

CAPITAL-INVESTISSEMENT ET FINANCEMENT DE PME INNOVANTES : UNE REVUE DE LA LITTERATURE

PRIVATE EQUITY AND FINANCING INNOVATIVE SMES: A REVIEW OF THE LITERATURE

FILALI Oumayma

Doctorante à la FEG Ibn Tofail-Kénitra

Laboratoire de l'Economie et Management des Organisations

Oumayma.filali@uit.ac.ma

TORRA Mohamed

Enseignant à la FEG Ibn Tofail-Kénitra

Laboratoire de l'Economie et Management des Organisations

mohamed.torra@uit.ac.ma

Date de soumission : 07/05/2023

Date d'acceptation : 14/07/2023

Pour citer cet article :

FILALI O. & TORRA M. (2023) « CAPITAL-INVESTISSEMENT ET FINANCEMENT DE PME INNOVANTES : UNE REVUE DE LA LITTERATURE », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 7 : numéro 2 » pp : 412-434.

Résumé

En dépit que les Petites et Moyennes Entreprises (PME) se considèrent comme de puissants contributeurs à la croissance des économies, toutefois elles se heurtent à d'énormes difficultés qui entravent leur croissance, où l'accès au financement constitue un des problèmes les plus critiques qui régissent tout au long de leur cycle de vie en constituant une entrave aux activités d'innovation. En outre, la particularité ainsi que les risques liés au financement de l'innovation des PME nécessitent le recours à un processus de financement original et spécifique. Le Capital-Investissement (CI) constitue donc une voie alternative qui permet de répondre aux besoins spécifiques d'une PME innovante confrontée aux limites et contraintes du financement classique. En effet, il offre à celle-ci les moyens de ses ambitions en mettant à sa disposition les capitaux et l'accompagnement stratégique nécessaires à tous les stades critiques de son cycle de vie.

L'objectif de ce papier est d'examiner les travaux qui traitent le financement de l'innovation par Capital-Investissement dans le cas de PME innovantes, à travers une revue de la littérature visant à prolonger les recherches déjà existantes.

Mots clés : Financement ; Innovation ; Capital-Investissement ; PME ; Cycle de vie de l'entreprise.

Abstract

Despite the fact that Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) are considered like a powerful contributors to the developed economies, however, they are confronted with enormous difficulties that hinder their growth, where access to finance constitutes the most critical problem that govern their life cycle, constituting an impediment to innovation activities. In addition, the specific nature and risks associated with financing innovation in SMEs require the application of an original and specific financing process. Private Equity (PE) is therefore an alternative way of satisfying the specific demands of an innovative SME confronted with the limits and constraints of traditional financing. It gives them the resources to realise their potential by offering the capital and strategic support they need at all the critical stages of their life cycle. The aim of this article is to examine studies on the financing of innovation by private equity in the context of innovative small and medium-sized enterprises (SMEs), by means of a literature review designed to build on existing work.

Keywords: Innovation financing, Private equity, SMEs, Company life cycle.

Introduction

Pour exister et se développer les entreprises ont besoin d'un accès au financement. Les financements classiques de l'entreprise par système bancaire ou autofinancement, sont peu ou pas présents sur tous les secteurs ainsi que sur toutes les étapes du cycle de vie, notamment dans les phases de prise de risque, au démarrage de l'entreprise et dans les phases de développement des innovations. En dépit de l'apparition de nouveaux types de financement et instruments originaux et complexes qui permettent de renforcer les fonds propres de ces entreprises, pourtant les entreprises innovantes à fort potentiel de croissance sont caractérisées par un risque de défaillance élevé, du fait qu'ils opèrent, majoritairement, dans un environnement en évolution plus rapide.

Bien que les travaux portant sur la problématique du financement des grandes entreprises sont nombreux, et que les palissades de financement auxquelles sont confrontées les PME sont toujours plus élevées que celles de grandes entreprises (Bikhzazen, et al., 2020), pourtant le cadre et le contexte des PME demeure encore ignoré par les études et les recherches académiques en dépit du dynamisme et de l'importance économique de ces entreprises (Morsing & Perrini, 2009) et (Berger-douce, 2011). En outre, l'accès au financement est l'un des piliers essentiels de la croissance de PME et de la promotion de l'innovation. En effet, un manque d'accès au financement nécessaire, adéquat et en temps opportun, affecte de façon négative le développement, l'évolution et par conséquent l'innovation au sein de ce type d'entreprises (Oudgou & Zeamari, 2019). A cela s'ajoute que le financement de l'innovation n'est efficace qu'en recourant à un mode de financement spécifique et adapté au financement de l'innovation (Bekolo & Beyina, 2009).

Par conséquent, et en fonction du stade de développement des PME, le Capital-Investissement constitue une voie de financement alternative, que ces entreprises utilisent depuis plus d'une décennie. C'est un mode de financement qui consiste en une prise de participation dans le capital des entreprises généralement non cotées tout au long de leur cycle de vie, en finançant la création, le démarrage et le développement. Le rôle majeur joué par le Capital-Investissement revient à sa participation à la création de la PME, 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 (Makhrouf & Herradi, 2019).

Dans ce cadre s'articule notre sujet, qui a pour objectif de mettre le point sur le financement des entreprises au Maroc, plus précisément les Petites et moyennes entreprises innovantes et de présenter le Capital-Investissement en tant qu'outil de financement de l'innovation de ces dernières. Ce travail se veut complémentaire à la littérature existante, en répondant aux questions relatives à la problématique du financement de l'innovation : **(i) Comment peut-on interpréter le lien de causalité entre financement et évolution de PME innovantes ? Et (ii) dans quelle mesure le Capital-Investissement, en étant un moyen de financement alternatif, peut soutenir l'innovation de ces dernières ?** Plus précisément nous cherchons à évaluer l'importance du financement par Capital-Investissement sur l'évolution de PME innovantes tout au long de leur cycle de vie.

La démarche méthodologique de ce travail est fondée sur une analyse documentaire : Rapports d'activité (AMIC, AMMC, Maroc PME) et réglementation (Charte de la PME), nous exploitons également des statistiques issues de l'OCDE et l'HCP, ainsi que des études scientifiques portant sur cette problématique afin de tracer une revue de littérature qui permet d'examiner l'apport du financement par Capital-Investissement depuis son application au Maroc, soit de l'année 2000.

A la lumière des questions précédemment annoncées, notre travail de recherche s'articule comme suit : (1) Un cadre théorique et conceptuel des concepts de la PME et de l'innovation, ensuite (2) une revue de littérature portant sur la problématique du financement de PME innovantes ainsi qu'une analyse du financement selon la théorie de cycle de vie de l'entreprise, afin (3) de faire un cadrage de la définition du Capital-Investissement au Maroc, son fonctionnement ainsi qu'un focus sur l'importance et la présence du CI dans le financement de l'innovation. En passant en revue les études théoriques et empiriques traitant la relation entre financement par Capital-Investissement et évolution de PME innovantes.

1. L'innovation dans le contexte de la PME : Des propositions de définitions

1.1. Importance et présence des PME dans la structure nationale :

Aujourd'hui, l'importance des PME pour le développement socio-économique d'un pays n'est plus une question à laquelle il faut répondre, du fait qu'elles représentent l'épine dorsale de toute économie. La croissance des économies, qu'elles soient développées ou émergentes, ne serait possible qu'avec la présence des activités de PME (Vacca, 2013). Et donc, une des

importantes caractéristiques d'une économie en pleine croissance est un secteur de PME en pleine expansion.

De Nombreux auteurs ont cité que les PME sont dotées de multiples atouts inestimables. Selon (Belhaj, 2022) les PME sont fortement impliquées dans la création de la richesse, la promotion de l'emploi et la croissance des pays, elles représentent un véritable moteur de développement et de promotion sociale. Ainsi qu'elles participent pleinement au développement durable et stable des économies et se considèrent comme un déclencheur de l'innovation, selon (Bergerdouce, 2011) elles encourageant la croissance économique, l'emploi, et l'innovation technologique.

En effet, en constituant une puissante capacité de création de valeur ajoutée et contribuent fortement à la réduction de la problématique du chômage par la création d'un nombre important de postes de travail, les PME ont depuis toujours représenté des acteurs importants de l'économie en termes d'innovation et de création d'emploi (Djedidi-Kooli, 2006). Elles participent également à l'amélioration de la productivité dans un monde caractérisé par des changements rapides, une concurrence de plus en plus rude et donc une nécessité permanente d'innovation.

Dans la plupart des pays de l'OCDE, les PME représentent entre 96% et 99% de l'ensemble des entreprises et contribuent à hauteur de 60% à 70% de l'emploi du secteur privé (Nouna & Ait soudane, 2019). Au Maroc, les PME ne sont pas moins importantes que dans les autres pays, elles représentent 93% des entreprises (Selon HCP), avec 20% de valeur ajoutée, 40% de la production, à 30% des exportations, à plus 35% du PIB (D'après le site de Maroc PME). Quant à la lutte contre la pauvreté, la PME participe à la promotion de l'emploi en créant une proportion significative des emplois de 50%, soit à travers une contribution directe à l'activité nationale, ou à travers des activités complémentaires à celle de grandes entreprises (Nouna & Ait soudane, 2019).

De ce fait, l'importance des PME comme vecteur essentiel de l'évolution économique et sociale se situe, au Maroc comme dans d'autres pays et régions du monde, au centre des débats depuis plusieurs décennies, sauf qu'il existe toujours une ambiguïté quant à sa définition universelle, tenant compte du niveau de développement, du cadre juridique et du régime politique spécifiques pour chaque pays.

En 2002, après plusieurs tentatives de sélection d'une PME, une définition officielle et légale a été formée pour classer ce type d'entreprise. Il s'agit de la loi 53-00 formant « La charte de la PME », dont la définition retient deux critères essentiels de détermination de la PME : le nombre d'employés permanents et le Chiffre d'Affaires. Selon cette charte une PME est définie en étant « *Toute entreprise gérée et/ou administrée directement par les personnes physiques qui en sont les propriétaires, copropriétaires ou actionnaires, et qui n'est pas détenue à plus de 25% du capital ou des droits de vote par une entreprise ou conjointement par plusieurs entreprises ne correspondant pas à la définition de la PME* ». ¹

Pour être qualifiée de PME, une entreprise déjà existante doit obligatoirement avoir moins de 200 employés permanents et un chiffre d'affaires annuel (hors taxes) n'excédant pas 75 millions de Dhs, ou un total de bilan annuel inférieur à 50 millions Dhs.

Cette définition se présente selon le tableau suivant :

Tableau N°1 : Caractéristiques de définition d'une PME

PME	Effectif	Chiffre d'affaires	Bilan
	≤ 200 employés	≤ 75 millions Dhs	≤ 50 millions Dhs

Source : Auteurs

Toutefois, l'Agence Maroc PME (Ex ANPME) s'est aligné sur cette définition en considérant le chiffre d'affaires le seul critère de sélection des entreprises. Suite à ceci trois types d'entreprises se distinguent, comme indiquées sur le tableau suivant :

Tableau N°2 : Répartition des entreprises par Chiffre d'affaires (CA)

Type d'entreprises	Chiffre d'affaires
Très petite entreprise	≤ 3 millions Dhs
Petite entreprise	3 ≤ CA ≤ 10 millions Dhs
Moyenne entreprise	10 ≤ CA ≤ 175 millions Dhs

Source : Auteurs

En effet il n'existe pas de définition légale et précise de la PME innovante et donc la définition de la PME renferme une notion globale en intégrant celle innovante. Toutefois, on peut préciser qu'une PME innovante est celle qui développe des innovations ou des projets d'innovations

¹ Dahir n°1-02-188 du 12 Joumada I 1423 (23 juillet 2002) portant promulgation de la loi n° 53-00 formant charte de la petite et moyenne entreprise.

incrémentales et qui fait de l'innovation un moyen de compétitivité c'est-à-dire un moyen d'amélioration des produits et des processus (Dine-Dine, 2018).

1.2 L'innovation dans le cadre des PME

L'innovation se révèle vitale pour les entreprises opérant sur des marchés hautement concurrentiels en leur permettant de créer de nouveaux produits et services (Dine-Dine, 2018). C'est une notion formalisée pour la première fois par (Schumpeter, 1935), est définie comme *« l'application commerciale ou industrielle de quelque chose de nouveau tel qu'un nouveau produit ou procédé, un nouveau type d'organisation ou une nouvelle source d'approvisionnement sur le marché des produits. »*. Les travaux pionniers de Schumpeter ont permis par la suite d'ouvrir de nouvelles voies de définitions et d'investigations sur cette notion.

L'innovation peut se définir également comme *« l'adoption d'un équipement, d'une politique, d'un programme, d'un processus, d'un produit ou d'un service qui est nouveau pour l'organisation qui l'adopte et qui peut être développé en interne ou bien acquis »* (Damanpour, 1991) et (Deltour & Lethiais, 2014).

L'OCDE en 2005 a défini l'innovation comme suit : *« Une innovation est la mise en œuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures »* (OCDE, 2005).

Et la question de l'innovation dans le cadre des entreprises n'est pas nouvelle. Depuis les études réalisées par (Schumpeter, 1943) qui considère l'innovation comme la principale source de succès à long terme des entreprises, et jusqu'au nos jours l'innovation demeure un enjeu de développement et de croissance des entreprises. Et les PME n'échappent pas à cette injonction où de leur capacité à innover dépend leur avenir (Deltour & Lethiais, 2014). Et donc, une PME est considérée comme innovante lorsqu'elle déclare avoir mis sur le marché un nouveau produit ou prétende avoir mis de nouveaux procédés de production, de nouvelles méthodes de distribution ou une nouvelle activité de soutien pour les produits et services (Deltour et al., 2020).

Certaines études mettent en évidence un lien de causalité entre les aspects d'innovation et de performance, dans le contexte de la PME, où l'innovation serait alors un déterminant de la performance qui l'influencerait de manière positive ou négative. En effet, de nombreux auteurs

confirment le constat en déterminant que le lien entre innovation et performance est souvent interprété de manière positive. De surcroît, l'analyse traditionnelle de la relation entre innovation et développement des entreprises notamment des PME, a fait l'objet d'une abondante littérature en montrant que le but ultime de l'innovation est de faire croître la performance de toute entreprise.

En effet, l'innovation est considérée comme un facteur clé et majeur du maintien de la compétitivité des entreprises, in fine de leur performance. Selon (Soparnot & Stevens, 2007) l'innovation est considérée comme étant un des éléments et facteurs clés du développement stratégique et de la performance des PME. Selon (Berger-douce, 2011), face à un environnement de marché de plus en plus concurrentiel et en évolution rapide, l'innovation est devenue un enjeu majeur pour la compétitivité des entreprises.

De cela, les entreprises, en générale et les PME en particulier, sont incitées à innover afin de garantir leur compétitivité et par conséquent leur performance. Et donc les efforts d'innovation réalisés par une entreprise peuvent se comprendre comme un investissement visant à générer, à long terme, des retombées positives. (Deltour & Lethiais, 2014).

En constatant donc que, selon la littérature, l'innovation est un facteur clé de la croissance, du développement et de la performance des PME. Pourtant, ces dernières se trouvent face à des obstacles divers de natures financières, administratives, juridiques, ou et/ou fiscales, dont l'accès au financement reste le problème le plus critique qui régit tout au long de leur cycle de vie.

2. Financement de l'innovation dans le contexte des PME

2.1 Problématique du financement des PME innovantes

En considérant l'importance des PME et de leur contribution à la croissance des pays, la question de leur financement a également fait l'objet de discussions et de recherches économiques importantes. (Hefnaoui & Ben Darkawi, 2020) et (Bouziani & Azegagh, 2022), soulignent que le financement des PME constitue, aujourd'hui, l'un des principaux thèmes des débats économiques dans le monde et même au Maroc, et que la recherche financière sur ce sujet se dessine progressivement. Ainsi que l'importance des PME se traduit par son importance mandatée dans les politiques publiques nationales dédiées au financement, (Belhaj, 2022) considère que l'importance de l'accès au financement, surtout pour les PME, est à la fois une priorité économique et une volonté politique.

Selon (Oudgou & Zeamari, 2019) le succès d'une entreprise dépend non seulement de ses ressources humaines, de la qualité et du prix du service qu'elle offre à ses clients, mais aussi de sa capacité à lever des capitaux pour répondre à ses besoins opérationnels et d'investissement. Et donc en mobilisant plus de capitaux l'entreprise peut effectuer de nouveaux investissements, accéder à des parts de marché et assurer sa croissance (Vacca, 2013).

D'autres auteurs, analysent cette relation autrement, et considèrent qu'un manque d'accès au financement constitue une barrière à la croissance des PME. Selon (Pissarides, 1999) malgré la présence de contraintes multiples et souvent interdépendantes, l'idée largement répandue, sur laquelle se fondent les politiques de soutien aux PME, est que le manque de financement constitue le principal obstacle à la croissance des PME. Ce constat peut être prouvé par une enquête réalisée par le haut-commissariat au plan, en 2019, selon laquelle plus de 75% de PME marocaines invoquent le manque de financement comme principal frein à l'investissement, in fine à la croissance, comme il est indiqué dans le tableau suivant :

Tableau N°3 : Facteurs qui empêchent l'investissement au sein des Entreprises

<i>Facteurs empêchant les entreprises d'investir</i>	<i>Types d'entreprises</i>		
	TPE	PME	GE
<i>Manque de financer</i>	73.7%	75.5%	72.1%
<i>Concurrence du secteur informel</i>	21.7%	23.0%	26.4%
<i>Etroitesse du marché</i>	22.3%	20.7%	24.8%
<i>Procédures administratives compliquées</i>	9.9%	17.8%	9.1%
<i>Politiques discales compliquée</i>	8.9%	18.6%	22.8%
<i>Absence de main d'œuvre qualifiée</i>	4.9%	10.9%	7.4%

Source : HCP (Tableau adapté)

En effet, l'innovation est devenue un facteur clé de performance et de compétitivité pour ce type d'entreprises. Et le manque d'accès au financement nécessaire, adéquat et en temps opportun, affecte de façon négative la création de nouvelles entreprises et le développement des entreprises déjà existantes (Tadjousti & Jamal, 2019). Et donc, le financement est une condition nécessaire au gain de productivité, de compétitivité et d'innovation des PME (Dufourq, 2014) et (Nouna & Ait soudane, 2019).

D'après le Haut-Commissariat au Plan en analysant les réponses sur un sondage auprès de plus de 2000 entreprises, qui opèrent dans les secteurs de l'industrie, du commerce, de la

construction et des services marchands non financiers, deux tiers des dirigeants ont cités qu'un manque d'accès au financement constitue un réel obstacle au développement de leurs activités, et par conséquent, de leur innovation.

Tableau N°4 : Proportion des entreprises par secteur ayant considéré l'accès au financement comme obstacle au développement de leur activité

<i>Secteurs</i>	<i>Types d'entreprises</i>		
	TPE	PME	GE
<i>Industrie</i>	67.7%	66.3%	58.5%
<i>Construction</i>	78.3%	69.6%	67.8%
<i>Commerce</i>	65.9%	78.2%	47.9%
<i>Services</i>	66.5%	64.6%	47.9%

Source : HCP (Tableau adapté)

Du fait que la relation entre les sources de capital et l'innovation constitue un enjeu central de l'esprit d'entreprise (Cumming et al., 2018) et (Bikhazzen et al., 2020). La mobilisation de capitaux permet ainsi aux entreprises de financer des investissements matériels et/ou immatériels pour maintenir, améliorer, accroître et diversifier leur potentiel, se positionner sur de nouveaux marchés et stimuler l'innovation (Oudgou & Zeamari, 2019).

Cependant, dès qu'il s'agit de répondre à leurs besoins de financement, les entreprises innovantes font face à de nombreux défis. Ces entreprises sont souvent très dépendantes des instruments traditionnels pour satisfaire leurs besoins de démarrage, de trésorerie et d'investissement, en dépit que ces instruments ne répondent pas pleinement aux différents besoins du financement aux divers stades du cycle de vie (Cherif, 1999). (Diamane & Koubaa, 2015) considèrent que l'un des principaux défis auxquelles sont confrontées les jeunes entreprises innovantes est le comportement prudent de certains bailleurs de fonds, et cette prudence éloigne souvent les jeunes entreprises innovantes des circuits de financement traditionnels.

En guise d'exemple, le financement par emprunt n'est pas adapté aux entreprises nouvelles, innovantes et à croissance rapide, qui se situent dans la partie supérieure de la fourchette risque-rendement (Selon OCDE). En effet, un taux d'intérêt élevé et des garanties excessives constituent les principaux freins aux demandes de crédits bancaires pour ce type d'entreprises.

Ainsi que les institutions financières formelles considèrent les PME innovantes comme très risquées et difficiles à survivre commercialement (Bikhzazen et al., 2020). Où selon l'enquête réalisé par HCP, pour les PME qui ont demandé un crédit en 2019, plus que la moitié n'ont pas eu une réponse favorable et ce en raison de l'insuffisance de garantie pour 61% des entreprises d'une part et d'autre part du manque de confiance dans la PME pour 24%.

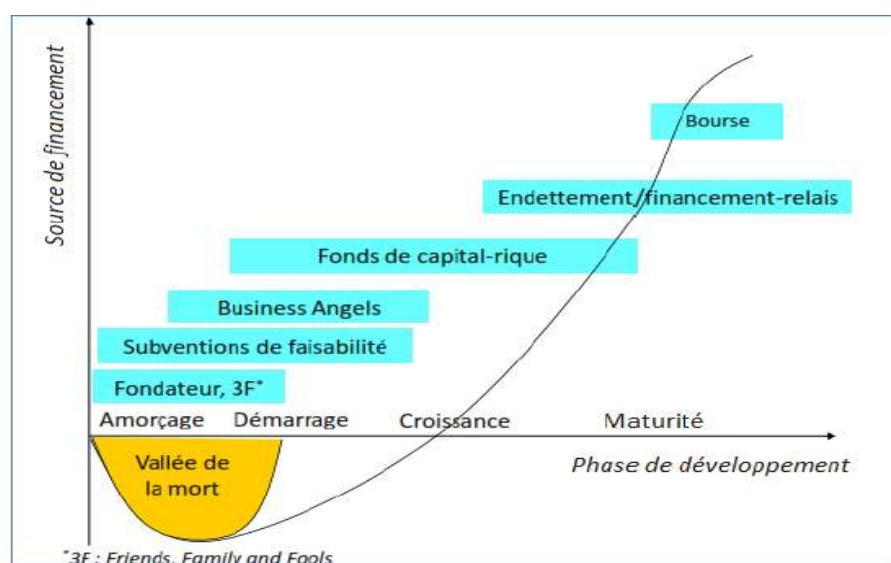
A cela s'ajoute qu'au cours de son cycle de vie, la PME innovante connaît des phases de développement auxquelles correspondent des besoins de financement différents (Tadjousti & Jamal, 2019). C'est pourquoi les critères d'investissement et de financement varient selon le stade de développement des jeunes entreprises innovantes.

2.2 Financement des PME innovantes et théorie de cycle de vie

Nul ne saurait contester de l'importance du financement pour la réussite, la survie et la pérennité des entreprises, notamment celle des PME et ceci de la création, du développement jusqu'au la transmission. Selon (l'OCDE, 2004) les PME innovantes éprouvent des difficultés à accéder à diverses sources de financement. En effet, à chaque phase de leur croissance apparaissent des besoins de financement différents.

Selon (Cardullo, 1999) le cycle de vie d'une entreprise se scinde en 4 grandes phases où pour chacune se distingue des besoins de financement différents et spécifiques, comme il est indiqué dans le cycle de vie financier d'une entreprise sur le graphe suivant :

Figure N°1 : Phases de financement des entreprises innovantes



Source : (Diamane & Koubaa, 2015).

- Phase d'amorçage et de démarrage (Seed Stage and startup stage) :

Elle représente une étape importante dans le cycle des jeunes entreprises innovantes. À ce stade, l'entreprise n'a pas encore de part de marché, ce qui rend difficile l'estimation ou la prédiction d'un succès commercial futur. Par conséquent, les risques associés à cette étape sont généralement très élevés et difficiles à financer.

- Phase de développement initial (Early Stage)

Au cours de cette étape, l'entreprise est amenée à développer la capacité de production et de distribution d'un produit fini prêt à être commercialisé, mais souvent à plus petite échelle pour affirmer sa viabilité économique. Mais à ce stade, il est difficile de prédire le succès commercial du projet, ce qui explique la réticence des banques à accorder des prêts aux entreprises en début de développement.

- Phase de croissance (Later stage)

Durant ce stade, l'entreprise doit gérer l'augmentation de ses opérations et de ses ventes qui en résulte. Pour maintenir sa croissance et son développement, elle a besoin de plus de capitaux pour renforcer les groupements commerciaux et développer sa capacité de production.

- Phase de maturité (maturity stage)

A ce stade, l'entreprise est bien établie et en plein développement. Cette étape est marquée par la fin des partenariats entre entreprises et investisseurs financiers, ou le renouvellement des avantages compétitifs et donc la relance de l'innovation.

On constate, alors, que pendant les phases de la survie des PME innovantes, elles rencontrent des difficultés extrêmes pour lever des fonds en raison de la forte incertitude liée à leurs activités, ainsi que l'épuisement des fonds personnels renforce l'importance d'une source de financement externe. De ce fait, Il s'avère nécessaire d'élargir la gamme des instruments de financement dont disposent ces PME, afin qu'elles puissent continuer à jouer un rôle dans l'investissement, la croissance et l'innovation. Face à cette situation de nouveaux instruments de financement externes adaptés au cycle de vie des projets innovants sont mis en place : Private-Equity, Business Angels, crowdfunding, etc...

Et donc plusieurs types de financement sont possibles lorsqu'il s'agit de la question du financement de l'innovation, le soutien de PME innovantes et l'émergence de projets innovants,

toutefois, notre article s'intéresse à une forme spécifique de financement de l'innovation au Maroc, à savoir le Capital-Investissement qui fera l'objet du titre suivant.

3. Capital-Investissement et Innovation : Une analyse du financement de l'innovation par CI :

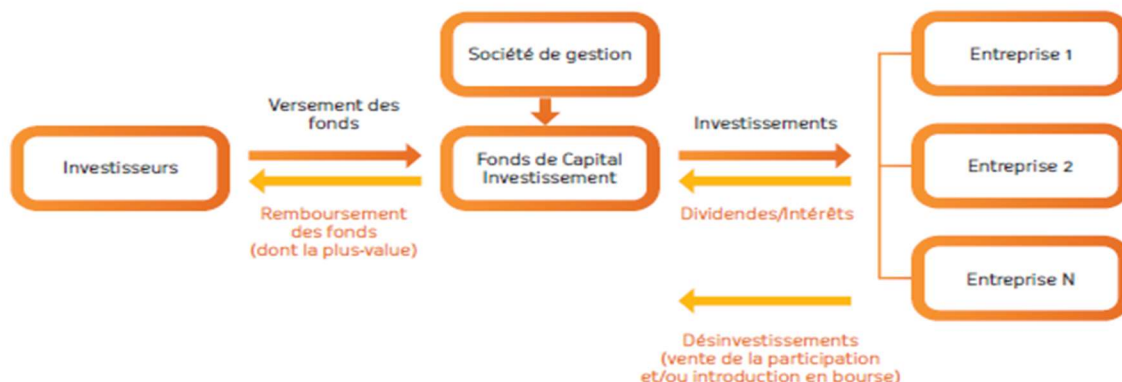
Le Capital-Investissement constitue un canal de financement externe auquel recourent les PME pendant les dernières années. Ce premier représente une alternative de financement qui intervient tout au long du cycle de vie des PME, en fonction de leurs besoins dans la réalisation des projets innovants, surtout, et qui sont, souvent, jugés risqués par les banques. L'objectif de ce titre, après une présentation du concept et du fonctionnement du Capital-Investissement, est de retracer une revue de littérature qui analyse le financement par Capital-Investissement et sa relation avec l'évolution de PME innovantes.

Historiquement, la littérature sur le capital-investissement a été divisée entre des recherches sur deux étapes d'investissement distinctes : le capital-risque (Venture Capital) et les rachats (Buy Out). Toutefois, au niveau de ce travail le terme Capital-Investissement sera utilisée comme terme générique.

3.1 Le Capital Investissement : Concept, fonctionnement et état des lieux

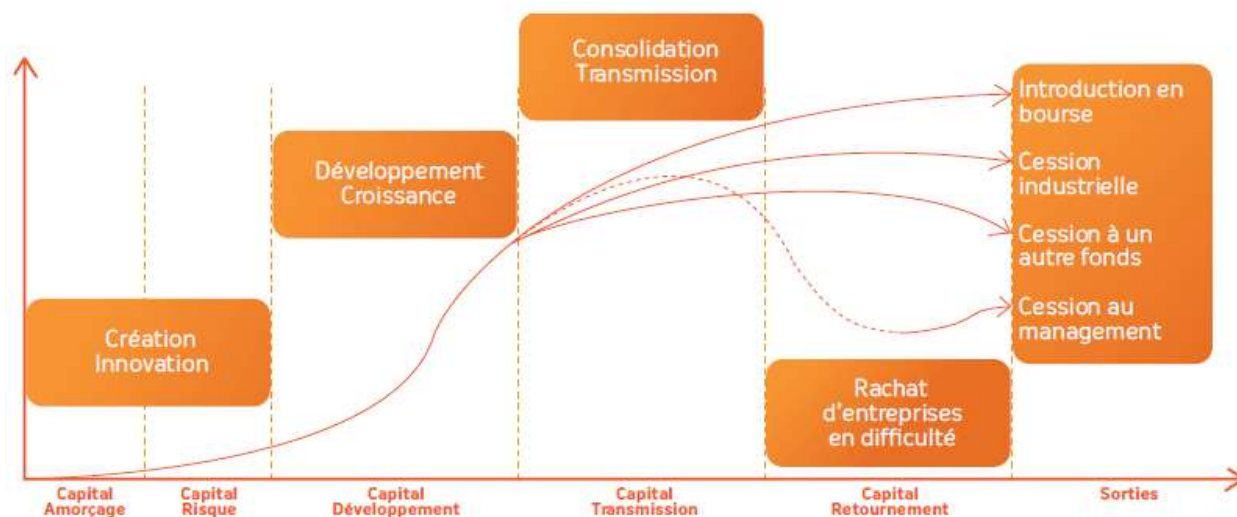
Par définition « *le Capital-Investissement² est une activité financière qui consiste pour un investisseur professionnel à entrer, pour une durée déterminée, dans le capital d'entreprises, non cotées sur le marché boursier, ayant besoin de fonds propres* » (Selon AMIC). En mettant en commun des capitaux dans un fonds de Capital-Investissement géré par une société de gestion, cette forme spécifique de financement fonctionne selon un circuit de flux précis, comme étant indiqué sur le schéma suivant :

² Selon l'AMIC : On utilise souvent d'une manière différente les notions «Capital Risque» (Venture Capital) et «Capital Investissement» (Private Esuity). L'expression «Capital Investissement» est utilisée comme terme générique bien que le terme « Capital Risque » est réservé au financement des entreprises en création. Et le Capital Risque constitue une composante du Capital Investissement.

Figure N°2 : Schéma de flux d'une opération de Capital-Investissement**Source : AMIC**

Le Capital-Investissement, par ailleurs, n'est pas seulement l'un des moyens financiers à l'entreprise, mais il s'agit également d'un apport de compétences et d'expertises techniques et complémentaires ainsi qu'une méthode de gestion et d'administration efficace et nouvelle. En outre de l'apport financier qu'il permet de réaliser, il permet également à l'entreprise de bénéficier d'un appui au management durant toute la durée de son implication (Boushib & Akaaboune, 2016). Il constitue, donc, une voie de financement alternative pour l'entreprise confrontée aux contraintes et aux limites des sources traditionnelles, vu que la logique du Capital-Investissement diffère de celles des moyens de financement traditionnels à savoir les fonds propres, l'endettement bancaire et les marchés financiers.

De surcroît, à toutes les étapes clés de la vie d'une entreprise, le Capital-Investissement peut financer un démarrage, une croissance, une transmission, voire un refinancement en cas de pépin, du fait qu'il se présente sous de nombreuses formes liées au stade de développement de l'entreprise bénéficiaire. Comme décrit par Marshall (1906), ses segments sont organisés autour des étapes du cycle de vie de l'entreprise. Cette organisation permet aux entreprises d'adapter leurs financements et de consolider leurs fonds propres en fonction de chaque étape de leur cycle de vie. Comme l'indique le schéma suivant :

Figure N°3 : Capital-Investissement et cycle de vie de l'entreprise

Source : AMIC

- Capital Amorçage – Seed Capital

Les investisseurs en capital d'amorçage apportent des capitaux, des réseaux et de l'expérience à des projets entrepreneuriaux qui sont encore au stade de la R&D.

- Capital Risque – Venture Capital

Les investisseurs fournissent des financements en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des entreprises en création ou en phase de démarrage des opérations. Le capital-risque se répartit comme suit et en fonction de la maturité du projet à financer : (1) la phase de création qui finance le démarrage de l'entreprise et (2) la Post-crédation lorsque l'entreprise a déjà terminé et commencé à développer un produit, où il a donc besoin de capitaux pour démarrer la production et la commercialisation.

Capital Développement – Growth ou Expansion Capital

Les investisseurs apportent un financement en fonds propres ou quasi-fonds propres (généralement une participation minoritaire) afin de financer la croissance d'une entreprise ou l'acquisition de positions d'actionnaire. A ce stade, l'entreprise est généralement une entreprise mature qui a atteint le seuil de rentabilité et qui a d'importantes perspectives de croissance.

- Capital Transmission – Buy Out

Les opérations à ce stade de la transmission comprennent l'acquisition de la majorité du capital d'une entreprise mature par une combinaison de capital et de financement bancaire (dette structurée). Les opérations les plus connues sont celles avec effet de levier ou LBO (Leveraged Buyback). Elles permettent à un dirigeant affilié à un fonds de capital investissement de transmettre son entreprise ou, plus généralement, de préparer sa succession en cédant son entreprise par étapes.

Capital Retournement – Turnaround

Les investisseurs fournissent des capitaux propres aux entreprises en difficulté. Grâce à ce mode de financement, les investisseurs leur donnent l'opportunité et les moyens de mettre en place des mesures de redressement de leurs opérations, leur permettant d'engranger des bénéfices.

Pour ce qui est du Maroc, le financement par capital-investissement est encore jeune et les institutions spécialisées dans ce type de financement sont en grande partie des filiales de banques traditionnelles. Il n'a démarré qu'à partir des années 1990, avec la création de la société de gestion « Moussahama », filiale de la Banque Populaire, puis s'est agrandie à travers le lancement de 5 fonds d'investissement totalisant 1 milliard de DHS depuis 2000 (Selon l'AMIC). Depuis la promulgation de la loi 41-05 de 2006 relative aux OPCR, deux véhicules spécifiques de Capital Investissement ont vu le jour : (1) Une Société de Capital Risque (SCR) est une société par actions sous forme de société anonyme ou d'une société en commandite par actions. Et (2) le Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR) qui est une copropriété de valeurs mobilières et de liquidités qui n'a pas de personnalité morale et leurs parts sont émises et vendues sous toutes les formes et conditions fixées par le règlement intérieur.

3.2 Importance du Capital investissement dans le financement de PME innovantes

Le capital-investissement a fait l'objet de nombreuses études approfondies ces dernières années, notamment dans le cadre du financement de PME. Du fait qu'il est reconnu comme un facteur clé de la compétitivité du système entrepreneurial d'un pays, car il affecte la croissance de ses entreprises les plus dynamiques (Vacca, 2013).

Cependant, le financement par capital-investissement est un facteur particulièrement important lorsque l'on considère le thème de l'innovation, qui cible les jeunes PME et qui sont connu

comme de puissants leviers de l'innovation. Aujourd'hui, la plupart des pays reconnaissent l'importance du Capital-Investissement comme facteur de création et de développement d'entreprises innovantes. (Bikhzazen et al., 2020) considèrent qu'avec le soutien de ce type de financement, la capacité de développement des PME innovantes peut être considérablement améliorée. Et de plus en plus des chercheurs s'intéressent à montrer l'impact positif des fonds de Capital-Investissement sur le succès de PME innovantes, ainsi que sur la croissance de leur chiffre d'affaires et par conséquent de leur performance.

Les fonds de capital-investissement sont considérés comme un facteur clé dans le développement des jeunes PME innovantes. En fournissant des capitaux propres, le Capital-Investissement joue un rôle important dans la croissance des PME (Bikhzazen et al., 2020). Il joue un rôle clef dans la mesure où il dynamise les innovations. En effet, il a un rôle de catalyseur pour les innovations, en stimulant la création et le développement des sociétés orientées vers la technologie, aide aux transformations des résultats de R&D dans des produits et services (Dai, 2002).

La théorie de (Rogers, 1995) montre l'importance du rôle joué par le capital investissement dans le financement de PME innovantes (Benali & Ghalfiki, 2019). Ainsi que (Bertoni et al., 2008) soulignent les effets positifs de l'intervention des fonds sur l'activité d'investissement des entreprises cibles. L'étude réalisée par (Lorenzi & Villemeur, 2009), confirme, également, que le Capital-Investissement a un impact positif sur la capacité de croissance des entreprises.

Le financement des entreprises innovantes est particulièrement complexe en raison du risque approprié, l'importance réside, souvent, dans la capacité de réduire ce risque. Et donc, l'intervention du Capital-Investissement permet d'amoindrir voire d'éliminer le risque financier, d'avoir des sources de financement alternatives, et donc d'investir dans un cadre plus sécurisé. De ce fait, les entreprises ayant recours au financement par Capital-Investissement pourraient avoir des caractéristiques ex ante qui les rendent différentes des autres entreprises et affectent leur performance ultérieure (Bertoni et al., 2011).

En ce qui concerne les études empiriques, une analyse sur des jeunes entreprises innovantes sur le tissu économique italien, faite par (Vacca, 2013) afin d'évaluer l'impact de la présence des investisseurs en Capital-Investissement sur la situation financière, la croissance et la rentabilité de ces entreprises. Les indicateurs du bilan montrent, généralement, une augmentation entre

l'année initiale et celle finale du financement, ainsi que la valeur de leur participation a été augmentée et rendue attrayante pour le marché.

Ainsi que la préférence du recours au financement par Capital-Investissement a été examinée par une étude faite par (Bekolo & Beyina, 2009). Où sur un échantillon de 60 PME innovantes camerounaises, 73% des PME innovantes enquêtées acceptent la participation du Capital-Investissement dans leurs entreprises, en considérant que ce dernier est un moyen de financement non seulement efficace mais, surtout, un véritable outil de contrôle et de développement de leurs PME.

(Berger & Schaeck, 2011) confirment ce constat sur une nouvelle base de données concernant des PME italiennes, allemandes et britanniques, en montrant également la raison pour laquelle les entreprises se tournent vers les sociétés de Capital-Investissement plutôt que de s'engager dans des relations bancaires multiples, c'est afin de profiter de l'expertise des gestionnaires de Capital-Investissement et peut-être pour éviter l'extraction de rente par la banque principale.

Ce qui est du Maroc, une enquête a été menée par l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital (AMIC) auprès de 19 sociétés de gestion et sur la base de leurs déclarations, a permis d'analyser les indicateurs de performance de 143 PME opérant dans tous les secteurs à l'exception de celles dédiées à l'immobilier et au tourisme entre les années 2000 et 2021. Les entreprises investies affichent une amélioration significative de ces indicateurs, en passant d'une moyenne totale de 35% à la date de prise de participation à 95% à la date de cession ou à fin 2021 pour les entreprises encore investies par les fonds. En effet, le taux de croissance du chiffre d'affaire de ces PME s'établit à 27,6% fin 2021, en indiquant les secteurs investis par les fonds ayant connu la plus forte croissance de leur chiffre d'affaires en 2021, sont la construction (39 %), les services (36 %) et la distribution et négoce (24 %).

En effet, d'après ces constats nous relevons que le rôle des fonds en Capital-Investissement, dans le sens général, est orienté vers un développement d'innovation ponctuelle et donc une évolution à court terme. Toutefois, d'autres chercheurs ont souligné la nécessité de développer une capacité à répéter l'innovation afin de créer une valeur durable à long terme. Dans l'ensemble, ces derniers s'accordent sur le fait qu'aucune évolution à long terme ne se construit sur une innovation ponctuelle et donc la régénération de l'innovation semble importante. (Van de Ven et al., 1999) décrivent le processus d'innovation comme des activités répétées dans le temps et aboutissant, entre autres, à un apprentissage permanent. Et (Parpaleix et al., 2018)

considère le développement d'un ensemble de capacités d'innovation spécifiques est crucial pour un processus d'innovation durable.

Ce constat aborde une conséquence importante de l'innovation durable dans les PME financées à savoir l'exigence d'un concept de régénération de processus permanents et non limité, l'acquisition de nouvelles connaissances et par conséquent la nécessité de nouveaux financements.

Conclusion

Les éléments saillants que nous pouvons retirer de ce qui précède :

Au Maroc, les PME représentent une composante essentielle du tissu économique national, qui s'estime à plus de 93%, en constituant l'épine dorsale du développement économique et sociale et de la création d'emplois. Ainsi que l'accès aux sources de financement constitue un facteur majeur de la croissance, du développement et de la performance de PME en général et de PME innovantes en particulier. Toutefois, les palissades de financement traditionnel et classique auxquelles sont confrontées, représentent souvent, un obstacle à l'innovation de ces dernières.

Le Capital Investissement bien qu'il représente une source de financement au même titre que d'autres ressources traditionnelles, pourtant il en diffère par sa particularité en étant un moyen de soutien, de contrôle et d'appui au management. De surcroît, l'importance du Capital investissement consiste, spécialement, dans son attractivité en étant un levier de financement de l'innovation en fonction du stade de développement des entreprises cibles tout au long de leur cycle de vie.

Il est aussi opportun de noter que cet article contribue à la littérature sur le Capital-Investissement notamment sur les capacités d'évolution des PME innovantes financées par ce mode de financement. En s'appuyant sur des études théoriques et autres empiriques nous relevons l'impact positif du financement par Capital-Investissement sur l'amélioration des indicateurs des PME innovantes cibles.

Toutefois, nous avons constaté que pour renouveler profondément leurs activités, les PME innovantes doivent simultanément, définir une nouvelle valeur, élargir les compétences et générer de nouvelles opportunités afin de transformer les concepts en produits et services réels. Et donc, un soutien financier permanent et important est nécessaire. Ce qui ouvre la question

sur le terme de la régénération de l'innovation et dans quelle mesure le Capital-Investissement permet de contribuer au financement d'un processus d'innovation permanent et répétitif ?

BIBLIOGRAPHIE

- AH. Van de Ven, D. E. Polley, R. Garud et S. Venkataraman (1999). The Innovation Journey.
- Akaaboune, M., & Boushib, K. (2016). Capital investissement et Petites et moyennes entreprises. Revue Economie, Gestion et Société, N°5.
- AMIC (2011). «Etat des lieux sur le financement de l'Innovation au Maroc».
- AMMC (2011). Financement des PME au Maroc.
- Bekolo, C., & Beyina, E. (2009). Le financement par capital risque dans les pme innovantes : Le cas spécifique des PME innovantes camerounaises: Innovations, n° 29(1), 169-195.
- BELHAJ, I. (2022). Les Petites Moyennes Entreprises Au Maroc Et Les Difficultés D'accès Au Financement: Enquete Exploratoire. International Journal of Economic Studies and Management (IJESM), 2(2), 268–285.
- Bendarkawi, Z., Hefnaoui, A (2020). Les pme marocaines et les difficultés d'accès au financement externe », Revue Internationale du chercheur « Volume 1 : Numéro 4 » pp : 686 – 708.
- Berger A.N., Schaeck K. (2011), “Small and medium-sized enterprises, bankrelationship
- Berger-Douce, S. (2011). Le développement durable, un levier d'innovation pour les PME ? Revue française de gestion, 37(215), 147-166.
- Bertoni B., Colombo M.G., Croce A. (2008), “Venture capital financing and firm's investments”,
- Bertoni F., Colombo M.G., Grilli L. (2011), “Venture capital financing and the
- Bikhzazen, N., Ed-Dafali, S., & Bouzahir, B. (2020). Capital-investissement et financement de l'innovation : Une revue de la littérature. 3(2).
- BOUZIANI L. & AZEGAGH J. (2022). «La perception du crowdfunding par les jeunes : Cas du Maroc», Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit «Volume 6 : Numéro 4» pp : 113 - 130
- CARDULLO, MARIO W. (1999), Technological Entrepreneurism: Enterprise Formation, Financing and Growth, Research Studies Press Ltd., Baldock, Angleterre.
- CGEM (2012). L'innovation et la PME rapport.
- Cherif, M. (1999). Asymétrie d'information et financement des PME innovantes par le capital-risque. Revue d'économie financière, 54(4), 163-178.
- Dai, M. (2002). Le capital-risque et les innovations technologiques. Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe, 2002, 6, pp.12-15.
- Damanpour, F. (1991), “Organizational Innovation: A Meta-analysis of Effects of Determinants and Moderators”, The Academy of Management Journal, Vol. 34, n°3, p. 555–590.
- Deltour, F. & Lethiais, V. (2014). L'innovation en PME et son accompagnement par les TIC : quels effets sur la performance ?. Systèmes d'information & management, 19, 45-73.

- Deltour, F., Le Gall, S., & Lethiais, V. (2020). Les coopérations pour l'innovation des PME : Une investigation par méthode mixte du rôle joué par la localisation et le numérique. *Revue internationale P.M.E.*, 33(2), 49-81.
- Diamane, M., & Koubaa, S. (2015). Financement des entreprises innovantes au Maroc : Etat des lieux.
- difficultés d'accès au financement externe. *Revue Internationale du Chercheur*.
- Dine-Dine, M. N. (2018). PME-PMI INNOVANTES : APPROCHES ADOPTEES POUR AMELIORER LEUR FINANCEMENT EXTERNE. 1.
- Djedidi-Kooli, S. (2006). L'accès au financement des PME en France : Quel rôle joué par la structure du système bancaire?
- Ghalfiki, J., & Benali, M. (2019). L'attractivité du capital investissement : un levier de financement de l'innovation le Maroc comparé aux autres pays africains. *Revue AME Vol 1, N°1 (2019) 22-37*.
- HCP (2019) Enquête nationale auprès des entreprises.
- Lerner, J., & Nanda, R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation : What We Know and How Much We Still Need to Learn. *Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 237-261.
- Lorenzi et Villemeur, (2009). L'innovation au coeur de la nouvelle croissance, *Economica*
- Makhroute, M., & Herradi, C. (2019). Les Déterminants D'investissement et de désinvestissement 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*.
- Maroc PME (2020). Rapport d'activité.
- Maroc PME. Maroc-Loi-2000-53-charte-PME.
- Morsing M., Perrini F., "CSR in SMEs: do SMEs matter for the CSR agenda?", *Business Ethics: A European Review*, vol. 18, n° 1, 2009, p. 1-6.
- Nouna, K., & Ait soudane, J. (2019). Les PME Marocaines et la problématique de financement.
- OCDE (2002). Le financement de PME innovantes dans une économie mondialisée.
- OCDE (2005). Manuel d'Oslo. 3rd edition.
- OCDE (2015), Nouvelles approches du financement des PME et de l'entrepreneuriat : Elargir la gamme des instruments.
- OMTPME (2018). Rapport annuel.
- Oudgou, M., Zeamari, M. (2019). Les difficultés de financement des PME marocaines vision critique sur des dispositions de financement. *Revue Economie, Gestion et Société*, N°19.
- Parpaleix, L.-A., Levillain, K., & Segrestin, B. (2018). Financing innovation : Two models of private equity investment.
- Pissarides, F. (1999). Is lack of funds the main obstacle to growth? ebrd's experience with small- and medium-sized businesses in central and eastern europe.
- strength, and the use of venture capital", *Journal of Money, Credit and Banking*,

- Tadjousti, H., & Jamal, Z. (2019). Management du financement de l'innovation catalyseur de la performance des PME [Management of the financing of innovation catalyst of the performance of SMES]. 25(4).
- Vacca, V. P. (2013). Financing Innovation in Italy : An Analysis of Venture Capital and Private Equity Investments. SSRN Electronic Journal.