

## L'ouverture du capital des pme en tant que levier de développement et accélérateur de croissance



**Pierre Robin, Managing Partner, Profinpar**

*Plusieurs analyses confirment que les PME wallonnes sont souvent sous-capitalisées et de petite taille. En plus d'un apport en capital, ces entreprises ont par ailleurs souvent intérêt à bénéficier du support et des compétences de professionnels expérimentés. L'offre en capital à risque dans nos régions est présente en volume mais elle est très segmentée en fonction de nombreux paramètres. Par ailleurs, la typologie des dirigeants actionnaires ainsi que l'implication plus ou moins active de l'investisseur dans le partenariat sont des facteurs clefs à prendre en compte. L'ouverture du capital à un investisseur extérieur est un levier de développement et peut créer de la valeur en devenant un accélérateur de croissance pour autant que le partenariat soit bien structuré, ce qui suppose notamment une bonne adéquation entre les besoins de l'entreprise et la nature de l'offre. Dans cet environnement complexe, PROFINPAR entend être un accélérateur de croissance qui s'adresse à des situations où son offre d'investissement en capital à risque est souhaitée et influente. Elle s'inscrit dans le cadre d'un partenariat actif en soutien du CEO ou d'une équipe dirigeante ouverts aux principes de cette collaboration. Ce partenariat actif s'appuie sur le talent pool de Profinpar constitué de plus de 40 dirigeants d'entreprise.*

### 1. Le contexte et les caractéristiques de nos PME – Analyses

#### **Nos PME sont souvent sous-capitalisées et de petite taille...**

Le Portail de la Wallonie<sup>1</sup> indique qu'en Wallonie, 99% des entreprises wallonnes relèvent de la catégorie des PME. Ces PME emploient plus de 78% des salariés du secteur privé et génèrent 18% du PIB.

---

<sup>1</sup> <http://www.wallonie.be/fr/actualites/serie-de-mesures-visant-soutenir-les-entreprises-en-difficultes>.

Le secteur des PME et des indépendants s'affirme comme celui qui offre les principales perspectives de croissance d'emploi. Cependant, les PME wallonnes sont **sous-capitalisées** et ont généralement une taille trop petite, ce qui entrave leur croissance.

L'accès aux sources de financement pour les PME en Wallonie n'est pas optimal comme le confirme le rapport final du **Programme Opérationnel (PO) FEDER** pour la Région wallonne<sup>2</sup>, « *L'accès au crédit et la sous-capitalisation constituent l'un des principaux freins à la création et au développement des PME en Wallonie, en particulier pour les structures les plus innovantes, ainsi qu'un facteur de fragilité. Alors que les besoins sont importants, l'accès au financement à travers le système financier traditionnel s'est encore compliqué au cours des dernières années, notamment en raison des nouvelles normes (Bâle III) et de la frilosité générale des institutions financières depuis 2007. Le recours à des instruments financiers est donc justifié dans ce contexte, ...* »

Ce rapport se réfère entre autres au **Position Paper de la Commission Européenne** qui souligne que : « *... le soutien à l'entrepreneuriat, l'accès au financement et aux services de pointe pour les PME devrait privilégier le recours à des instruments d'ingénierie financière plus innovants ...* »

Les défis et principaux enjeux régionaux identifiés rappellent que

- l'économie wallonne montre des faiblesses en termes d'investissement,
- le tissu entrepreneurial souffre d'un taux de croissance des entreprises inférieur à celui des autres régions, en raison notamment d'un taux important de disparition et de non-transmission de ces entreprises, et
- le taux d'investissement privé est en baisse depuis la crise de 2008.

Deux des six priorités du « position paper » pour la Belgique telles que relevées dans le Programme Opérationnel pour la Wallonie recommandent de promouvoir **l'entrepreneuriat et les services avancés aux PME** et de **concentrer l'investissement privé sur les PME** dans des domaines pour lesquels un avantage comparatif régional est avéré et soutenu par une **stratégie de spécialisation intelligente**.

L'étude menée par l'**OCDE** en 2012 sur l'innovation en Wallonie<sup>3</sup> identifie comme un des obstacles le déficit d'entreprises de taille moyenne en croissance.

---

<sup>2</sup> « *Annexe Rapport final ex-ante FEDER – v4.01* », ADE, Juin 2014.

<sup>3</sup> « *Examens de l'OCDE sur l'innovation régionale : Wallonie, Belgique* », OCDE, juin 2012.

De son côté, **EY** dans l'étude réalisée sur 11.000 PME du secteur marchand, sur la période 2006-2012<sup>4</sup> conclut notamment que

- « *il y a en moyenne moins d'entreprises en Wallonie que dans les régions avoisinantes. Le déficit se situe principalement au niveau des entreprises de taille moyenne.* »
- « *La capitalisation des PME wallonnes se situe à un niveau comparativement bas.* »
- « *Globalement, les PME wallonnes sont financièrement plus fragiles que les PME flamandes. Près d'un quart d'entre elles pourraient être mise en difficulté en cas de coup dur. Cet indicateur a évolué défavorablement depuis le début de la crise.* »

Dans l'étude réalisée en 2015 à propos des PME belges qui surperforment<sup>5</sup>, EY met en évidence que parmi les « attributs » de ces entreprises, on trouve notamment « Capacité à développer une vision d'avenir », « Accepter d'être challengé », « Professionnalisation de la gestion et appel à l'expertise », « Gouvernance ». L'étude met également en évidence le fait que « ... *les entreprises surperformentes ont privilégié un peu plus le financement en capital que les autres, qu'il s'agisse d'aller chercher des fonds auprès des actionnaires, de proches, d'investisseurs privés ou de sociétés d'investissement.* ». L'analyse conclut : « ... *la surperformance est à la portée de tous, à la condition unique de se garantir un accès suffisant aux ressources financières* » et que « *la surperformance est d'abord une affaire de croissance* ».

Par ailleurs une analyse effectuée par **PWC**<sup>6</sup> conclut en recommandant de :

- Soutenir et encourager le financement en capital
- Soutenir l'accompagnement aux responsables de PME

Une enquête réalisée par la **FEBELFIN**<sup>7</sup> analyse la situation du capital à risque en Belgique. Deux des trois failles identifiées dans l'offre de financement sont premièrement, d'attirer des montants au-dessus de 1m€ et deuxièmement, que d'une manière générale l'offre est plus importante en Flandre qu'en Wallonie. Le rapport note qu'il est absolument nécessaire d'**impliquer des professionnels expérimentés ayant des connaissances dans l'implémentation du business plan proposé.**

## 2. Les besoins des PME et des actionnaires

Ces différents constats renforcent la pertinence d'une offre privée de capital à risque en parallèle de l'offre publique et des crédits bancaires. Il est cependant nécessaire de bien comprendre les besoins du marché et de l'offre déjà existante.

***Les besoins de nos PME peuvent être simplement d'ordre financier (solvabilité) ...***

---

<sup>4</sup> « *Analyse des performances et évolution du tissu PME wallon* », Philippe Pire, EY, Edition 2014.

<sup>5</sup> « *Ces PME belges qui surperforment : Qui sont-elles ? Comment font-elles ?* » Philippe Pire, EY, Edition 2015.

<sup>6</sup> « *L'accès aux sources de financement pour les PME en Wallonie : situation optimale ou défaillance de marché ?* », PWC, Cercle du Lac, 23 octobre 2015.

<sup>7</sup> « *Capital à risque en Belgique – Comment la Belgique peut-elle développer sa position en capital à risque ?* », FEBELFIN, date non précisée.

Les **besoins des PME en capital à risque** sont variés. Ils peuvent être de **nature simplement financière** dès lors que la solvabilité ou le fonds de roulement sont trop faibles. Le banquier ne finance plus aujourd'hui les mêmes risques que dans le passé. En effet, s'il apparaît qu'il n'existe pas de *credit crunch*, les normes prudentielles imposées aux banques les amènent à plus d'exigence en ce qui concerne la capacité de remboursement du client de type PME et l'obtention de sûretés réelles de qualité. Le dirigeant de PME doit donc se tourner vers le financement de fonds propres lequel peut être réalisé par du capital ou du quasi-capital (prêts subordonnés).

**... ou plus stratégiques**

Les besoins peuvent en outre porter sur un **accompagnement plus stratégique**. En effet les cycles de vie des entreprises et de leurs produits sont de plus en plus courts, notre modèle économique subit un profond changement, beaucoup d'acquis sont remis en question. La révolution numérique (réseaux sociaux, e-commerce, fintechs, objets connectés), les mutations sociétales (évolution des mentalités - générations Y & Z, économie durable), la gestion publique (fiscalité, formation) ou macroéconomiques (mondialisation, concurrence) changent la donne tous les jours. Face à ce monde en mouvement perpétuel, certains dirigeants de PME se sentent seuls et désemparés. Ils ressentent l'intérêt d'avoir à leur côté un partenaire professionnel partageant avec eux moyens, risque, expertise et décision.

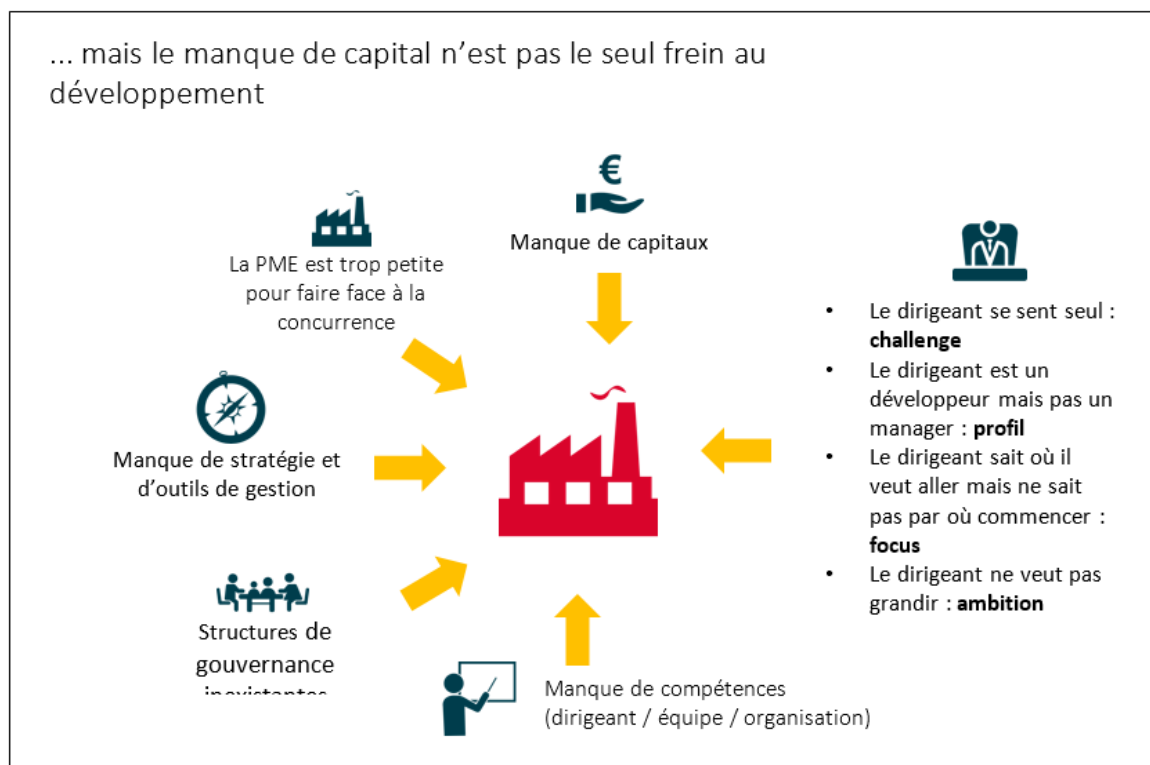


Figure 1 : Les besoins des PME autres que le capital



***Les besoins peuvent également être ceux de l'actionnaire...***

Les besoins peuvent également concerner **plus spécifiquement l'actionnaire**. Nombre de nos PME sont détenues par des *baby-boomers* qui seront donc confrontées à une phase de **transmission** dans les prochaines années.

***La personnalité du dirigeant actionnaire est un élément déterminant orientant le choix du partenaire financier.***

La **personnalité du dirigeant**, généralement actionnaire, influe considérablement sur la stratégie suivie et l'attente par rapport à l'investisseur. Le **principal moteur de l'ouverture du capital est en tout cas le besoin** : partager pouvoir et propriété n'est en effet pas une démarche naturelle et automatique.

Durant notre pratique, nous avons pu constater à de nombreuses reprises la pertinence de la classification faite par le Professeur Vickery<sup>8</sup> :

*« Les quelques études sur les profils d'entrepreneurs concordent dans l'établissement d'une typologie d'entrepreneurs, avec une distribution bipolaire, c'est-à-dire avec peu d'entrepreneurs au milieu de la gamme mais plutôt des concentrations aux extrémités. A une extrémité de la gamme se trouve le spécialiste d'un métier, créateur d'une petite entreprise d'orientation technique : bien que son entreprise pourrait employer quelques dizaines de personnes, appelons-le « l'Entrepreneur-Artisan ». A l'autre extrémité se trouve l'entrepreneur qui recherche la croissance et le développement de son entreprise et qui a l'orientation « marketing » : appelons-le « l'Entrepreneur-Innovateur ». Selon l'échantillon et le choix des catégories, les études présentent des distributions différentes : mais l'on peut estimer que le type « Entrepreneur-Artisan » correspond à la moitié ou les deux tiers des entrepreneurs, tandis que le type « Entrepreneur-Innovateur » ne dépasse guère le quart. »*

---

<sup>8</sup> Professeur Lisier Vickery, affiliate professor Insead, 1986.

Voici les principales différences entre les deux types de profil :

	« Entrepreneur-Artisan »	« Entrepreneur-Innovateur »
1. Attitude Générale	Motivation défensive Maintien du statu quo	Recherche de l'opportunité Distinction entre « l'entrepreneur » et « le propriétaire »
2. Formation & Expérience	Peu de formation (CAP) Expérience d'atelier	Enseignement supérieur Cadre moyen/supérieur Expérience diversifiée
3. Orientation	Technique-Production	« Marketing oriented »
4. Projet de Création	Résulte d'un échec professionnel Peu préparé Financement limité	Mûri de longue date Projet et prévisions détaillés Plusieurs sources de financement
5. Horizons	Avenir proche Croissance limitée	Projet à moyen terme Recherche de croissance
6. Relations avec les employés	Paternaliste-Autocrate Ne croit qu'à la formation « sur le tas »	Admet la délégation et la critique interne Recherche du personnel qualifié.

Les besoins tant de la PME que de ses actionnaires sont souvent en relation avec le stade de développement de l'entreprise (de la *start up* à l'entreprise mature), de son état de santé (florissante ... ou en difficulté), de son activité (production, commerce, service).

***L'équation est souvent complexe appelant une solution « à la carte »***

Il existe donc une infinité de besoins qui conduisent au constat que le **capital à risque est toujours un produit à la carte**, à la différence des produits bancaires classiques.

### 3. L'offre en capital à risque pour PME

**Face à ces besoins variés et multiples des PME et de leurs actionnaires, l'offre en capital à risque est abondante mais segmentée**

Face à ces besoins, l'offre en capital à risque dans nos régions est certes présente en termes de volumes, mais elle est **segmentée**.

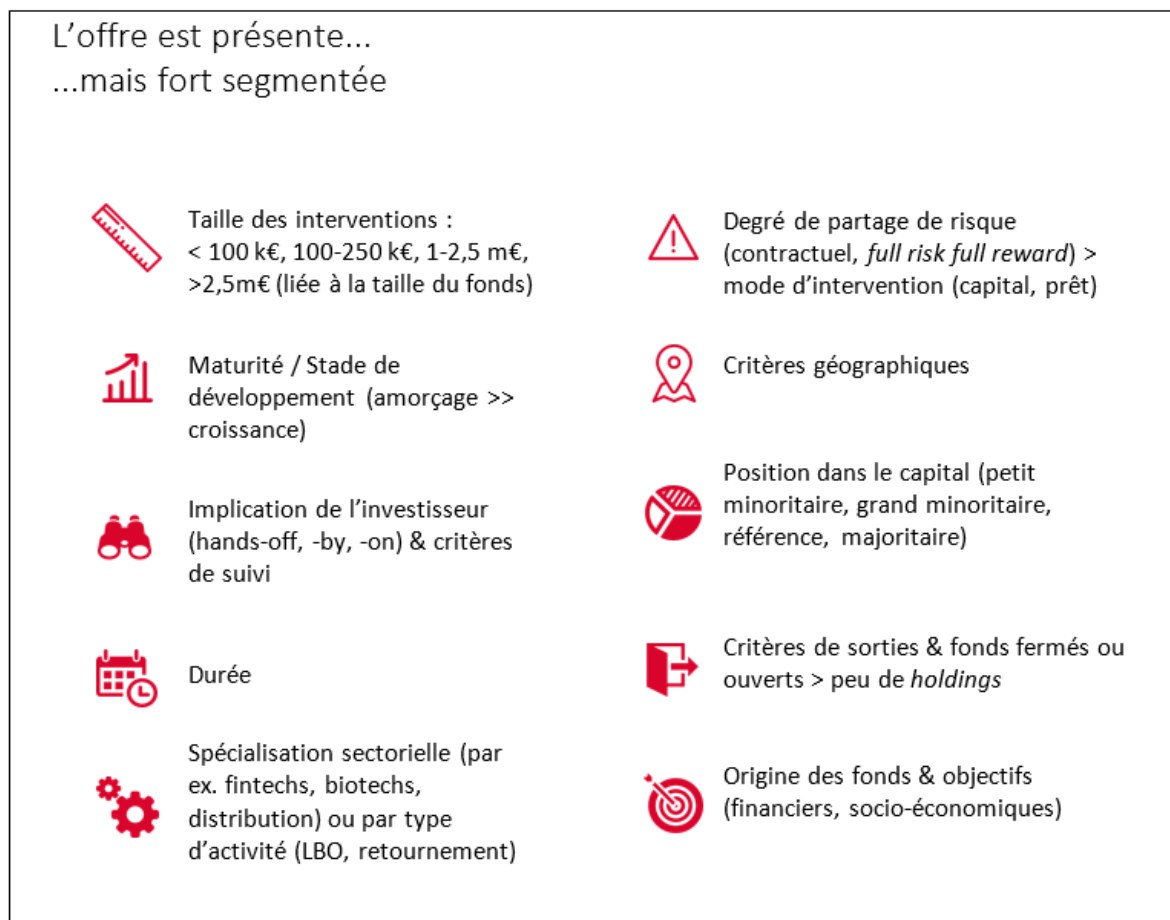


Figure 2 : L'offre en capital à risque est segmentée

Le stade de développement des entreprises cible (de la *start up* à la transmission), le caractère innovant ou traditionnel, la nature de l'opération (transmission, développement, redressement), le montant de la participation (< 100 mille EUR à > 50 millions EUR), le niveau de participation (minoritaire – majoritaire), le type de support (passif hands-off c'est-à-dire financier passif- à actif hands-on c'est-à-dire partenariat actif), le caractère généraliste ou spécialisé au plan secteur, la durée de détention (déterminée ou indéterminée), l'origine des fonds (publics, mixtes, privés) sont autant de critères de segmentation influant sur les objectifs de l'investisseur et donc sur ses choix d'investissement (financiers versus socio-économiques).

***Parmi les critères de segmentation de l'offre en capital à risque, l'un prédomine à l'instar de la personnalité du dirigeant actionnaire : le positionnement de l'investisseur par rapport à l'entreprise faisant l'objet d'un investissement***

Trois types de positionnement sont observés parmi les investisseurs en capital à risque :

	<b>Hands-on (Actif)</b>	<b>Hands-by</b>	<b>Hands-off (Passif)</b>
<b>Support</b>	Implication forte des actionnaires	Parenté (image & €), contacts, services, présence	Financier
<b>Distance</b>	Proximité – participation aux décisions stratégiques – présence active au CA	Peu présence régulière (CA, suivi financier, à la carte) stratégie décisions importantes	Grande – suivi financier
<b>Partage du risque</b>	Total <i>full risk &amp; full reward</i>	Variable	Faible
<b>Type de partenariat</b>	Spécialisé & peu de dossiers	Peu de dossiers équipe pluri-disciplinaire, forte sous traitance	Beaucoup de dossiers par analyste
<b>Modes d'intervention</b>	Capital	Capital en <i>full risk /full reward</i>  Complément prêts & fees	Prêt (subordonné ou garanti) – capital contractuel
<b>Types d'acteurs</b>	Privés	Privés ou mixtes	Publics ou mixtes



Pour faire le lien entre le positionnement de l'offre en capital à risque et le paramètre clef de la typologie des entrepreneurs, nous avons pu constater que l'offre *hands-on* répond à priori aux attentes de dirigeants actionnaires « innovateurs » opportunistes, ne ressentant pas le besoin absolu de détenir la majorité du capital, orienté « marketing » plutôt que technique et production, dont le projet est mûri de longue date, avec des horizons de croissance à moyen terme, admettant la délégation et la critique interne et recherchant du personnel qualifié. Leur *affectio societatis* est limitée facilitant de ce fait la liquidité de l'action à terme.

A l'inverse, l'offre *hands-off* convient mieux au dirigeant actionnaire « artisan », peu enclin à partager pouvoir et propriété, adoptant une attitude plutôt défensive, souvent de profil technique, déléguant avec difficulté, s'entourant rarement de hauts profils, à l'*affectio societatis* fortement développée.

#### 4. L'ouverture du capital : bien plus que des fonds propres

##### ***L'ouverture du capital est une opération complexe***

A la différence des autres modalités de financement des entreprises (crédits ou autres), l'ouverture du capital est une opération délicate dès lors qu'elle ouvre le débat relatif au projet des actionnaires qui ne doit pas être confondu avec le projet de l'entreprise. Cette ouverture au capital doit donc être bien structurée pour être efficace, toute mise en œuvre à l'ouverture ou à la cessation d'un partenariat en capital étant assez complexe car elle implique de nombreux aspects.

##### ***Un partenariat au capital est une alchimie qui doit se traduire dans des accords de partenariat et d'actionnaires clairs, équilibrés, cohérents***

L'efficacité du partenariat est liée à l'adéquation entre les besoins des entreprises et de ses actionnaires, d'une part, et l'offre de l'investisseur, d'autre part. En outre, elle requiert un alignement des parties sur les objectifs, le timing et les valeurs et ceci aux deux niveaux : projet d'entreprise et projet d'actionnaires.

A cet égard, la personnalité et la typologie du dirigeant, souvent actionnaire, et l'adéquation de l'offre en capital à risque sont des facteurs-clefs de succès ou d'échec d'un partenariat comme expliqué antérieurement.

##### ***L'apport en capital est en tout cas un levier de développement ...***

En terme strictement financier, un apport en capital constitue en soi une source de financement bien nécessaire dans les phases de démarrage ou affectable à des investissements non éligibles pour des crédits bancaires sécurisés.

De plus, dans des entreprises plus mûres, un apport en capital constitue à priori un levier puisqu'il permet de mobiliser 2 à 3 fois son équivalent en crédits bancaires long terme. Les capitaux permanents ainsi mobilisés peuvent donc correspondre au total à 3 ou 4 fois l'apport en capital.



*... mais il peut également être un accélérateur de croissance quand les parties parviennent à mettre en place un véritable partenariat actif dans lequel l'investisseur joue le rôle de catalyseur*

Une ouverture du capital dans le cadre d'un partenariat stratégique dépassant la seule problématique de solvabilité peut constituer un accélérateur de croissance dès lors qu'il impliquera d'autres dimensions de stratégie, de gouvernance et d'excellence opérationnelle.

***Les apports d'un partenariat actif au dirigeant sont en effet multiples***

Au-delà du développement d'une stratégie claire et réaliste qui passe par un diagnostic lucide et par la formulation des options de croissance, le partenariat actif doit également contribuer à la performance, la culture d'entreprise et à l'accès aux ressources stratégiques de l'entreprise.

En ce qui concerne l'accélération de la croissance, le nouveau partenariat s'appliquera à professionnaliser ou, le cas échéant, à mettre en place les outils de gestion (outils, process et méthodes), de pilotage et de *reporting*.

Le succès de cette transformation s'appuie sur une culture d'entreprise qui doit être orientée vers le résultat et une gestion dédiée à la création de valeur.

Il va sans dire que l'accès et le développement des ressources stratégiques de l'entreprise doit être consolidé, ce qui implique la mise en place de politique d'attraction et de rétention des talents, le soutien aux projets de croissance externe et le développement de l'entreprise en dehors de sa zone de confort.

Enfin un nouveau partenaire contribuera à la rationalisation de la réflexion et du débat souvent émotionnel dans les entreprises familiales.

## 5. La réponse apportée par PROFINPAR

L'équipe dirigeante du Fonds PROFINPAR a réalisé une analyse de l'offre de capital à risque disponible aujourd'hui en Belgique principalement francophone et germanophone en intégrant par ailleurs les besoins des entreprises.

Certains secteurs (biotechs, fintechs) sont déjà bien couverts par des acteurs privés et publics, des solutions existent pour les petits montants et les gros montants mais, d'une manière générale, **l'accompagnement aux responsables de PME est insuffisant**. Ce manque d'accompagnement est confirmé par les analyses de PWC et de la FEBELFIN. L'offre présente par ailleurs un *equity gap* pour des montants entre 1 à 5 millions EUR destinés à des PME de taille moyenne (20 à 100 personnes).

Fort de ce constat, PROFINPAR a développé un concept unique reposant sur un investissement en capital à risque dans une fourchette de 2 à 6 millions EUR combiné à du coaching et de l'accompagnement aux dirigeants de PME.

Le projet est porté actuellement par une soixantaine d'investisseurs affichant une volonté affirmée de soutenir la croissance de nos PME. Ce partenariat s'adresse donc aux dirigeants de PME souhaitant



ouvrir leur capital et profiter d'un investisseur actif participant à la définition et au suivi de la stratégie. Dans ce cadre, le « conseiller » est également « payeur ».

PROFINPAR est un investisseur de capital à risque dont le **business model** est centré sur la relation de partenariat entre d'une part des PME et entreprises familiales & leurs actionnaires, et d'autre part par des professionnels du capital à risque polyvalents appuyés par des investisseurs, dirigeants et/ou eux-mêmes actionnaires d'entreprises.

Le **moteur du fonds** est constitué d'une bonne quarantaine de dirigeants d'entreprises réunissant un nombre important de compétences tant au plan sectoriel que fonctionnel : un véritable *talent pool*. Ces investisseurs sont disposés à investir, outre leur argent, du temps auprès des PME partenaires, tant dans la phase d'analyse de l'opportunité (en amont) que dans l'accompagnement de l'entreprise en intervenant au sein du conseil d'administration (en aval).

PROFINPAR investit ainsi du **smart money** dans le cadre d'un **partenariat actif** et constructif tirant parti des atouts respectifs : celui-ci consiste à soutenir un management professionnel, actionnaire ou non, non seulement par des capitaux à risque mais également par la mobilisation des compétences *ad hoc* du *talent pool*. Et ceci dans le respect des rôles respectifs du dirigeant de la PME et du Conseil d'administration. Cette offre rencontre ainsi les besoins dépassant le simple financement des fonds propres.

Par ailleurs, le **montant investi** par PROFINPAR (de 2 à 6 millions EUR par dossier) vise clairement à combler la *gap* de financement de nos entreprises petites et moyennes qui représentent le « core group » des PME et l'essentiel de l'emploi généré.

Une attention particulière est accordée aux **entreprises de niche** ainsi qu'aux **secteurs en consolidation**. Outre le soutien au développement par la croissance organique, un modèle de création de valeur privilégié est la constitution de grappes d'entreprises complémentaires. Nos PME, surtout en région wallonne, sont petites et il est impératif de les aider à grandir et à s'internationaliser afin de préserver leur devenir.

La **transmission et l'optimisation** des entreprises complète la palette d'intervention qui se veut très large au plan sectoriel, PROFINPAR étant un **fonds généraliste dont la spécialité est l'entreprise familiale et la PME au sens large**.

Le **savoir-faire** particulier de PROFINPAR et son caractère unique réside dans sa capacité de réunir dans le tour de table un maximum d'éléments favorisant le succès de l'entreprise et de jouer un rôle de catalyseur de la croissance.

Le modèle a été affiné durant plus de 15 ans dans le cadre de 12 investissements (composés de 26 transactions) pour un total investi de 25 millions EUR. Il a permis le développement et la transmission de belles PME telles que Connex Group (sécurité), Balteau (stations de pompage et d'épuration des eaux), IRM Group (équipements de contrôle en sidérurgie), Visiglas (équipements de contrôle pour le verre), Vêramic (verrerie pharmaceutique) ou encore Federa (conditionnement de médicaments



injectables). La création de valeur, non seulement financière mais socio-économique a pu être démontrée, validant la pertinence du business modèle.

Le business modèle de PROFINPAR et l'équipe de professionnels qui le met en œuvre ont convaincu des investisseurs belges, luxembourgeois et français qui y ont investi ensemble jusqu'à présent près de 35 millions EUR (la levée de fonds sera clôturée fin 2017). Les investisseurs ont été séduits par l'opportunité d'investir dans l'économie réelle de proximité avec une visibilité sur l'affectation de leurs capitaux.

***PROFINPAR entend donc être un accélérateur de croissance qui s'adresse à des situations où son offre d'investissement en capital à risque est souhaitée et influente, dans le cadre d'un partenariat actif aux côtés d'un dirigeant ou d'une équipe dirigeante ouverts aux principes de cette collaboration et désirant offrir à leur entreprise une belle impulsion à son développement.***