-Investisseur peut se désinvestir de la PME si les relations avec les dirigeants de la PME se détériorent et des conflits commencent à perturber la collaboration entre les deux parties.

Plusieurs obstacles entourent encore cette industrie au Maroc (existence d'entreprises familiales, le manque de transparence..), de ce fait, les entrepreneurs doivent être conscients qu'il est important d'ouvrir leur capital aux fonds afin de stimuler la croissance en bénéficiant de l'expertise de ces investisseurs.

Bibliographie :

-Adair.P, Fhima.F, (2013), « Le financement des PME en Tunisie : dépendance à l'égard des banques et rationnement du crédit » Revue internationale PME, volume 26,n°3/4, pp.117-138.

-Adair.P, Fhima.F., (2011), « Accès au crédit et promotion des pme en Tunisie » Revue internationale PME, N° du 15 Février.

- Battini P., (2000), « Capital Risque, mode d'emploi » ; 3^{ème} édition, Editions d'organisation.

- Bouzid Azzouzi., (1997), « PME et stratégie de développement au Maroc » ; 2^{ème} édition Maarif al Jadida.

- Chérif M et Barneto P., (2001), « Valorisation des start-up : les options réelles », Banque Stratégie. Mars n°180, pp. 11 à 14.

- Chérif M., (2000), « Le capital-risque », Paris : Banque éditeur, coll. Les essentiels de la banque.

- Delage B. (2005), « Comment réussir sa cession industrielle », Horizon Croissance 1, 34-43.

- Desbrières P., (2001)a, « La relation de capital-investissement dans les firmes industrielles et commerciales », in Charreaux G. (sous la dir. de), Images de l'investissement, Paris : Vuibert, FNEGE, pp. 361-392.

- Desbrières P., (2001)b, « Le capital-investissement », Banque & Marchés, n°51, mars-avril, p.40-45.

- Direction de la Politique Économique Générale., (2000)« Les PME au Maroc Éclairage et Propositions » Document de Travail N° : 50 Rabat.
- Kharbouche H., (2009), « L'émergence du Capital Risque au Maroc : mimétisme ou construction originale », sous la dir. de Pr. E.-M. HERNANDEZ, Université de Reims, 18 mars 2009.
- Lachmann J., (1996), « Financer l'Innovation des PME », Paris : Economica.
- Lachmann J., (1999), « Capital-Risque et Capital-Investissement », Paris : Economica, Coll. Connaissance de la Gestion.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). « Qualitative data analysis : An expanded sourcebook ». Sage.
- Mohamed Abdelaoui et Amina Haoudi., (2009), « Etude sur les Outils de financement et contraintes de développement des PME au Maroc ».
- Mougnot G., (2002), « Tout savoir sur le Capital Risque », Paris : Gualino Editeur, coll. 2ème édition.
- Sapienza H., Manigart S., Vermeir W., (1996), « Venture capitalist governance and value-added in four countries », Journal of Business Venturing, New York, vol.11, n°6, novembre, pp.439-470.
- Stéphanie E., (2003), « La relation capital-risque/PME », Bruxelles : De Boeck, coll. Comptabilité, contrôle et finance.
- Yahiaoui A.,(2011) Mémoire de magister« Le capital investissement en Algérie : Etat des lieux et contraintes », à l'université Mouloud Mammeri de Tizi-ouzou.
- Benthani A, (2017) « Les mesures incitatives au financement de la petite et moyenne entreprise (PME) marocaine : quelle efficacité ? », Revue du Contrôle de la Comptabilité et de l'Audit, n°3, décembre 2017.
- Desbrières P & Broye G, (2000) « Critères d'évaluation des investisseurs en capital: le cas français », Finance Contrôle Stratégie, Vol. 3, n° 3, 2000, pp.5-43.

Sites web consultés :

- Site de l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital : www.amic.ma (20-01-2019)
- Site de l'ANPME : www.anpme.ma (19-01-2019)
- Site de la CGEM : www.cgem.ma (20-01-2019)